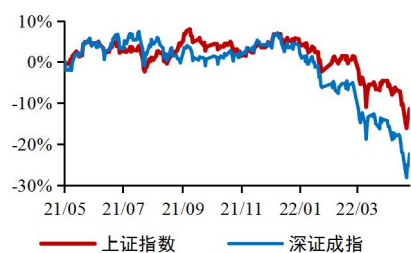


信义山证 汇通天下

研究早观点

2022年5月5日 星期四

市场走势



资料来源：聚源

国内市场主要指数

指数	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,047.06	2.41
深证成指	11,021.44	3.69
沪深 300	4,016.24	2.43
中小板指	7,613.63	4.24
创业板指	2,319.14	4.11
科创 50	947.15	4.88

主要海外市场指数

指数	收盘	涨跌幅%
道琼斯	34,061.06	2.81
纳斯达克	12,964.86	3.19
标普 500	4,300.17	2.99
法国 CAC40	6,395.68	-1.24
德国 DAX	13,970.82	-0.49
日经 225	26,818.53	-0.11
恒生指数	20,869.52	-1.10

资料来源：聚源

【今日要点】

- 【山证新股】新股周报（0505-0513）：盘点近三年上市重点新股，近端新股结构性机会在科创板
- 【山证宏观】减税降费效果显现，但制造业利润改善不足--2022年3月工业企业利润数据点评
- 【山证策略】A股行业比较周报 20220501-
- 【山证策略】增速回落，景气度分化——A股2021年报及2022年一季报分析
- 【山证策略】政治局会议提振信心-山证热点
- 【山证国内宏观利率】周报：政策保持冗余度，收益率短期震荡（2022.04.25-2022.04.29）
- 【山证策略】策略周报：曙光初现---2022年第17期-
- 【山证宏观】【山证宏观】2022年4月PMI点评：供需两弱，基建支撑
- 【山证策略】山西证券5月金股
- 【山证策略】海外资金配置周报：等待阶段性反弹，电力设备家电机械获买入——第6期（20220425-20220429）
- 【山证宏观】中央政治局会议解读：坚守目标，政策再布局（2022.4.29）
- 【山证纺织】品牌服饰：疫情影响终端零售，关注低估值制造&优选品牌服饰企业-21年度&22Q1综述及行业策略
- 【山证非银】证券II：证券行业周报（20220504）：不畏浮云遮望眼，黄金机会正当时
- 【山证社服】疫情持续影响行业基本面复苏，预计年内继续业绩修复主线-社会服务行业2021年报2022年一季报综述



- 【山证汽车】 估值处于底部，市场趋于平稳-汽车周报
- 【山证农业】 2022 年 1 季度业绩总结和当前行业策略-农业行业分析报告
- 【山证电新】 爱旭股份(600732.SH)：困境反转，期待新生-爱旭股份深度报告
- 【山证汽车】 德赛西威(002920.SZ)：德赛西威（002920.SZ）：一季度业绩靓丽，将受益于汽车智能化加速发展
- 【山证汽车】 卡 倍 亿(300863.SZ)：卡倍亿（300863.SZ）：一季度业绩超预期，国产替代有望加速
- 【山证新股】 瑞 华 泰(688323.SH)：瑞华泰（688323.SH）：国内 PI 薄膜领域领先企业，CPI 量产有望迎来突破
- 【山证电新】 恩捷股份(002812.SZ)：单平净利持续上行，全年产能持续扩张-恩捷股份快报
- 【山证医药】 同和药业(300636.SZ)：产能释放，国内订单增长，进入高速增长期-同和药业(300636.SZ)2021 年年报及 2022Q1 季报点评
- 【山证零售】 周 大 生(002867.SZ)：引入省代模式黄金销售增长明显，调整收入结构毛利率下降-周大生（002867.SZ）年报&一季报点评
- 【山证农业】 唐 人 神(002567.SZ)：2021 年报和 2022 年 1 季报点评-唐人神公司动态跟踪
- 【山证社服】 锦江酒店(600754.SH)：疫情扰动境内酒店经营，境外情况改善带动期内营收增长-锦江酒店（600754.SH）一季报点评
- 【山证新股】 和元生物(688238.SH)：和元生物（688238.SH）：CDMO 规模效应释放推动营收快速增长
- 【山证零售】 上海家化(600315.SH)：业绩保持稳健增长，聚焦头部 SKU 毛利率提升-上海家化（600315.SH）一季报点评
- 【山证新股】 何氏眼科(301103.SZ)：何氏眼科（301103）2021 年报及 2022 年一季报点评：诊疗服务收入增长稳健，省内外市场布局持续推进

- 【山证社服】天目湖(603136.SH): 疫情拖累景区业务恢复, 公司费用管理能力继续提升-天目湖(603136.SH)年报一季报点评
- 【山证社服】首旅酒店(600258.SH): 疫情拖累业绩亏损, 酒店经营三大指标较 21Q4 继续下挫-首旅酒店(600258.SH)一季报点评
- 【山证食品】海天味业(603288.SH): 海天(603288.SH)一季报点评: 成本上行业绩承压, 静待 2022 边际改善
- 【山证食品】绝味食品(603517.SH): 绝味食品(603517.SH)年报及一季报点评: 2021 投资收益影响净利, 2022Q1 短期利润承压
- 【山证医药】立方制药(003020.SZ): 工业板块快速增长, 综合毛利率大幅提升-立方制药(003020.SZ)2021 年年报及 2022Q1 季报点评

【今日要点】

【山证新股】新股周报（0505-0513）：盘点近三年上市重点新股，近端新股结构性机会在科创板

叶中正 yezhongzheng@sxzq.com

【投资要点】

- 新股整体活跃度回升，契合主线的科创板新股周内涨幅靠前
- 2022 年至今共计上市新股 114 只（除北交所），以开板日收盘价计算至今涨幅均值-25.73%。录得正涨幅的新股 15 只，平均正涨幅 15.2%；录得负涨幅的新股 94 只，平均负涨幅-33.63%。周内上市 8 只新股，主板 2 只仍未开板，创业板 2 只首日涨幅均超过 40%，科创板 4 只新股首日涨幅均为负值。已开板新股周内共有 20 只新股录得正涨幅，其中 12 只为科创板新股（拓荆科技周涨幅 21.5%）；宏德股份、拓荆科技-U、晶科能源、艾布鲁、中国海油、采纳股份、普源精电-U 等周内涨幅超过 10%。
- 创业板新股最符合“低位区”特征，但结构性机会主要集中在科创板
- 4 月份，创业板新股份首发 PE34.88 倍（公布值月度中位数）、首日涨幅 21.06%，综合来看开板估值 45.52 倍（TTM-PE）处于注册制以来的历史下轨道附近（42.58-98.28 倍），率先走向低位区，虽然近期上市优质新股不多，但新近上市新股首日涨幅回升明显。同时，上周科创板 4 月上市新股开板估值 52.08 倍（前值 82.1 倍，TTM-PE），虽然距离历史下轨道（39-120.76 倍）尚有距离，但是开板估值高企现象大幅缓解，尤其是唯捷创芯（首日涨幅-36.04%，下同）、经纬恒润（-17.35%）、英集芯（-9.7%）、拓荆科技（28.41%）、峰昭科技（-19.27%）、纳芯微（12.86%）、药康生物（-17.89%）等新股 4 月中下旬上市，首日涨幅大幅压缩，为二级市场逐步留出空间。
- 创业板依然是打新收益主要贡献者，沪深主板其次
- 以 3 亿元规模 A 类投资者为例，上周打新收益环比增加 0.18 万元，今年以来合计增厚收益 0.77%，其中，创业板贡献 0.56%、沪深主板贡献 0.26%、科创板贡献-0.05%。沪深主板望变电气、永泰运上市，周内均未开板，未计算打新收益；科创板景业智能、德龙激光、禾川科技、药康生物上市，周内打新收益分别录得-1.17 万元、-2.1 万元、-2.17 万元、-3.63 万元，合计录得-9.07 万元，4 月份合计打新收益-37.91 万元；创业板国能日新、艾布鲁上市，周内打新收益分别录得 3.77 万元、5.48 万元，合计录得 9.25 万元，4 月份合计打新收益为 28 万元。
- 投资建议：
- 近端已上市新股：建议重点关注纳芯微（模拟及混合信号芯片/含车规级）、拓荆科技-U（半导体薄膜沉积设备）、唯捷创芯-U（射频功率放大器模组（PA 模组））、中复神鹰（碳纤维材料）、长光华芯（半导体激光芯片）、和元生物（基因治疗 CDMO）、华秦科技（隐身及伪装材料）、东微半导（高压超级结

MOSFET)、晶科能源(太阳能光伏组件)、天岳先进(碳化硅衬底)。

- 近端待上市重点新股：思特威(CMOS 图像传感器芯片)。
- 远端优质新股：我们统计 2009 年 7 月 10 日-2021 年 6 月 11 日期间的 2803 家新股上市前 4 年整体涨跌幅，可以发现新股年度涨幅随着上市时间延长而逐年上升(-10.49%、0.67%、17.41%、21.95%)。背后的逻辑可能是：上市第 1 年，流通市值较小，容易受到市场关注，估值溢价率较高，经营处于上升期；上市第 2 年，市场不再作为新股进行关注和估值，小非开始逐步解禁，估值对标成熟公司存在压力，募投项目开始实施，相关折旧增加；上市第 3 年，高估值基本消化完毕，募投项目开始产能爬坡和业绩释放，经营容易出现改善。站在当前时点，我们建议关注 2020 年-2021 年上市的远端优质新股，具体名单详见正文。

【山证宏观】减税降费效果显现，但制造业利润改善不足--2022 年 3 月工业企业利润数据点评

郭瑞 0351-8686977 guorui@sxzq.com

【投资要点】

- 疫情影响工业企业营收增速，但利润总额受益于营业利润率改善。2022 年 3 月，工业企业营业收入累计增速 12.7%（前值 13.9%），主因量价同步放缓，3 月工业增加值累计增速 6.5%（前值 7.5%），PPI 同比 8.3%（前值 8.8%）。3 月，工业企业利润总额累计增速 8.5%（前值 5%），边际改善，主因利润率的好转。3 月工业企业营业利润率为 6.3%（前值 6.0%），营业成本率 84.1%（前值 83.9%），每百元营业收入中的费用为 8.09%（前值 8.27%）。
- 采矿业利润高增，制造业利润增速负向收窄。3 月采矿业利润总额增速 147.8%（前值 132.0%），在 3 月采矿业工业增加值累计增速 10.7%（前值 9.8%），主要采矿业 PPI 回升下，采矿业营业利润率回升至 24.91%（前值 24.75%）；制造业利润总额增速-2.1%（前值-4.2%），受益于减税降费政策红利制，制造业营业利润率整体回升至 5.31%（前值 5.09%），但上游行业涨价继续侵蚀行业利润。3 月制造业每百元营业收入中的成本为 84.66 元（前值 84.27 元），每百元营业收入中的费用为 8.27 元（前值 8.53 元）。
- 制造业细分行业利润改善不足。3 月，全部制造业营业利润占比由 2 月的 75.3%下滑至 75.0%。从营业利润占比前十大制造业看，利润增速边际下滑的行业包括化学原料及化学制品制造业（18.4%，前值 27.3%）、汽车制造（-11.9%，前值-9.9%）、有色金属冶炼及压延加工业（52.9%，前值 63.8%）、酒、饮料和精制茶制造业（25.6%，前值 32.5%）；利润虽有改善，但仍负增的行业包括医药制造业（-8.9%，前值-17.6%）、石油、煤炭及其他燃料加工业（-29.8%、前值-39.6%）；计算机、通信和其他电子设备制造业利润增速由-7.3%转正至 2.8%；利润增速为正且改善的行业包括非金属矿物制品业（11.0%，前值 5.2%）、电气机械及器材制造业（10.4%，前值 5.7%）。
- 制造业细分行业营业利润率改善主要集中在中上游行业。石油、煤炭及其他燃料加工业、黑色金属冶炼及压延加工业、有色金属冶炼及压延加工业等原材料加工业利润率均有改善。下游消费品行业中食

品制造业、酒、饮料和精制茶制造业、烟草制品业、纺织服装、服饰业、医药制造业营业利润率有所下滑。

- **工业企业资产负债率尚未明显改善。**3月工业企业资产负债率 56.5%（前值 56.3%），三大门类资产负债率均上升。其中，采矿业 58.53%（前值 58.44%），制造业 55.28%（前值 55.03%），电力、燃气及水的生产和供应业 60.8%（前值 60.7%）。
- **风险提示：**上游原材料价格大幅上涨；疫情恶化；稳增长政策推进速度减缓。

A 股行业比较周报 20220501-【山证策略】

张治 zhangzhi@sxzq.com

【投资要点】

- **市场回顾：**上周 A 股主要宽基指数表现分化，大盘股（0.44%）跑赢小盘股（-3.12%）。中信五类风格中，稳定（-0.02%）和成长（-0.24%）表现相对较优，金融较差（-3.71%）。申万一级行业板块中，建筑装饰、电力设备、建筑材料涨幅居前，纺织服饰、农林牧渔、轻工制造跌幅居前。
- **估值变化：**指数方面，上证指数、中证 1000 位于历史绝对低位。板块方面，TMT 及地产产业链板块均位于历史中低位。结合 PB 与预期 ROE 来看，纯碱、化学纤维、磷化工等具备性价比；结合 PEG 与预期 G 来看，稀土、工业金属、锂电池等在合理估值区间具备更高景气度。
- **市场流动性：**货币市场资金面均衡偏松。
- **行业基本面表现：**
 - **石油石化：**全球经济增速预期下行或抑制需求
 - **钢铁：**库存持续去化，价格小幅下跌
 - **煤炭：**价格边际回落，运输及下游需求仍受疫情影响
 - **有色金属：**疫情扰动趋缓，库存环比回落
 - **动力电池产业链：**上游价格居高，中下游利润承压
 - **光伏：**硅片、电池片、组件价格环比小涨，需求仍旺
 - **传统建材：**需求端仍显疲弱，主要建材价格延续环比下行
 - **房地产：**销售与库存双端清淡，价格处于下行通道
 - **农产品：**疫情影响假期毛猪调运，但供给过剩状态未改
 - **半导体电子：**高景气度下，闪存高位，内存下降

- 交通运输及疫情：新增病例边际回落，物流效率提升

【山证策略】增速回落，景气度分化——A 股 2021 年报及 2022 年一季报分析

张治 zhangzhi@sxzq.com

【投资要点】

- **盈利增长：**A 股盈利增速回落，创业板转负，上游资源景气度高。在疫情反复、上游成本高增和外部环境不确定影响之下，A 股一季报盈利增速明显回落；从指数来看，中证 500 和中证 1000 盈利增速回落程度大于沪深 300；分板块来看，科创板利润与收入增速强于创业板，创业板归母净利润增速同比转负；分行业来看，上游资源和中游制造的细分行业盈利增速居前。收入端来看，A 股营业收入 2021 年高增，一季度环比下滑。观察各行业整体景气度，一季度除银行、煤炭、有色金属、家电、通信等行业盈利公司占比稳定且行业内整体增速水平较高以外，其余行业盈利公司占比同比均出现下滑，部分下游行业盈利公司占比下降超过 10%。
- **盈利能力：**ROE 回落，上下游分化。2022 年一季度 A 股非金融石化 ROETTM 为 8.13%，环比变动-0.33%，去年同期为 9.02%，同比变动-0.90%，净资产收益率的环比下降主要受到杠杆比例下降的影响。杠杆比例下降影响净资产收益率表现。从产业链观察 ROETTM，中游材料>上游资源>金融>必需消费>中游制造>TMT>公共产业>可选消费。除了上游资源和中游制造小幅提升，其余板块净资产收益率均下降。
- **三级行业挖掘：**哪些赛道景气程度较高，盈利能力提升？综合 2022 年一季度盈利增速和 ROETTM 的增长情况，疫情医疗服务（医疗设备、体外诊断、疫苗、医疗耗材）、上游资源与化工材料（煤化工、动力煤、铜、铝、油品石化贸易、有机硅、非金属材料、焦煤、氟化工、磷化工）、国际交运（航运、跨境物流）、新能源（光伏加工设备、电池化学品、锂电池、锂电池加工设备、风电）、食品饮料（白酒、调味发酵品）等赛道高景气有望延续。

政治局会议提振信心-山证热点

李孔逸 likongyi@sxzq.com

【投资要点】

- **周度观察：**
- **A 股主要股指均在周中创新低后大幅反弹，沪深 300 周涨 0.07%，趋势向好。**其中，中小 100 指数涨势最猛，本周涨幅为 1.65%，环比上周增加 5.29 个百分点；创业板指数恢复力量最为强劲，从上周下跌 6.66% 提升 7.64 个百分点至本周增长 0.98%，涨幅仅次于中小 100。从风格来看，成长型股票涨跌幅环比提升 5.22pct 至 -0.24%，修复最为迅速；稳定型本周下跌最少，仅为 -0.02%。从行业来看，地产链、大消费、新能源名列前茅，取得正向增长，幅度从大到小依次为：建筑 4.21%、电新 1.69%、建材 0.9%、

食品饮料 0.83%、消费服务 0.19%、家电 0.15%。从主题来看，锂矿、大基建、无线充电、仿制药等概念本周涨幅靠前。本周，A 股创 52 周内新高的标的主要集中在医药、商贸、机械、建筑、家电相关板块。

➤ **热点跟踪：**

- **A 股核心指数周内走出“V”字反转行情，周一、周二深度下探，沪指一度跌破 2900 点，周三开启反攻，周五政治局会议有效强化市场信心，午后主要股指大幅冲高。**大盘股表现依旧优于中小盘，成长股热度归来。往前看，我们认为，市场当前已充分消化短期内的海内外利空因素，政策底不断夯实，情绪底也已现，市场底部已经基本形成，短期内建议关注行业景气反转与优质标的在趋势性反击中的估值修复。同时，俄乌冲突迟迟没有缓解迹象，美联储加息或加速，海内外利空因素尚未完全出清，市场情绪完全修复尚需时日，底部不会一蹴而就，未来仍可能反复。现阶段建议重点关注盈利能力强、具有较优防御能力及估值修复空间的大盘价值股。同时疫后复苏预期正在形成，建议继续关注全国各地供应链恢复情况，地产链受政策预期改善影响估值仍有上升潜力，超跌的成长板块如国防军工、新能源等需要重点关注基本面的变化，业绩持续高增长的公司可持续关注。

- **风险提示：**全球经济衰退风险，美联储加息前置风险，疫情持续超预期风险。

【山证国内宏观利率】周报：政策保持冗余度，收益率短期震荡（2022.04.25-2022.04.29）

郭瑞 0351-8686977 guorui@sxzq.com

【投资要点】

- **核心观点：**经济待修复，政策保持冗余度，收益率短期震荡
- **4 月 PMI 数据显示本轮疫情对经济短期冲击仅次于 2020 年 2 月，和彼时不同的是，这轮疫情发生于经济放缓期，并且打击了 1-2 月的恢复苗头，微观主体信心重建尚需时日，但上海疫情近期稳中向好有利于经济修复和企业提振信心。**从宏观层面看，随着上周稳增长宽信用和疫后经济修复政策密集出台，政策底进一步夯实。4 月政治局会议再度坚定经济社会发展目标，对包括房地产、基建、平台经济等在内的各类稳增长政策再布局，并提出用好各类货币政策工具。在“疫情要防住、经济要稳住、发展要安全”目标的相互兼容中，在目标导向下政策保持冗余度的指示下，预计二季度货币政策基调有望继续保持宽松。短期基本面下行压力下，10Y 国债收益率预计难以突破 1-2 月由经济金融数据推升的高位，建议积极关注交易机会。维持二季度利率低位震荡的判断。
- **市场回顾：**资金面平稳，收益率窄幅波动
- **上周，政策密集出台助力稳增长提信心和疫后重建，但基本面压力和流动性宽松预期仍维持市场信心，国债 7Y-30Y 上行不足 1bp，资金面度过最充裕时期，1Y 上行 8bp。**国开债表现优于国债。10Y 国债、国开债收益率分别+0.5bp、-3.9bp 至 2.8386%、3.0325%，1Y 国债、国开债收益率分别+8.0bp、+3.3bp 至 2.0320%、2.1287%。具体看：

- **25日（周一）国债收益率全线下行。**降准实施下资金面非常充裕、国有大行下调部分存款利率、基本面下行压力等维持市场情绪。信息层面包括，国务院召开第五次廉政工作会议指出“当前要高度重视国内外形势出现超预期变化对我国经济造成的影响，新的下行压力进一步加大”；国务院办公厅发布《关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》，提出5个方面20条举措提振消费；据上海证券报，金融管理部门近期召开金融支持实体企业相关座谈会，主要对12家问题房企进行纾困指导，具体会议精神包括：放松问题房企的四证不全并购项目、涉及并购贷款置换土地出让金项目等合规性要求；存量的逾期贷款，可以补充增信后进行展期；对于房地产融资要全力支持，同时资金务必封闭管理等；央行宣布2022年5月15日起，下调金融机构外汇存款准备金率1个百分点，即外汇存款准备金率由现行的9%下调至8%。
- **26日（周二），收率全面小幅反弹，10Y国债收涨1bp。**前一日稳增长稳房企等信息扰动市场情绪。央行网站晚间发布央行有关负责人就当前金融市场情况的评论，提出推出科技创新再贷款和普惠养老专项再贷款，增加1000亿元再贷款支持煤炭开发使用和增强储能，增加支农支小再贷款和民航专项再贷款。习近平主持召开中央财经委员会第十一次会议强调全面加强基础设施建设构建现代化基础设施体系，经济信心再度提振。
- **27日（周三），受前一日稳基建宽信用政策影响，收益率反弹加快，10Y国债涨1.5bp。**国常务会议再度布局疫后复工达产、稳市场主体稳就业、交通物流等。
- **28日（周四），收益率继续反弹。**上海疫情好转和稳增长、疫后重建政策等进一步压制债市情绪。
- **29日（周五），10Y收益率回落1bp。**政治局会议重申努力实现经济社会增长目标，提出用好各类货币政策工具。
- **风险提示：**疫情发展超预期；房地产政策大幅调整；通胀大幅上行；美联储加息缩表超预期；经济数据超预期。

策略周报：曙光初现---2022年第17期-【山证策略】

张治 zhangzhi@sxzq.com

【投资要点】

- **当前国内疫情形势依旧严峻，消费场景及供应链成为受疫情影响的“重灾区”，**周内政治局会议释放积极信号，再度强化“稳增长”决心。目前来看，国内方面经济下行压力较大，一方面是在疫情冲击下产业链中的供应问题，包括物流运输不畅以及上游成本价格居高；另一方面是国内消费复苏受阻、市场主体信心不足的问题。对此，政策面接连释放维稳信号，决心愈强，重点主要在以下方面，一是，国内整体流动性依旧维持宽松，接下来的结构性货币政策有望加码，市场主体特别是受疫情冲击严重的服务业大概率将收获重点纾困帮扶，悲观的处境有望得到改善。二是，因城施策及地产行业稳定有序发展政策路线不变，地产政策有望边际趋松。三是，促就业、促销费的力度或将增强。四是，引入

长期资金，促进资本市场稳定发展的重要性提升。其次，本周中美利差倒挂，人民币累计调贬 1581 个基点，形成情绪面冲击。综合来看，人民币在内外政策周期错位的大环境下贬值压力仍存，或将维持宽幅震荡。

- **A 股核心指数周内走出“V”字反转行情，周一、周二深度下探，沪指一度跌破 2900 点，周三开启反攻，周五政治局会议有效强化市场信心，午后主要股指大幅冲高。**大盘股表现依旧优于中小盘，成长股热度归来。往前看，我们认为，市场当前已充分消化短期内的海内外利空因素，政策底不断夯实，情绪底也已现，市场底部已经基本形成，触底反弹行情“曙光”初现，短期内建议关注行业景气反转与优质标的在趋势性反击中的估值修复。中长期看，政策加持与产业逻辑支撑之下的新能源、平台经济、数字技术等概念具有较优增长空间与前景，建议持续关注核心技术优势、产业竞争格局变迁以及行业反垄断政策调控方面的边际变化进行布局。
- **行业配置：**
- **如 4 月 28 日线上路演的阐述：**
- **1、 格局稳定的茅指数代表公司，现在可以布局；**
- **2、 至少 2-3 年内，资源瓶颈行业均应在配置中有一席之地，美联储抗通胀带来的调整是加仓机会；**
- **3、 地产、互联网；**
- **4、 成长股核心矛盾是竞争格局，重点行业排序：军工>新能源>电动车>半导体。**

【山证宏观】2022 年 4 月 PMI 点评：供需两弱，基建支撑

郭瑞 0351-8686977 guorui@sxzq.com

【投资要点】

- **4 月 PMI 全线回落。**4 月制造业 PMI47.4%（前值 49.5%），连续两个月回落，处于 2016 年以来 1.3%分位数，仅高于 2020 年 2 月；非制造业商务活动 PMI41.9%（前值 48.4%），2016 年以来分位数为 0.5%。从主要指数回落幅度看，本轮疫情影响仅次于 2020 年 2 月，冲击力度不低。
- **制造业供需两弱，需求端受冲击更大。**4 月生产 PMI44.4%（前值 49.5%），新订单 42.6%（前值 48.8%），均为 2005 年以来次低。新订单-生产大幅下降，接近于 2019 年 5 月和 2020 年 3 月，显示需求端回落幅度大于生产端。出口订单同样受到大幅影响，4 月出口订单 PMI41.6%（前值 47.2%）。
- **原材料价格保持高位，需求不佳拖累出厂价格。**4 月制造业出厂价格 PMI54.4%（前值 56.7%），主要原材料购进价格 PMI64.2%（前值 66.1%），两者之差负向大幅扩大至 -9.8%（前值 -9.4%），连续 4 个月扩大，但 3 月及 4 月出厂价格 PMI 快速回落，显示中下游行业成本压力再度加大。
- **产成品库存积压，原材料库存大幅下降。**2022 年 1-2 月，随着需求的恢复和产成品库存的消耗和企业

信心恢复，企业已经加大采购量，但3月及4月疫情阻断了经济向好的恢复。4月生产库存 PMI50.3%（前值 48.9%），2016 年以来首次站上荣枯线，需求萎缩幅度大于生产，导致生产库存大幅积压，同时采购量下降，原材料库存大幅下降。但采购量和原材料库存下降并非完全由于生产不佳或企业降低采购意愿，疫情之下的物流运输困难加大也是主要原因。

- **接触性聚集性服务业受影响最大。**4月服务业 PMI40.0%（前值 46.7%），连续两个月回落，2016 年来分位数为 1.1%。根据统计局解读，从行业情况看，调查的 21 个行业中有 19 个位于收缩区间，其中航空运输、住宿、餐饮、生态保护及公共设施管理等接触性聚集性行业商务活动指数仍处于低位收缩区间；批发、邮政、金融等行业降至收缩区间，业务总量由升转降。但电信广播电视及卫星传输服务、互联网软件及信息技术服务的商务活动指数继续位于扩张区间。
- **建筑业虽受影响，但仍保持扩张。**4月建筑业 PMI 尽管仍处于荣枯线之上，但大幅走低至 52.7%（前值 58.1%），2016 年来分位数 1.3%。可见疫情对建筑业也带来较大的边际冲击。但建筑业业务活动预期指数 57.0%（前值 60.3%），环比降幅较低，其中，土木工程建筑业商务活动指数为 61.0%，连续两个月位于高位景气区间，且新订单指数为 52.3%，延续扩张走势，显示随着政策不断推进基建适度超前建设，对市场预期和经济恢复起到一定提振作用。
- **企业生产信心大幅走弱。**2021 年 10 月至 2022 年 2 月，企业生产信心已较为明显地恢复。4 月企业生产经营活动预期指数 53.3%（前值 55.7%），可见主要是疫情冲击了企业生产信心。随着本轮疫情趋稳回落，企业信心有望恢复，预计采购和生产情况也有望企稳。
- **风险提示：**疫情反复；通胀大幅上行；房地产调控趋严等。

山西证券 5 月金股

张治 zhangzhi@sxzq.com

【投资要点】

- **本月 A 股再度经历了较大幅度的调整，在“政策底”不断被夯实**的背景中，市场触底修复行情渐进。全国疫情形势虽仍然较为严峻，但大概率已过至暗时刻，复工复产在即。月末在中美利差倒挂的影响下，市场受情绪面冲击影响再度出现深度调整，短期来看，多数利空因素已被充分消化，前期在高景气带动下持续上涨的行业及标的估值也已修复至合理区间甚至是历史低位，政策面频繁提及助消费、稳增长均在助力提升市场信心，伴随着一季报披露完毕，市场有望重回结构性修复行情。此外，此次疫情对供应链的冲击较为明显，部分行业的预期修复仍有待业绩印证，海外紧缩周期后全球金融环境仍面临一定不确定性，或对市场风险偏好产生阶段性冲击。

【山证策略】海外资金配置周报：等待阶段性反弹，电力设备家电机械获买入——第 6 期（20220425-20220429）

张治 zhangzhi@sxzq.com

【投资要点】

- 本周北上资金净流入 51.14 亿元，累计净流入 16165.5 亿元。最近 30 个交易日内，北上资金净流出 46.9 亿元。外资持股占流通 A 股的比例为 3.79%，较 2021 年 6 月下降 0.36%，较 2022 年 3 月低点回升 0.13%。
- 本周获得北向资金净买入的前五行业分别为电力设备、家用电器、机械设备、基础化工、非银金融，净买入金额分别为 35.57 亿元、16.38 亿元、14.38 亿元、10.53 亿元、10.21 亿元。获得北向资金净卖出的前五行业分别为银行、钢铁、建筑装饰、农林牧渔、有色金属，净卖出金额分别为 43.55 亿元、13.08 亿元、10.67 亿元、6.76 亿元、5.22 亿元。
- 本周市场涨跌分化，外资在下跌中买入非银、机械与化工，卖出反弹力度较大的建筑装饰。近三个月北向资金净买入的行业平均涨跌幅为-7.09%，净卖出的行业为-14.53%，行业配置能力较优。
- 当下北向资金与融资余额方向再度背离，市场反弹将阶段性持续。

【山证宏观】中央政治局会议解读：坚守目标，政策再布局（2022.4.29）

郭瑞 0351-8686977 guorui@sxzq.com

【投资要点】

- 主要观点
- 重申努力实现经济发展目标，坚定市场信心。2022 年 3 月以来，随着国内疫情大面积爆发导致的人员物理隔离和物流循环不畅，经济数据全线下行，叠加疫情蔓延至 4 月，整个二季度经济大概率低位，市场对全年经济 5.5%增速信心有一定怀疑。政治局会议再次明确强调“扎实稳住经济，努力实现全年经济社会发展预期目标”，并提出“疫情要防住、经济要稳住、发展要安全，这是党中央的明确要求”等，对稳定市场信心具有重大意义。除稳定信心外，对于疫情防控 and 经济发展，最重要的是保障经济循环，经济循环起来，市场信心自然也会提升，会议提出“要坚持全国一盘棋，确保交通物流畅通，确保重点产业链供应链、抗疫保供企业、关键基础设施正常运转”，未来疫情防控和经济发展长效机制有望进一步完善。
- 发展环境严峻，政策底再夯实。会议指出“我国经济发展环境的复杂性、严峻性、不确定性上升，稳增长、稳就业、稳物价面临新的挑战。”3 月我国城镇调查失业率 5.8%，已突破 5.5%目标。由于我国失业率数据具有较强的季节性，随着 7 月毕业季来临，失业率存在较大上行压力，因此，进一步助企纾困，积极推进疫后经济恢复以保障良好的就业环境尤为重要。物价方面，3 月 CPI 增速超预期，且能源价格高位和物价的传导趋势使得年内通胀面临一定挑战，但整体有望保持在 3%以内。在发展环境严峻，目标不动摇的情况下，政策支撑需进一步集聚。会议提出“确保党中央大政方针落实到位”“把握好目标导向下政策的提前量和冗余度”等。未来宏观政策调节力度有望加大，一是存量政策要加快落实，

是积极谋划增量政策。

- **会议提出“用好各类货币政策工具”，但未提“保持流动性合理充裕”。**近期无论是狭义流动性还是广义流动性均较为宽松。从央行调查问卷看，货币政策感受指数和银行贷款审批指数均达到 2016 年以来高位。一季度金融数据在总量上也比较好。但结构问题依然存在，对于经济薄弱领域需进一步创新结构性货币政策工具进行支持。对于总量型工具，在房地产政策边际宽松和基建发力情况下，后续降准仍可能按部就班。
- **发挥消费对经济循环的牵引带动作用。**疫情对消费造成的影响短期内难以回补，因此需要更强的政策对冲消费下行压力。2022 年 4 月 25 日，国务院办公厅发布《国务院办公厅关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》。从 5 方面 20 条政策举措致力释放消费潜力，促进消费持续恢复。除应对疫情影响，促进消费有序恢复外，更是从“以质量促消费”“以就业促消费”、“以基建促消费”“以金融促消费”等方面作出了中长期的积极布局。
- **房地产调控政策进一步优化。**本次会议对房地产政策布局更加具体，一是支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚需和改善型需求。预计未来更多地方会选择放松房地产政策。二是优化商品房预售资金监管。2 月 11 日，我国已出台《全国性商品房预售资金监管意见》，对预售资金的监管进行了全国统一，明确了“预售资金额度监管为“重点额度监管”，根据工程造价合同等核定，能确保项目竣工所需的资金额度，当账户内资金达到监管额度后，超出额度的资金可以由房企提取自由使用。”但实际仍会因地因企导致执行困难，未来还有较大的调整空间。
- **基建进一步发挥逆周期调节作用。**会议提出“要全力扩大国内需求，发挥有效投资的关键作用，强化土地、用能、环评等保障，全面加强基础设施建设。”4 月 26 日，中央财经委员会第十一次会议已从全面加强基础设施建设，构建现代化基础设施体系方面做出未来较长时期基建的“顶层设计”。今年一季度基建投资有力支撑经济，尽管全年看基建可能前高后低，但对基建在全社会范围内、全生命周期的统筹布局有望加强基建储备和政策保障，在超前发力托底经济上降低政策时滞。
- **风险提示：**疫苗接种速度偏慢，变异毒株扩散加快；房地产调控政策优化力度不够；市场信心恢复偏慢。

品牌服饰：疫情影响终端零售，关注低估值制造&优选品牌服饰企业-【山证纺服】21 年级&22Q1 综述及行业策略

王冯 wangfeng@sxzq.com

【投资要点】

- **社零数据：**服装、珠宝等可选消费 3 月受疫情影响明显：2022 年一季度，国内实现社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比+3.3%。其中，3 月社会消费品零售总额 3.42 万亿元，同比-3.5%，受国内疫情多点散发影响，3 月消费市场整体规模同比下降，增速低于预期。分品类看，基本生活类商品在高基数下

保持平稳增长，部分受到疫情封控带来的囤货效应影响。可选消费类当月增速多呈现下降，主要受到高基数+疫情影响，其中3月服装类/金银珠宝类同比分别-12.7%/-17.9%，此外金价波动也带来一定负面影响。

- **纺织制造：**收入端持续增长、毛利率提升推高净利润。纺织制造板块自20年疫情以来，迅速恢复、并在21年全年持续表现较优。21Q1-22Q1实现营收同比+24%、+27%、+27%、14%、14%维持了5个季度的较快正增长；利润端来看，21Q1-22Q1实现扣非净利润同比增长113%、62%、92%、24%、47%，主要是收入的持续增长、毛利率提升带来盈利水平的大幅提升；21Q4、22Q1以来，东南亚纺织制造产业陆续复工，国内制造业收入略有放缓，考虑到短期人民币贬值背景下，短期提升国内企业纺织的出口竞争力。
- **男装：**营收变化与服装行业整体类似，销售费用相对稳定。男装板块收入在21Q1高增长之后连续增速放缓，22Q1与21Q4营收同比下降均为2.6%；净利润端，扣非净利润21Q4和22Q1分别下降4%和10%。毛利率22Q1有大幅提升至49%，中期来看，男装毛利率存在季度波动，但总体保持上升趋势。22Q1存货周转天数同比增长28天至236天，但较20年疫情期间存货周转效率有明显提升。
- **女装：**Q1同比小幅下滑，费用上升拖累净利润。自21年下半年由于天气灾害、疫情多点散发、暖冬等因素影响，中高端女装终端销售受到明显影响，21Q2/Q3/Q4连续三个季度增速持续放缓；22Q1终端销售环比有所改善，营收增速为-4%；22Q1毛利率、净利润均环比改善并提升至64%和5%；女装行业竞争激烈，销售费用整体呈现上升趋势，22Q1达43%。在加强库存管理、供应链反应能力的背景下，21年女装公司库存压力相较于20年有明显好转。22Q1存货及应收账款周转天数同比分别上升13天、下降1.8天，经营活动现金流量净额同比下降11%，最终扣非净利同比-54%。
- **休闲：**Q1营收增速降幅收窄，毛利率与存货周转天数均小幅上升。休闲服饰板块来看，营收趋势与女装类似，21Q4同比增速降至-7%；同时，由于线下客流影响较大，各品牌打折促销以及加大消化库存，毛利率和净利润率分别降至41%和5%；存货周转天数下降7天至235天。在收入下滑、毛利率下降背景下，休闲板块21Q4扣非净利下降68%。22Q1来看，由于1-2月终端销售表现良好，环比季度营收有所恢复，但由于3月开始，一线城市深圳、上海等受疫情影响，整体22Q1营收降幅-5%；毛利率为48%同比基本持平，环比提升；存货周转天数同比上升18天至251天。
- **家纺：**22Q1收入端增速继续放缓，存货周转天数下降。21年家纺行业分季度收入增速逐季放缓，至22Q1同比增长3%，收入端相较于前述女装、休闲、男装等子板块表现更优。从扣非净利润来看，21Q4同比增速-31%后，22Q1降幅收窄至-19%。21年二季度毛利率达到47%的高点之后，目前降至22Q1的43%，毛利率的下降也反应了行业竞争激烈、公司加大促销、处理存货，21Q4、22Q1家纺板块存货周转天数同比下降20天和8天至159天、193天。
- **珠宝：**收入保持持续较快增长、毛利率波动影响净利润。珠宝消费在20Q4开始迎来反弹，前期被疫情影响的婚庆需求和日常消费需求持续释放，近5个季度均维持了较快增长，21Q1-22Q1营收增长分别

为 17%、25%、13%、18%和 14%，从毛利率来看，珠宝公司毛利率具有一定的季节性，从同比数据来看，21Q1-22Q1 重点公司毛利率分别-0.2pct、-3.24pct、-2.59pct、+2.9pct、-1.65pct 至 14.95%、14.88%、12.49%、24.78%和 13.30%。珠宝公司加强库存管理、营收保持良好增长的背景下，存货周转天数持续下降，21Q1-22Q1 存货周转天数分别为 260、239、226、231 和 214 天。行业策略与投资建议：（一）纺织制造行业：人民币贬值提升出口竞争力，关注低估值优质制造企业。由于东南亚疫情对于当地纺织制造企业开工率有所影响，21 年订单回流至国内的趋势较为明显。国内纺织服装出口在 21 年 7 月开始持续回升，在 20 年防疫物资出口的高基础背景下仍实现较快增长，22 年 3 月同比增长达 17%。随着东南亚疫情的逐步可控及复工，纺织产业长期向东南亚转移的趋势不变，但短期来看，人民币贬值利出口企业的国际竞争力，国内棉纺织景气度处于良好水平。（二）品牌服饰：整体受疫情较为明显，自下而上优先品牌公司。2022 年以来，1-2 月品牌服装销售较去年 Q4 有所好转，但受 3 月疫情影响，尤其是一线城市深圳、上海等均受到不同程度的影响，SW 纺织服装下跌-19.23%，落后于沪深 300 的 -18.71%。其中 SW 服装家纺-20.09%，纺织制造下跌 16.39%。目前纺织制造、服装家纺、珠宝首饰 PE（TTM，整体法，剔除负值）分别约 17 倍、20 倍、12 倍，相较于 2019 年以来的行业平均 PE 的溢价分别为-11%、-12%、和-41%。（三）投资建议：疫情对于线下客流、物流等存在明显影响，未来，随着疫情进一步可控、物流、客流量的逐步恢复，可选消费有望迎来反弹。我们建议关注：（1）优选赛道和品牌力向上的公司、建议关注安踏体育、李宁、波司登、报喜鸟、周大生；（2）人民币贬值提升纺织制造企业竞争力，关注盈利稳定、订单充裕的纺织制造公司，健盛集团、百隆东方、鲁泰 A。

➤ 风险提示：（1）疫情或有反复，将对于线下消费产生影响、物流对发货的影响、以及对于品牌的线下门店拓展有影响；（2）行业库存加大将同时影响收入和盈利能力；（3）消费线上化趋势持续改变市场格局；（4）人民币贬值趋势发生改变，影响纺织企业出口竞争力；（5）原材料价格上升带来毛利率波动的影响。

证券Ⅱ：【山证非银】证券行业周报（20220504）：不畏浮云遮望眼，黄金机会正当时

刘丽 0351-8686794 liuli2@sxzq.com

【投资要点】

- 一季度券商业绩承压，自营业务是主因。41 家上市券商共实现营业收入 962.68 亿元，同比下降 29.88%；净利润 239.02 亿元，同比下降 45.58%。全行业仅有第一创业等 4 家券商净利润同比增长。其中，地缘政治变局和疫情蔓延超出预期，二级市场震荡加剧，券商投资收益普遍下降。
- 中国结算宣布过户费减半，利好证券板块。目前，投资者的交易成本包括印花税、佣金、过户费以及交易所规费。印花税按照交易金额的 1%（卖出方支付），佣金为证券公司收取，全行业平均佣金率为 0.2%，交易所规费为 0.0487%（双向收取）。交易过户费调整为 0.01%双向收取。过户费减半有利于提高投资者的活跃度，利好证券板块。

- 证券板块估值到了历史绝对低位，左侧交易的黄金时间已出现。其实从 2015 年以后，证券板块的交易性机会相对较少，且因为证券公司的盈利模式发生重大变化，估值中枢逐步下降。2022 年以来，证券行业大幅下挫，跌幅达到 27%，整体市净率估值为 1.26 倍。且出现了以下三种情况：（1）41 家证券公司有 13 家证券公司破净，上一次证券公司破净还是 2018 年 10 月，且这次破净的家数和幅度更大。（2）5 家证券公司的股价比 2018 年 10 月底。（3）16 家证券公司的 PB 估值小于 2018 年 10 月。我们认为，证券板块估值到了历史绝对低位，左侧交易的黄金时间已出现，给予行业“领先大市”评级。

疫情持续影响行业基本面复苏，预计年内继续业绩修复主线-【山证社服】社会服务行业 2021 年报 2022 年一季报综述

张晓霖 010-83496309 zhangxiaolin@sxzq.com

【投资要点】

- **2021 年行业情况：**21H2 疫情反复拖累行业业绩修复。2021 年社会服务行业（申万分类）实现营收 1216.68 亿元（+22.82%），归母净利润 88.05 亿元（+560.7%），营收、归母净利润分别恢复至 2019 年同期 87.53%、79.19%。行业综合毛利润 362.8 亿元（+14.45%），恢复至 2019 年同期 57.15%，毛利率 29.82%（-2.18pct）；综合净利润 114.57 亿元（+407.5%），恢复至 2019 年同期 91%，净利率 9.42%（+7.14pct）恢复至疫情前正常水平。
- **22Q1 行业情况：**行业基本面再遭疫情打击。22Q1 行业实现营收 274.45 亿元（-4.24%），恢复至 2019 年 84.02%，三年平均增长-5.6%；归母净利润 14.15 亿元（-30.62%），恢复至 2019 年 41.04%，三年平均增长-25.7%。营收端恢复快于业绩端。受限于期内疫情在多地爆发、跨省游相关活动相继暂停，旅游市场持续经营面临较大困难，我们所统计行业内 29 家上市公司中，仅君亭酒店、同庆楼、广州酒家、峨眉山 A、中国中免、科锐国际实现盈利。
- **子板块表现分化：**免税维持高增速，出入境、旅行社相关持续承压。免税：海南离岛免税业务经营指标全面上升，年内有望完成千亿免税销售额；酒店：连锁酒店集团表现相对平稳，区域性酒店抗风险能力较弱、盈利情况堪忧；景区：疫情袭来限制人员流动政策持续打击行业基本面，自然景区业绩触底；餐饮：连锁化进程不断加速，行业内公司表现分化，餐企陆续布局食品制造业务平滑堂食带来业绩波动。
- **投资建议：**社会服务行业具有人群高度密集属性，疫情反复对行业持续影响。22H1 疫情在国内多个超大型城市扩散，严格疫情防控措施以及限制人员流动政策对行业带来较为沉重打击。22Q1 行业营收、业绩分别恢复至 2019 年同期 84%、46%。从社会服务各子板块 2021 年营收情况相较 2019 年同期水平来看，免税（141.08%）>餐饮（106.2%）>酒店（76.38%）>人工景区（60.98%）>自然景区（55.95%）>旅游综合（11.83%）。其中免税仍处于引导消费回流优质赛道，2022 年营收、业绩有望持续提升；餐饮板块韧性较强，疫情袭来堂食业务受到影响，线上外送、电商平台、发力预制菜等多元渠道助力餐饮

行业整体经营水平在较为平稳区间内波动；酒店、景区基本面受到打击，在放开管控措施前预计相关公司业绩将持续承压；出入境、旅行社相关产业链预计持续低迷。从各子板块复苏进程和板块属性来看，餐饮、酒店、景区有望在疫情得到控制后逐步企稳，行业年内继续业绩修复主线。

- 重点公司关注：中国中免、锦江酒店、首旅酒店、广州酒家。
- 风险提示：疫情对旅游行业影响超预期风险；突发事件或不可控灾害风险。

估值处于底部，市场趋于平稳-汽车周报

李召麒 010-83496307 lizhaoqi@sxzq.com

【投资要点】

- 整体：上周（20220425-20220501），沪深 300 涨跌幅为+0.07%，创业板涨跌幅为+0.98%，汽车行业涨跌幅为-1.29%，在中信一级 30 个行业排名第 12 位。
- 细分行业：摩托车及其他以+1.08%的周涨跌幅排行最前，汽车销售及服务行业以-6.93%的周涨跌幅排行最后。
- 概念板块：新能源汽车、宁德时代产业链指数分别以-0.05%、-0.32%的周涨跌幅排行最前，智慧停车、汽车后市场行业分别以-9.04%、-6.25%的周涨跌幅排行最后。
- 个股：汽车行业（中信）上周（20220425-20220501）27 只个股实现正收益。其中，文灿股份以+26.17%的涨跌幅排行首位，长华股份以-26.85%的涨跌幅排行最后。
- 估值：截至 2022 年 4 月 29 日，汽车行业（中信一级）的 PE(TTM)为 31.23，新能源汽车的 PE(TTM)为 38.32。
- 行业要闻
 - 小马智行获国内首个颁给自动驾驶企业的出租车经营许可；
 - 北京允许自动驾驶车辆“方向盘后无人” 百度等首批获准。
- 原材料价格
 - 本周三元材料市场价格下行，企业成本压力减小。本周磷酸铁锂价格暂稳态势。本周中国锂电负极材料市场价格涨后维稳。本周国内电解液市场均价走弱，下游需求持续偏淡影响。本周隔膜市场价格不变。
- 投资建议
 - 3 月以来，新冠疫情多地扩散，本土确诊病例与无症状感染者人数增多，特别是汽车主要零部件产区的上海疫情，对物流与零部件产生了较大影响，预计将会影响 4 月汽车产销。当前市场估值处于相对低

位，建议关注新能源整车、核心电池零部件企业，如：比亚迪、当升科技、贝特瑞、容百科技、星源材质、恩捷股份。

➤ 风险提示

- 经济增长低于预期；汽车销量不及预期；新冠肺炎疫情持续蔓延。

2022 年 1 季度业绩总结和当前行业策略-农业行业分析报告

陈振志 chenzhenzhi@sxzq.com

【投资要点】

- 2022 年 1 季度，国内生猪养殖行业仍处于亏损期，生猪养殖上市公司 2022 年 1 季度业绩均出现不同程度的亏损。在后续不发生严重生猪疫情的情况下，综合考虑前期高效母猪占比的提升，我们预计 2022 年国内生猪价格后续存在季节性回暖的可能性，但全年整体仍将承压。
- 国内禽业养殖板块在 2022 年 1 季度整体业绩同比出现下滑。虽然行业局部出现去产能迹象，但是目前产能仍处于较高位置，预计肉鸡养殖行业仍将处于震荡筑底阶段，黄羽肉鸡的景气度相对要优于白羽肉鸡。
- 在下游养殖盈利回落和同比高基数的影响下，2022 年饲料动保行业景气度呈现边际减弱的趋势，上市公司 2022 年 1 季度业绩同比出现不同程度下滑。豆粕等饲料原料成本压力剧增，没有规模优势和配方研发储备优势的中小饲料企业将加速退出，市场份额有望进一步向头部饲料企业集中。
- 受玉米等粮食价格上涨和种子供需结构性改善等因素影响，种业板块 2022 年 1 季度业绩同比有所改善。预计 2022 年杂交玉米种子供需继续改善，杂交水稻种子供给压力仍存。
- 2021 年受上游大宗原料价格上涨影响，食用菌企业的生产成本压力明显提升。与此同时，在行业产能扩张和餐饮端消费低迷的影响，产品价格承压。在生产端和销售端两头挤压的背景下，食用菌上市公司 2021 年业绩同比出现大幅下滑。进入 2022 年，上述影响因素仍对食用菌企业 1 季度和后续业绩构成压力。
- 投资建议：目前时点，我们继续重点推荐海大集团，看好海大集团的主要逻辑在于：（1）从季度业绩同比趋势来看，1 季度或为全年低点，后续有望呈现逐季改善的趋势，且年度业绩也有望进入回升周期；（2）剔除生猪养殖业务的其他业务对应估值处于历史中低水平；（3）今年以来上游原料价格上涨和下游养殖行情低迷虽然短期内对整个饲料带来了压力，但是由于中小企业的抗压能力相对更差，这将使得中小企业将加速退出，公司竞争环境进一步优化；（4）公司的股票期权激励计划，员工覆盖面广、目标清晰，目前股价接近股权激励行权价格；（5）公司实控人拟全额认购增发，彰显对公司未来发展信心。预计公司 2022-2024 年归母公司净利润 25.20/45.22/55.09 亿元，对应 EPS 为 1.52/2.72/3.32 元，维持“买入-A”评级。

➤ 风险提示：新冠疫情导致运输不畅风险、养殖疫情风险、原材料涨价风险、自然灾害风险。

爱旭股份(600732.SH)：困境反转，期待新生-【山证电新】爱旭股份深度报告

肖索 xiaosuo@sxzq.com

【投资要点】

- 爱旭股份专注于光伏电池片产品的领先厂商，2021年出货量18.85GW，行业排名第二，PERC电池片量产效率23.5%，继续领先行业平均水平。公司已有PERC产能36GW，大尺寸类型占比将达95%以上。公司2022Q1实现归母净利润2.3亿元，单W净利约2-3分，已经实现季度业绩反转。
- 大尺寸PERC电池片将实现困境反转。2021年电池片行业盈利能力触底，行业产能扩张速度大幅放缓，大尺寸PERC电池产能更加紧缺。2022Q1以来光伏行业需求持续回升，大尺寸电池片价格涨幅居前，盈利能力快速恢复。今年是光伏电池片技术变革期，技术路线仍有争议，电池片厂商不敢贸然扩产。各项新技术产品实际产出指引低于行业需求增量，大尺寸PERC下半年盈利能力或超预期，爱旭股份大尺寸PERC占比较高，持续受益。
- ABC技术有序推进，将赋予公司新的活力。公司ABC技术是基于IBC的一种新型高效背面电池片技术。目前已经具备300MW的ABC电池试验线产能，实验室最高效率达26.1%。2022Q3公司将量产GW级别的ABC新技术产品，预计转化效率25.5%左右，高于目前市场新技术平均量产效率。新电池产品有望实现3-4美分/W的溢价，量产后成本有望接近PERC。新技术有望在明后年快速放量，给公司注入新的活力。
- 背靠“华发+IDG”雄厚资本，受益于“虚拟一体化”战略布局。2017年公司受益于华发集团和IDG资本的初始投资实现PERC电池片突围。2022年借珠海打造千亿新能源产业园的东风，公司规划26GW的ABC新技术项目落地珠海，与高景新能源实现供应链的匹配。华发集团+IDG的雄厚资本将为珠三角孵化一个新的光伏产业集群，该模式下每家公司均只专注于自己最擅长的环节，各公司互相参股实现“虚拟一体化”共享行业红利。爱旭股份作为产业链的核心电池片环节至关重要。
- 盈利预测、估值分析和投资建议：我们预测公司2022年-2024年营收分别为356.7亿元、338.1亿元、467.6亿元，对应归母净利润分别为13.5亿元、28.0亿元、43.7亿元，2022年实现扭亏，2023年-2024年分别同比增长106.9%、55.8%，相当于2022年19.7倍的动态市盈率，首次覆盖，给予“买入-A”的投资评级。
- 风险提示：ABC新技术不及预期；光伏行业增长不及预期；公司出货量不及预期；大股东股份补偿不及预期。

德赛西威(002920.SZ)：【山证汽车】德赛西威(002920.SZ)：一季度业绩靓丽，将受益于汽车智能化加速发展

林帆 linfan@sxzq.com

【投资要点】

- **营收和净利润增速均实现较高增长，符合市场预期。**公司发布 2022Q1 季报，Q1 实现营收 31.4 亿元，同比+53.9%，环比-3.8%；归母净利润 3.2 亿元，同比+39.2%，环比-6.9%；扣非归母净利润 3.1 亿元，同比+38.0%，环比-9.7%。营收和净利润均实现三成以上的较高增长，符合市场预期。
- **费用率持续下降，毛利率和净利率有所下滑因上游原材料涨价所致。**Q1 公司扣非净利润增速逊于营收，因毛利率和净利率略有下降（毛利率 24.0%，同比-1.1pct，环比-0.8pct；净利率 24.0%，同比-1.1pct，环比-0.8pct）所致。2021 年 Q4 以来，铜、铝、橡胶和塑料等上游原材料出现较大幅度涨价，并持续至今年 Q1，导致公司产品成本增加。目前，上游原材料价格已经出现一定幅度回落，将有利于公司整体毛利率和净利率的回升。公司的费用率持续下降，Q1 的销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.8%/2.3%/8.8%/-0.1%，整体费用率环比-2.2pct，管控能力相当优秀。
- **汽车智能化龙头企业，在手订单充沛。**全球汽车智能化已进入加速阶段，公司智能座舱、域控制器等关键零部件将充分受益而高速增长。公司已突破路特斯、Stellantis（PSA 与 FCA 合资企业）等重要新客户，在手新项目订单年化超 120 亿元，增速达 80%以上。公司核心产品 IPU02 和 IPU03 今明两年将进入集中交付期，有望拉动业绩实现高速增长。
- **盈利预测、估值分析和投资建议。**预计公司 2022-2024 年归母公司净利润为 11.4/16.1/21.1 亿元，同比增长 36.4%/42.0%/30.7%，对应 EPS 为 2.05/2.90/3.80 元，PE 为 58.4/41.2/31.5 倍。首次覆盖，给予“买入-A”的投资评级。
- **风险提示：**疫情反复的影响超预期，芯片短缺影响超预期，上游原材料价格大幅上涨。

卡 倍 亿(300863.SZ)：【山证汽车】卡倍亿（300863.SZ）：一季度业绩超预期，国产替代有望加速

林帆 linfan@sxzq.com

【投资要点】

- **营收和净利润均实现高增长，好于预期。**公司发布 2022Q1 季报，实现营收 6.1 亿元，同比+40.2%，环比-11.0%；归母净利润 2789.4 万元，同比+131.8%，环比+95.0%；扣非归母净利润 2437.6 万元，同比+111.0%，环比+128.2%。营收和净利润均实现高增长，好于市场预期，主要由全球疫情反复、俄乌危机导致海外供应商供给受限，国产替代加速所致。
- **控费能力优秀，毛利率和净利率环比均有所提升。**Q1 公司扣非净利润增速远好于营收，得益于毛利率和净利率提升（毛利率 10.9%，同比+2.8pct，环比+0.3pct；净利率 4.5%，同比+1.8pct，环比+2.5pct）。我们预计随着下半年疫情缓解国内汽车产销量的恢复，公司出货量增加，毛利率和净利率有望进一步提升。公司费用率基本保持稳定，Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.7%/1.8%/2.4%/2.2%，整体费

用率环比下降 0.6 pct，管控能力优秀。

- **汽车电动智能化和国产替代加速，有望保障公司中长期业绩高增长。**电动智能化汽车快速发展，带来整车系统电压由 400V 升至 800V 逐步成为主流，升压将带来线束及电缆价值量的提升。新冠疫情反复、持续时间长，俄乌危机陷入持久战，将给海外线束和电缆供应商带来较大冲击，国产替代有望加速。受此两方面因素影响，公司有望受益于量价齐升。
- **盈利预测、估值分析和投资建议。**预计公司 2022-2024 年归母公司净利润为 1.3/2.1/3.0 亿元，同比增长 51.0%/63.5%/41.5%，对应 EPS 为 2.36/3.86/5.46 元，PE 为 26.8/16.4/11.6 倍。首次覆盖，给予“买入-A”投资评级。
- **风险提示：**疫情反复的影响超预期，上游原材料价格大幅上涨。

瑞华泰(688323.SH)：【山证新股】瑞华泰（688323.SH）：国内 PI 薄膜领域领先企业，CPI 量产有望迎来突破

叶中正 yezhongzheng@sxzq.com

【投资要点】

- **公司是国内 PI 薄膜领域领先企业，2021Q1 营业收入实现稳步增长**
- **公司专业从事热控 PI 薄膜、电子 PI 薄膜、电工 PI 薄膜等高性能 PI 薄膜的研发、生产和销售，是国内少数掌握配方、工艺及装备等整套核心技术的高性能 PI 薄膜制造商，已成为全球高性能 PI 薄膜产品种类最丰富的供应商之一。**2022 年 4 月 28 日，公司发布 2022 年一季度报告，2022Q1 公司实现营业收入 8078.78 万元，同比增长 0.66%；实现归母净利润 1228.18 万元，同比减少 27.23%；实现扣非归母净利润 1173.55 万元，同比减少 24.87%；基本每股收益为 0.07 元，同比减少 46.15%。总体看来，一季度公司营业收入仍维持稳步增长态势，但利润表现不及预期，原因是：①俄乌冲突背景下大宗商品价格上涨，公司主要原材料的价格也有所上调，一季度 ODA、PMDA 采购价格同比分别上涨 23.56%、32.25%；②为巩固现有的技术优势，公司持续加大研发投入，一季度公司研发费用支出 624.30 万元，同比增长 29.65%。但可以注意到，公司的费用控制成效显著，2021Q1 公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 1.60%、9.98%、3.23%，较去年同期分别下降 0.28、1.67、0.28 个百分点。若未来一段时间内原材料价格逐步回归正轨，叠加新产线建成投产，公司业绩有望迎来快速增长。
- **热控、电子 PI 薄膜是公司业绩增长的主要驱动力**
- **①2018-2021 年，公司热控 PI 薄膜业务收入占总营收的比重一直维持在 50%左右，为营收第一大来源。**考虑到 PI 类薄膜碳化-石墨化法在制备具有高热导率的高结晶性和高取向性石墨膜方面更有优势，并且下游的石墨膜应用范围广、质量要求高，热控 PI 薄膜的需求量仍较大，预计短期内公司的热控 PI 薄膜业务仍将维持较大的市场。②电子 PI 薄膜业务是公司营收的第二大来源，2018-2021 年营收占比分别

为 32.97%、31.24%、20.66%、33.89%。FPC 需求扩张、电视高清化和手机全面屏趋势带动显示与驱动的封装方案朝高密度方向发展等因素共同促进电子 PI 薄膜需求增长，但受制于产能不足，公司电子 PI 薄膜业务的发展潜力尚未完全释放。预计嘉兴厂区建成投产、产能大幅提升后，公司有望进入知名手机厂商供应链并成为主供应商，电子 PI 薄膜业务或将迈上一个新的台阶。③除热控、电子 PI 薄膜外，电工 PI 薄膜也是公司营收的重要来源，2018-2021 年营收占比中枢为 12.26%。目前，电工 PI 薄膜的应用范围已经从传统电工绝缘延伸到高速轨道交通、风力发电、新能源汽车等新兴领域，但是当前阶段的重点是解决适用性、安全性等方面的问题，真正实现放量还需要一定的时间。

- **CPI 薄膜是公司未来蓬勃发展的关键增长点**
- 公司已自主掌握 CPI 薄膜制备的核心技术，并于 2018 年成功生产出 CPI 薄膜，该等产品的光学性能和力学性能优异，可折叠次数超过 20 万次，关键性能通过国内终端品牌厂商的评测，已实现样品销售。预计在公司 CPI 专用生产线建设完成后，可实现 CPI 薄膜产品在折叠屏手机等柔性显示电子产品领域的应用，有望填补该领域的国内空白。
- **盈利预测、估值分析和投资建议：**我们预测公司 2022~2024 年营业收入分别为 4.28、6.06、8.08 亿元，增速分别为 34.3%、41.5%、33.4%，净利润分别为 0.72、1.07、1.61 亿元，增速分别为 29.2%、48.0%、50.3%，对应 EPS 分别为 0.40、0.60、0.89 元，以 4 月 29 日收盘价 20.26 元计算，对应 PE 分别为 50.4X、34.0X、22.6X。考虑到 1) PI 薄膜行业下游需求逐步增大，市场活力被激发，公司的高成长性凸显；2) 公司的产线正在加紧建设当中，预计全部建成投产后，公司的产能将迈上一个新的台阶，并且公司 CPI 薄膜量产有望迎来突破；对公司首次覆盖，给予公司“买入”的评级。
- 风险提示：业务规模、产品技术与国际知名企业存在较大差距的风险；PMDA 和 ODA 等原材料采购价格波动风险；募投项目实施后新增产能难以消化的风险。

恩捷股份(002812.SZ)：单平净利持续上行，全年产能持续扩张-【山证电新】恩捷股份快报

肖索 xiaosuo@sxzq.com

【投资要点】

- 恩捷股份 2022Q1 实现营收 25.9 亿元，同比+79.6%，实现归母净利润 9.2 亿元，同比+111.9%，扣非归母净利润 8.8 亿元。同比+116.9%，22Q1 毛利率 48.5%，同比持平，环比-4.5pct。2021 年公司实现营收 79.8 亿元，同比+86.4%，实现扣非归母净利 25.7 亿元，同比+159.2%，毛利率 49.9%，同比+7.2pct。
- 全年出货继续高增，Q1 单平净利上行。Q1 隔膜行业供不应求，估算公司出货 11 亿平，环比 Q4 提升约 1 亿平，预计 Q2 出货仍有一定提升。全年出货量有望超 50 亿平。Q1 单平净利约 0.8 元/平，考虑年终奖金等因素，还原后单平净利或超 0.9 元/平，环比继续提升。预计下半年隔膜供需仍然紧张，单平利润有望持续上行。

- **2021 年产能产量全球第一，持续扩张稳固龙头地位。**2021 年底公司在上海、无锡、江西、珠海、苏州等地的隔膜生产基地产能规模达 50 亿平，出货量超 30 亿平，产能产量均位居全球第一。公司将继续保持产能扩张，今年预计扩产 25 条，明年预计扩产 30 条。公司今年投产项目主要包括重庆项目、无锡项目、江西项目、苏州捷力项目等，亿纬合资项目、海外匈牙利项目、宁德合资项目均在推进。估算公司 2021 年全球市占率 31%，2025 年目标全球市占率 50%。
- **投资建议：**预计公司 2022 年-2024 年归母净利润分别为 50.9 亿元、74.6 亿元、108 亿元，相当于 2022 年 34 倍的动态市盈率，首次覆盖给予“买入-A”的投资评级。
- **风险提示：**新能源汽车销售不及预期、扩产进度不及预期。

同和药业(300636.SZ)：产能释放，国内订单增长，进入高速增长期-【山证医药】同和药业(300636.SZ)2021 年年报及 2022Q1 季报点评

魏贇 weiyun@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- **公司公布 2021 年年度及 2022Q1 季度报告。**2021 年，公司实现营收 5.92 亿元，同比增长 35.99%，归母净利润 0.81 亿元，同比增长 15.80%，扣非净利润 0.79 亿元，同比增长 17.72%。综合毛利率 30.21%，净利率 13.70%，ROE 9.13%（摊薄）。实现 EPS0.39 元，拟 10 派 0.6 元转增 5 股。2022 年一季度，公司实现营业收入 1.8 亿元，增长 30.89%；归属于上市公司股东的净利润 2682.82 万元，同比增长 33.22%，实现 EPS0.13 元。
- **事件点评**
- **产品梯队丰富，内销高增速。**公司产品群包括 7 个成熟品种、17 个完成报批或正在报批的新品种以及 30 多个在研品种。7 个成熟品种中，国内已批准并销售的品种包括盐酸文拉法辛、塞来昔布、替格瑞洛。2021 年成熟品种出口业务总体平稳，加巴喷丁销量增长 64%，但低于公司既定目标。2022 年 3 月利伐沙班通过 CDE 审批，今年预计米拉贝隆、加巴喷丁、非布司他、维格列汀、瑞巴派特、阿哌沙班和甲苯磺酸艾多沙班处于发补阶段，预计 2022 年底等 7 个品种可以在国内获批。内销品种中，盐酸文拉法辛、塞来昔布、替格瑞洛三个品种销售处于快速上升期，后续随着越来越多的品种完成 CDE 注册，国内原药销售快速增长的趋势已经确立。2021 年内销业务收入 1.81 亿元，同比增长 119.88%，营收占比为 30.66%；2022 年一季 Q1 内销同比增长 44.89%，营收占比为 32.05%。内销业务未来仍将快速增长。
- **公司新产能正在逐步落地，为放量打下基础。**目前公司新厂区一期工程正在进行调试，6 月份开始试生产。二期工程也将在 6 月份开工建设，保证公司产能的持续扩充，满足新产品市场放量的生产需求，

同时也为 CDMO 业务的发展提供产能保障。公司 CDMO 业务板块在 2021 年取得 9043.72 万元的收入，同比增长 59.67%；2022 年一季度销售额约 2000 万元，同比下降 16.58%，与交货量少有关；2022 年 CMO/CDMO 在手订单（含一季度已执行部分）11170.17 万元，预计全年过亿的销售目标会超额完成。目前在谈的或进入前期合作的已上市或即将上市的原研 API 项目有 5 个，该板块将是公司未来增长最快的板块之一。

- **负面因素逐步消除，毛利率有望继续提升。**2021 年四季度，公司实现营业收入和净利润分别为 1.64 亿元和 1457.31 万元。净利润环比下降 39.32%。主要受全球海运紧张、人民币升值、原料价格上涨三大负面因素影响。今年一季度出口运输叠加国内疫情影响，出口交货仍然有一定影响，目前货物压仓金额约为 1500 多万，公司通过多口岸出口来降低负面影响。人民币升值趋势打破、原材料价格一季度总体有所回落，对后续季度成本端下降有利。此外，加巴喷丁产能利用率不足的现状今年有望得以调整。综合毛利率有望继续提升。
- **股权激励目标锁定未来增长。**公司近期公布股权激励计划草案，拟对核心员工进行激励，共授予 395.28 万股。业绩目标为：以 2021 年净利润为基数，2022、2023、2024 年净利润增长率分别不低于 40%、90% 和 130%，对应同比分别为 40%、35.7%、21%。假定授予日为 2022 年 6 月 30 日，收盘价为 21.62 元，则对应 2022~2025 年的股权激励费用分别为 1389 万元、1923 万元、748 万元、214 万元。结合公司产能和后续产品管线情况，我们认为该激励目标比较现实，大概率能够超额实现。
- **盈利预测、估值分析和投资建议**
- **我们预计 2022 年~2024 年公司实现销售收入 8.09 亿、11.60 亿、15.99 亿元，实现净利润 1.25 亿、2.18 亿、3.25 亿（考虑股权激励）。**以 4 月 29 日收盘价 19.90 元计，对应 PE 分别为 33.3、19.1、12.8 倍，我们持续看好公司未来的发展，给予“买入-B”评级。
- **存在风险**
- 包括但不限于：发生安全事故和环境污染的风险；研发进度不及预期的风险；疫情变化影响生产、物流和销售的风险等。

周大生(002867.SZ)：引入省代模式黄金销售增长明显，调整收入结构毛利率下降-【山证零售】周大生(002867.SZ)年报&一季报点评

谷茜 0351-8686775 guqian@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- 公司发布 2021 年年度报告及 2021 年一季度报告，2021 年实现营业收入 91.55 亿元/+80.07%；实现归属于上市公司股东的净利润 12.25 亿元/+20.85%。21Q4 实现营收 26.82 亿元/+54.55%，归母净利润 2.19

亿元/-27.29%；22Q1 实现营收 27.54 亿元/+138.15%，归母净利润 2.90 亿元/+23.26%。

➤ 事件点评

- **引入省代模式大幅增收，疫情影响业绩增长承压。**营收方面，2021 年公司实现营收同比+80%，主要系黄金类收入大幅增长，尤其是线下门店的黄金类产品增幅明显，同时下半年引入省级服务中心业务模式，使得黄金产品销售快速增长。分季度看，21Q4 公司营收同比+55%，增速环比下降；22Q1 公司营收+138%，主要受到黄金类产品消费延续高景气，加盟业务和线上业务同比高增长的影响。净利润方面，21 年公司净利润同比+21%，利润增速不及收入，主要系非经营性因素导致 Q4 净利润同比负增长，Q3 开发省代模式透支部分 Q4 拿货量，而疫情影响 Q4 订货会未能正常开展，以及部分优势区域受疫情冲击影响加盟商进货。22Q1 净利润同比+23%，利润增速不及收入，主要受疫情反复及消费者信心因素影响，镶嵌产品销售同比下滑，以及去年同期业绩基数较高的影响。
- **加盟业务+黄金产品销售增长明显。**分产品看，21 年公司素金/镶嵌/其他类首饰营收分别为 55.66/22.29/2.14 亿元，同比分别+232.22%/+0.90%/-13.88%，营收占比分别为 60.79%/24.34%/2.34%，其中黄金类产品销售占比最大、收入增长明显且占比提升，而镶嵌产品销售因疫情以及经济环境变化因素影响受到明显抑制，收入占比-19.11pct。21 年品牌使用费收入 6.94 亿元，同比+25.43%，占比 7.58%。分业务模式看，21 年公司加盟/自营线下/电商业务营收分别为 65.22/12.6/11.48 亿元，同比分别+103.66%/+74.97%/+18.1%，营收占比分别为 71.24%/13.76%/12.54%，其中加盟业务收入占比最多且同比提升 8.25pct，通过引入省代模式开展黄金展销业务带动销售增长；而电商业务增速趋缓，受到上年同期疫情爆发初期快速增长形成的较高基数以及部分渠道业务模式转变带来的影响。22Q1 公司加盟/自营线下/电商业务营收分别为 20.63/3.59/2.81 亿元，同比分别+228.79%/+4.33%/+90.48%，营收占比分别为 74.90%/13.04%/10.19%，其中加盟业务收入占比最多且同比提升 20.65pct，而自营线下业务收入占比下降了 16.73pct，电商业务受到黄金类产品营收同比+110%的影响实现大幅增长。
- **下半年拓店提速，自营门店绩效明显提升。**门店数量方面，21 年公司品牌终端门店数量 4502 家，其中加盟店数量占比 94.7%，商场店数量占比 55.7%。21 年公司累计新增门店 734 家，累计撤减门店 421 家，其中 Q4 新开门店 298 家，下半年拓店力度有所加快，21 年净增店数同比+75.84%，期末终端门店数量同比+7.47%。而 22Q1 新开门店 74 家，较上年同期基本持平。从门店店效来看，21 年公司自营门店平均单店收入 522.70 万元/+87.31%，平均单店毛利 158.16 万元/+35.37%，受上年同期基数较低影响，自营线下门店绩效提升相对明显；加盟业务平均单店收入 161.44 万元/+90.11%，平均单店毛利 39.15 万元/+17.55%，主要受到业务模式调整带来收入结构变化影响。
- **收入结构调整毛利率下降，费用管控效率较高。**毛利率方面，21 年公司整体毛利率为 27.31%/-13.72pct，22Q1 毛利率 20.17%/-20.25pct，主要由于黄金类销售收入快速增长带来收入结构变化影响。费用率方面，21 年公司期间费用率 8.59%/-6.29pct，主要受到销售费率同比-5.53pct 的影响；22Q1 期间费用率 6.52%/-6.79pct，主要受到销售/管理费费率同比-5.89pct/-1.04pct 的影响。21 年公司经营性现金流 96.69 亿元/+72.24%，主要受到公司创新业务模式，运营效率提升，黄金类销售同比增长显著带来收入大幅增长

影响；22Q1 公司经营性现金流 6.64 亿元/+267.25%，上年同期为负值。

➤ **投资建议**

- **公司拥有行业领先的连锁渠道网络，集群效应和资源整合优势明显。**21 年公司发力黄金产品，销售提升明显，同时引入省代模式推动终端渠道拓展提速，不断完善产品配货模型精准赋能门店销售，持续提升品牌影响力和供应链运营效率。22 年公司持续推进省代模式和子品牌建设，预计 2022-2024 年 EPS 分别为 1.37/1.66/2.11 元，对应公司 4 月 29 日收盘价 12.58 元，2022-2024 年 PE 分别为 9.2X/7.6X/6.0X，维持“买入-B”评级。

➤ **风险提示**

- 疫情影响门店正常经营活动和居民消费需求；连锁经营及加盟管理风险；委外生产及产品质量控制风险。

唐人神(002567.SZ)：2021 年报和 2022 年 1 季报点评-唐人神公司动态跟踪

陈振志 chenzhenzhi@sxzq.com

【投资要点】

- **公司披露 2021 年年报和 2022 年 1 季报。**公司 2021 年实现营业收入 21742.19 百万元，同比增长 17.36%，归属净利润-1147.41 百万元，同比下滑 220.74%，EPS 为-1.00 元。公司 2022 年 1 季度实现营业收入 4907.18 百万元，同比下滑 2.35%，归属净利润-149.20 百万元，同比下滑 153.45%。
- **公司 2021 年业绩亏损主要源于生猪养殖板块。**公司 2021 年饲料外销量 510 万吨，同比增长 4.17%，其中猪饲料外销量同比增长 55.39%，饲料销量结构的调整带动毛利率同比提升 0.29 个百分点。公司 2021 年生猪销量 154.23 万头，同比增长 50.56%，2021 年 2 季度以后的猪价持续低迷，使得生猪养殖板块出现亏损。
- **公司此前披露了 2022 年股票期权激励计划，各年度公司层面业绩考核目标分别为：**2022 年度饲料外销量≥560 万吨，或 2022 年度生猪销售量≥200 万头；2023 年度饲料外销量≥620 万，或 2022-2023 年度累计生猪销售量≥550 万头；2024 年度饲料外销量≥700 万吨，或 2022-2024 年度累计生猪销售量≥1050 万头。公司在生猪周期底部稳步推进生猪产能建设。公司 2022 年 1-3 月累计生猪销量 38.34 万头，同比下降 17.19%，生猪销量同比下降的主要原因在于仔猪销量大幅减少及根据生猪周期价格变化有序安排生产和销售。
- **盈利预测、估值分析和投资建议：**预计公司 2022-2024 年归母公司净利润-0.98/7.32/15.61 亿元，对应 EPS 为 -0.08/0.61/1.29 元，PE 为-93.1/12.4/5.8 倍，首次覆盖给予“增持-B”评级。
- **风险提示：**非洲猪瘟疫情风险，自然灾害风险，商誉减值风险，运输不畅风险。

锦江酒店(600754.SH): 疫情扰动境内酒店经营, 境外情况改善带动期内营收增长-【山证社服】锦江酒店(600754.SH)一季报点评

张晓霖 010-83496309 zhangxiaolin@sxzq.com

【投资要点】

- 22Q1 公司实现营收 23.22 亿元(+0.97%), 恢复至 2019 年同期 69.58%; 归母业绩亏损 1.2 亿元(+34.31%), 同比 21Q1 亏损减少 0.68 亿元, 主要系本期取得动迁补偿收益所致, 环比 21Q4 转盈为亏; 扣非归母业绩亏损-2.17 亿元 (-35.17%), 同比 21Q1 亏损增加 0.56 亿元、亏损环比 21Q4 增加 1.4 亿元, 主要系本期受疫情影响, 大陆境外停业酒店数量减少, 使得计入非经常性损益项目的折旧摊销及租金等停业损失比上年同期减少; EPS-0.11 元。
- 境外有限服务型酒店运营情况有所改善带动公司期内营收增长。22Q1 公司酒店业务实现营收 22.63 亿元 (+1.29%), 期内净增开业酒店 144 家, 其中直营酒店减少 4 家、加盟酒店增加 148 家。境内实现营收 16.91 亿元 (-8.23%)、占比 74.73%, 前期服务费收入 1.08 亿元 (-29.13%)、持续加盟及劳务派遣收入 6.86 亿元 (+3.09%); 境外营收 5.72 亿元 (+46.12%)、占比 25.27%。食品餐饮业务营收 0.58 亿元 (-9.82%), 经营情况下滑主要系一季度境内疫情影响。
- 22Q1 平均房价有所上升, 入住率略有下滑。期内公司境内中端酒店 RevPAR 为 2019 年同期 64.65%、整体酒店平均水平 RevPAR。2019 年同期 72.62%。22Q1 公司境内酒店平均 RevPAR104.41 元(-10.69%)、ADR205.5 元 (+3.58%)、OCC50.81% (-8.12pct); 经济型酒店 RevPAR69.52% (-3.73%)、ADR145.65 元 (+5.6%)、OCC47.73% (-4.65pct); 中端酒店 RevPAR123.56 元 (-15.89%)、ADR235.35 元 (+1.44%)、OCC52.5% (-10.82pct)。
- 受上海等一线城市 22Q1 疫情严重反弹影响, 公司毛利率下滑 14.42pct 至 23.29%, 整体费用率下滑 14.5pct 至 36.95%。其中销售费用率 6.84% (-14.5pct)、管理费用率 25.19% (+2.47pct)、研发费用率 0.47% (-0.15pct)、财务费用率 4.92% (-2.47pct)。经营活动产生现金流净额同比增加 5.86 亿元, 系本期境内酒店受疫情影响暂缓制服经营款项所致。
- 盈利预测、估值分析和投资建议: 目前国内疫情多点爆发、持续影响商务休闲正常出行、带动酒店入住率有所下滑, 酒店市场运营效率仍受疫情扰动。严防境外输入、内部扩散、坚持动态清零政策, 国内旅游市场预计持续处在安全环境下, 酒店需求将在疫情得到有效控制后逐渐释放。短期继续关注国内防疫政策, 看好疫后酒店行业复苏趋势; 中长期关注酒店集团加盟扩张进程, 关注新开店加速可能。我们预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 0.67\1.03\1.89 元, 对应公司 4 月 29 日收盘价 53.7 元, 2022-2024 年 PE 分别为 80.1\52.2\28.3 倍, 维持“增持”评级。
- 风险提示: 公司经营成本上升风险; 居民消费需求不及预期风险。

和元生物(688238.SH):【山证新股】和元生物(688238.SH): CDMO 规模效应释放推动营收快速增长

叶中正 yezhongzheng@sxzq.com

【投资要点】

- 公司发布 2022 年一季度报告, 2022Q1 公司实现营业收入 7311.62 万元, 同比增长 56.85%; 实现归母净利润 1206.95 万元, 同比增长 28.78%; 实现扣非归母净利润 1087.98 万元, 同比增长 26.18%; 基本每股收益为 0.03 元, 同比增长 28.78%。
- 事件点评:
- 2022Q1 公司营业收入快速增长, 主要系 CDMO 业务大幅增加所致。2022 年一季度公司 CDMO 业务在溶瘤病毒、AAV 基因治疗、CAR-T 等细胞治疗三大业务方向齐头并进, 全面覆盖基因和细胞治疗市场所有产品线, 市场空间进一步扩大; 同时客户产品 IND-CMC 项目申报顺利, 实现了客户订单从 IND-CMC 到临床样品生产的转化, 客户粘性增加。得益于此, 公司的 CDMO 维持高速增长态势, 进而推动公司营业收入快速增长。一季度公司实现营业收入 7311.62 万元, 较去年同期增长 56.85%, 其中: CRO 业务收入 1104.00 万元, 同比增长 13.93%; CDMO 业务收入 6094.27 万元, 同比增长 69.82%。
- 2022Q1 公司毛利率继续提升, 但受制于费用增加, 归母净利润增速明显慢于营业收入增速。得益于 CDMO 业务收入占营收的比重增大以及 CDMO 业务规模效应凸显, 2022 年一季度公司毛利率达到 51.08%, 较去年同期上升 5.24 个百分点。但是由于费用明显增加, 公司的归母净利润增速偏低、净利率有所下行。一季度公司期间费用发生高达 2398.95 万元, 较去年同期增长 99.13%, 其中: 一季度确认股份支付 468.79 万元, 上年同期无发生额; 一季度研发费用 709.68 万元, 较上年同期增长 156.43%。受此影响, 一季度公司实现归母净利润 1206.95 万元, 同比增长 28.78%, 明显低于营业收入同比增速 56.85%; 一季度公司净利率为 16.51%, 较去年同期回落 3.59 个百分点。
- 2022Q1 公司加快资源整合并建立“元载体·GENEDELIVERY”品牌, 疫情影响释放后 CRO 业务有望迎来反弹。2022 年 2 月 23 日, 公司下属全资子公司和元新创生物技术研发(上海)有限公司正式成立, 主要针对基因治疗基础技术进行研发管理。2022 年 3 月 26 日, 公司正式发布全新实验级病毒载体品牌“元载体·GENEDELIVERY”, 有助于公司快速扩张合作客户、提高市场占有率。相较于 CDMO 业务, 一季度公司 CRO 业务受上海疫情影响, 实验进展相对缓慢。
- 盈利预测、估值分析和投资建议: 我们预计公司 2022-2024 年分别实现营收 3.59、6.37、8.01 亿元, 同比增长 40.9%、77.4%、25.6%; 分别实现净利润 0.79、1.39、1.95 亿元, 同比增长 45.5%、75.9%、40.1%; 对应 EPS 分别为 0.16、0.28、0.39 元, 以 4 月 29 日收盘价 17.10 元计算, 对应 PE 分别为 106.88X、61.07X、43.85X, 维持增持评级。
- 风险提示: 基因治疗行业发展存在不确定因素; 客户新药研发商业化不及预期的风险; 基因治疗 CDMO

业务增长趋势放缓的风险；CDMO 业务未来拓展的不确定性风险；短期内产能不足风险。

上海家化(600315.SH)：业绩保持稳健增长，聚焦头部 SKU 毛利率提升-【山证零售】上海家化（600315.SH）一季报点评

谷茜 0351-8686775 guqian@sxzq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

- 公司发布 2021 年一季度报告，22Q1 公司实现营收 21.17 亿元/+0.11%，归母净利润 1.99 亿元/+17.81%，扣非归母净利润 2.12 亿元/+6.55%。

➤ 事件点评

- 多因素影响收入略微增长，利润增速高于收入。营收方面，22Q1 公司实现营收 21.17 亿元，同比+0.11%，主要受到疫情影响、特渠调整、超头直播缺失三大因素不同程度的影响。疫情影响线上线下业务均受到不同程度冲击，门店停业、物流受限、部分仓库封闭，线上无法履约导致营收下降。净利润方面，22Q1 公司实现净利润 1.99 亿元，同比+17.81%，在去年同期的高基数下实现稳健增长；扣非净利 2.12 亿元，为近 23 个季度最高值，同比+6.55%。非经常性损益为-1275 万元，主要受到持有股票基金固有价值下降的影响。
- 个护/母婴占比提升，线下渠道略有增长。分品类看，22Q1 年公司护肤/个护家清/母婴类营收同比分别为 4.48 亿元/11.03 亿元/4.92 亿元，同比分别 -18.2%/+11.31%/+0.80%，营收占比分别为 21.18%/52.15%/23.30%，其中个护家清和母婴品类占比均有增长。分品牌看，护肤品中佰草集销售下降约 10%，典萃、高夫、美加净、双妹等销售降幅约在 15-30%之间，影响护肤品类增速下降；个护家清中，六神销售增长两位数，家安受特渠影响下降两位数，母婴品类中，启初下降约 15%。分渠道看，Q1 线上业务占比约 27%，较去年同期下降 5pct，线上业务整体下降约 13%，其中电商业务同比基本持平，而特渠业务同比下降约 40%，若剔除超头因素公司电商营收同比增长约 13%；线下业务整体增速约 6%，其中商超渠道增速约 10%，新零售业务同比增长近 30%，销售占比超 10%，而 CS 渠道下降 20% 以上。
- 聚焦头部产品毛利率提升，费用管控效率较高。毛利率方面，22Q1 公司实现销售毛利率约 62.66%，同比+1.57pct，主要受到聚焦头部 SKU 和六神新品提价的影响；销售净利率 9.42%，同比+1.41pct。费用率方面，22Q1 公司期间费用率为 51.16%，同比-6pct，主要受到销售/管理/研发费率同比分别 -3.6pct/-1.66pct/-0.48pct 的影响，销售费率下降主要受到费用重分类至成本的影响，追溯调整后销售费率同比略增+0.08pct，管理费率下降受到疫情影响差旅和办公支出减少的影响。22Q1 公司经营性现金流 5.5 亿元，同比+10.84%，为单季历史最高水平，主要系疫情影响期末付款。

- **盈利预测、估值分析和投资建议：**公司持续贯彻“123”经营方针，克服特渠调整和直播超头缺失的影响，业绩保持稳健增长。品牌端聚焦头部 SKU，主力品牌不断推新，重点新品打造爆款；渠道端调整渠道策略和结构，线上精细化运营推动电商多平台布局，提升自播业务占比，线下多元化渠道布局，拓展新零售业务，持续优化经营效率。我们看好公司完善的研发方法论、全面布局的品牌资产以及全渠道覆盖的客户资源，预计 2022-2024 年 EPS 分别为 1.21/1.49/1.73 元，对应公司 4 月 28 日收盘价 30.8 元，2022-2024 年 PE 分别为 25.5X/20.7X/17.8X，维持“买入-A”评级。
- **风险提示：**战略执行未达预期；高端外资品牌及本土新锐品牌带来市场竞争加剧风险；新冠疫情对经营产生的不确定性风险。

何氏眼科(301103.SZ)：【山证新股】何氏眼科（301103）2021 年报及 2022 年一季报点评：诊疗服务收入增长稳健，省内外市场布局持续推进

叶中正 yezhongzheng@sxzq.com

【投资要点】

- **2021 年公司经营稳健，业绩符合预期。**2021 年公司实现营业收入 96,245.14 万元，同比增长 14.79%；实现归属于上市公司股东的净利润 8,636.43 万元，同比减少 13.84%。其中利润端下滑的原因在于：1）2021 年新开业北京何氏、重庆何氏二级眼保健服务机构处于市场培育期，经营亏损；2）2021 年未执行 2020 年阶段性的社保减免政策，导致人员成本同比增加；3）2021 年 11 月大连疫情及辽宁多地暴雪天气影响公司经营，导致业绩受损。2021 年公司综合毛利率为 40.30%，同比下降 3.13pct，从成本拆分来看，材料、人工、折旧摊销成本分别占比 51.82%、27.99%、17.47%，金额同比增长 15.90%、30.37%、30.36%。2021 年公司销售、管理、研发及财务费用率分别为 12.83%、13.23%、0.13%、0.46%，同比变动 0.1pct、-0.71pct、-0.06pct、0.77pct。2021 年经营活动现金流良好，净额为 2.14 亿元，同比增长 25.84%。
- **2021 年公司主要诊疗服务收入稳定增长，省外增长迅速。**受益于国内眼科诊疗需求增加，公司通过拓展服务半径，除北京何氏与重庆何氏开业外新设多家眼科诊所，持续推进医师团队建设、前沿技术布局、服务品质提升，接诊能力不断提升。2021 年公司实现门诊量 119 万余人次，手术量 4.6 万余例，视光服务人次近 40 万，较 2020 年均有所提升。分诊疗项目来看，2021 年公司屈光不正手术矫正服务、白内障诊疗服务、非手术治疗及视光服务分别实现收入 2.01 亿、1.57 亿、1.49 亿、3.46 亿元，同比增长 13.51%、2.73%、20.32%、26.53%。分区域来看，2021 年辽宁省内实现收入 9.39 亿元，省外 0.23 亿元，其中省外市场在业绩低基数及业务拓展下达到 122.46%的收入增速。
- **2022Q1 疫情影响业绩放缓，省内外布局持续推进。**2022 年 Q1 公司实现营业收入 24,175.36 万元，同比增长 14.94%；实现归属于上市公司股东的净利润 2,608.86 万元，同比减少 6.66%。经营活动产生的现金流量净额为 6368.34 万元，同比增长 40.50%。其中若剔除 2021 年 3 月及 6 月开业的北京何氏与重庆何氏亏损影响，公司 Q1 净利润同比增长，此外 3 月以来疫情影响部分医疗机构停诊或区域管控导致

3 月收入同比有所降低，是公司业绩低于预告的主要原因。2022 年，公司将继续巩固辽宁区域领航优势，启动沈阳何氏眼科总院院区的扩建改造工程，在沈阳、大连等区域完善一城多院的综合布局；依托集团成熟的三级眼健康服务模式，强化新建区域中心医院建设以及核心战略区域内医疗服务机构的建设和布局，并计划在年内完成海南博鳌何氏眼科医院建设并投入运营，打造公司国际化前沿医学临床研究平台；同时将加快视光门诊的连锁布局，进一步发挥基层医疗咨询、筛查、预防、转诊等作用。

- 盈利预测、估值分析和投资建议：公司作为致力于全生命周期眼健康管理的集团型连锁医疗机构，基本实现了辽宁省内全覆盖，并积极拓展省外市场，初步形成各区域连锁网络布局 and 全国重点城市的战略布局。通过三级眼科诊疗服务模式，以标准化、专业化地复制实现快速布局的扩张路径静待市场验证。预计公司 2022-2024 年分别实现营业收入 11.97 亿元、14.59 亿元、17.98 亿元，同比增长 24.4%、21.9%、23.2%；实现净利润 1.19 亿、1.66 亿、2.06 亿元，同比增长 37.9%、39.6%、24.5%；EPS 分别为 0.98、1.36、1.69 元。以 4 月 28 日收盘价 33.79 元计算，对应 2022-2024 年 PE 分别为 36.8X、26.5X、21.3X。维持“增持-B”评级。
- 风险提示：疫情反复造成经营受阻风险，行业监管政策变化风险，医疗纠纷或事故风险，业务扩张带来的管理风险。

天目湖(603136.SH): 疫情拖累景区业务恢复, 公司费用管理能力持续提升-【山证社服】天目湖(603136.SH) 年报一季报点评

张晓霖 010-83496309 zhangxiaolin@sxzq.com

【投资要点】

- 公司 2021 年实现营收 4.18 亿元(+11.86%)，恢复至 2019 年同期 83%；归母净利润 5150 万元(-6.17%)，恢复至 2019 年同期 41.12%；扣非归母净利润 4278 万元(+51.66%)，恢复至 2019 年同期 35.22%。公司年内业绩随疫情控制情况波动，Q2 国内疫情形势好转、旅游市场回暖、单季度贡献营收、业绩亮眼。22Q1 实现营收 5613 万元(-28.05%)，恢复至 2019 年同期 62.92%、环比 21Q4 下滑 44.55%；归母业绩亏损 2149 万元，较上年同期增亏 0.21 亿元；扣非归母业绩亏损 2248 万元，较上年同期增亏 0.16 亿元；EPS-0.12 元。
- 景区、酒店业务继续贡献主要营收业绩。山水园景区营收 1.24 亿元(+14.44%)、占整体收入 31.16%(+2.28pct)、毛利率 62.88%(+6.03pct)；南山竹海营收 1.03 亿元(+7.75%)、占比 25.88%(+0.75pct)、毛利率 59.73%(+2.12pct)；酒店营收 1.24 亿元(+33.74%)、占整体收入 31.16%(+6.56pct)。
- 毛利率微降 2.57pct 至 50.03%，整体费用率下降 7.95pct 至 31.16%。期内公司费用管理能力显著提升，其中销售费用率 12.85%(-2.89pct)、管理费用率 18.32%(-0.86pct)系上年同期受疫情影响闭园费用增加所致，财务费用率-0.01%(-4.21pct)显著下降系可转债提前赎回、可转债利息减少所致。
- 盈利预测、估值分析和投资建议：短期来看疫情对公司业绩有较强影响。中期来看公司南山竹海、南

山小寨二期、温泉项目升级改造有望提升公司盈利能力。长期来看，作为国内民营经营休闲景区龙头、资产为稀缺休闲度假景区，随着可转债提前赎回费用管理能力持续增强，看好公司长期发展。我们预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 0.29\0.59\0.81 元，对应公司 4 月 28 日收盘价 20.77 元，2022-2024 年 PE 分别为 70.8\35\25.8 倍，维持“增持”评级。

➤ 风险提示：景区客流下降风险；疫情对旅游行业影响超预期风险。

首旅酒店(600258.SH)：疫情拖累业绩亏损，酒店经营三大指标较 21Q4 继续下挫-【山证社服】首旅酒店(600258.SH)一季报点评

张晓霖 010-83496309 zhangxiaolin@sxzq.com

【投资要点】

- 公司 2022Q1 实现营收 12.12 亿元（-4.64%），恢复至 2019 年同期 62.37%；归母业绩亏损 2.32 亿元（-27.72%），扣非归母业绩亏损 2.58 亿元（-36.45%），EPS-0.2 元。营收下滑主要系一季度受深圳、上海等大型城市疫情影响、全国疫情防控措施升级，旅游出行大幅降温。使得公司酒店业务营收 11.07 亿元（-3.99%）较上年同期减少 4598.81 万元，亏损总额 3.24 亿元，较上年同期亏损增加 4629.33 万元；景区运营业务营收 1.04 亿元（-11.05%）较上年同期减少 1298.98 万元，利润总额 5339.11 万元，较上年同期减少 751.23 万元。
- 疫情不减公司新开店进程。22Q1 公司新开店 190 家，较上年同期增加 6 家。其中直营店 8 家、特许加盟店 182 家；经济型酒店 31 家、中高端酒店 57 家、轻管理酒店 101 家、管理输出酒店 1 家。一季度末公司已签约未开业和正在签约的储备项目为 1827 家，为全年新开店 1800-2000 家奠定基础。
- 公司酒店经营三大指标有所下滑，较 21Q4 下降 10%-20%。2022Q1 首旅如家全部酒店 RevPAR86 元（-8.8%）、ADR174 元（+3%）、OCC49.2%（-6.3pct）。其中经济型酒店 RevPAR78 元（-5.8%）、ADR147 元（+4.1%）、OCC53.1%（-5.6pct）；中高端酒店 RevPAR111 元（-9.7%）、ADR230 元（-1.5%）、OCC48%（-4.4pct）。首旅如家经营 18 个月以上成熟店 22Q1 RevPAR88 元（-10.5%）、ADR172 元（+0.9%）、OCC51.1%（-6.5pct）。其中经济型酒店 RevPAR78 元（-9.2%）、ADR146 元（+3.3%）、OCC53%（-7.3pct）；中高端酒店 RevPAR113 元（-11%）、ADR232 元（-2.3%）、OCC48.7%（-4.8pct）。
- 毛利率下滑 6.51pct 至 5.76%，整体费用率微增 0.2pct 至 29.16%。其中销售费用率 4.67%（-8.87pct）、管理费用率 15.2%（+1.9pct）、研发费用率 1.22%（+0.61pct）、财务费用率 9.29%（-0.82pct）。经营活动现金流净额下滑 47.11%，主要系疫情影响，公司营收下降，同时因疫情被征用酒店增加，征用款回收较慢，导致经营性活动现金流大幅减少。
- 盈利预测、估值分析和投资建议：Q1 受局部地区疫情反弹影响酒店经营指标出现明显下滑。从公司近两年业绩情况来看，疫情好转后酒店商旅出行需求将率先反弹，22Q2 及暑假有望带动 RevPAR、入住率进一步提升。为避免同业竞争，年内首旅集团预计将诺金酒店（含环球影城大酒店）注入上市公司

体内，注入后有望依托景区客流增厚公司业绩。我们预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 0.5\0.84\1.04 元，对应公司 4 月 28 日收盘价 22.99 元，2022-2024 年 PE 分别为 46.2\27.5\22.1 倍，维持“增持”评级。

➤ 风险提示：公司经营成本上升风险；居民消费需求不及预期风险。

海天味业(603288.SH)：【山证食品】海天（603288.SH）一季报点评：成本上行业绩承压，静待 2022 边际改善

和芳芳 hefangfang@sxzq.com

【投资要点】

- 公司发布业绩报告，公司披露一季报，2022 年一季度实现营业收入 72.10 亿元，同比增长 0.72%；净利润 18.29 亿元，同比下降 6.36%；基本每股收益 0.43 元。
- 事件点评
- 短期业绩承压，线上增速亮眼。公司 2022 一季度实现营业收入 72.10 亿元，同比增长 0.72%；归母净利润 18.29 亿元，同比下降 6.36%。具体来看：1）分产品看，分产品看，酱油/调味酱/蚝油/其他品类分别实现营收 40.76/8.07/11.31/7.68 亿元，同比-0.53%/-8.61%/-3.17%/+9.7%，主要在于疫情冲击餐饮渠道，三大核心产品增速放缓，但是其中醋、料酒等产品已初具规模，新品类的提速发展，将进一步扩大公司的竞争和领先优势，保持较强的发展动能和活力。2）从区域来看，分区域看，东/南/中/北/西部分别实现营收 13.77/12.13/14.82/18.86/8.2 亿元，同比+5.61%/+6.02%/-9.27%/+0.37%/-7.25%，中西部市场下降明显。3）分渠道来看，线上/线下分别实现营收 2.93/64.90 亿元，同比+202.2%/-3.9%，在保证线下渠道稳定发展的同时，公司加快布局线上业务，线上收入占比持续提升。
- 采购成本上升，净利率下降。公司 2022Q1 年销售净利率为 25.39%，同比减少 1.93pct。具体来看，1）2022Q1 毛利率 38.17%，同比减少 2.77pct，主要在于去年各种原材料、能源等成本出现大幅上涨，目前行情仍处于高位水平，去年的提价将难以完全覆盖现有成本的压力；2）公司通过各种措施挖潜增效，消化各种成本上涨带来的不利影响。公司销售期间费用率为 7.89%，同比下降 0.3pct，其中销售费用率为 5.43%，同比下降 0.27pct；管理费用率为 3.91%，同比减少 0.16pct；财务费用率为-1.45%，同比增加 0.13pct，研发费用率为 2.56%，同比减少 0.36pct。
- 2022 年目标稳健，全方位降本增效。根据年报披露，2022 年公司计划营收目标为 280 亿元，同比+12.0%，利润目标为 74.7 亿元，同比+12.2%。短期来看，大宗原材料依然处在高位，成本压力仍大，2022 年公司将持续挖潜增效，充分利用好海天所积累的规模优势、品类优势、渠道优势，加快推动市场转型发展和机会抢夺，实现线上线下、多渠道、多品类的协同发展，进一步打开市场的增量空间，实现市场高质量发展。中长期看，海天依旧享受行业地位，同时加快业务裂变和新业务发展，促进持续发展。

- 盈利预测、估值分析和投资建议：新冠疫情余波未平、消费需求疲软、各种原材料价格上涨、社区团购恶性竞争、限电限产导致供应趋紧等，导致调味品行业景气度下降。短期来看，原材料成本压力仍较大，公司在提价的基础上全方位降本增效，确保 2022 业绩两位数增长。预计公司 2021-2023 年 EPS 至 5.58/1.66/1.95 元，对应当前股价，2021-2023 年 PE 分别为 57X/55X/47X，维持“增持-A”评级。
- 风险提示：行业需求低于预期，原材料价格波动风险，食品安全风险，行业景气度下降风险。

绝味食品(603517.SH)：【山证食品】绝味食品（603517.SH）年报及一季报点评：2021 投资收益影响净利，2022Q1 短期利润承压

和芳芳 hefangfang@sxzq.com

【投资要点】

- 公司发布业绩报告，2021 年归母净利润为 9.81 亿元，同比增长 39.86%；营业收入 65.49 亿元，同比增长 24.12%。一季度归母净利润 8906.68 万元，同比减少 62.24%；营业收入 16.88 亿元，同比增长 12.09%。
- 事件点评
- Q4 加大加盟商补贴，利润低于市场预期。2021 公司实现营业收入 65.49 亿元，同比+24.12%，归母净利润 9.81 亿元，增长 39.86%，收入基本符合预期，利润低于市场预期。其中单 Q4 营收 17.02 亿元，同比+22.39%，归母 0.17 亿元，同比-90.71%，主要在于去年四季度加大给经销商补贴所致。1) 从门店数量来看，公司通过对加盟商的经营指导和政策支持，保证新增门店的存活率，2021 年门店净增长达到 1315 家，从收入贡献、数量构成上看，店龄较长的门店占比较高，且存量门店中单店营收随着店龄正向增长；从渠道构成看，沿街体、社区体等受疫情影响相对较小的场景门店在收入贡献和数量构成的占比均达到三分之二以上。(2) 分产品看，2021 年公司鲜货业务实现收入 56.07 亿元，同比+15.47%，其中禽类/畜类/蔬菜/其他产品实现收入 43.31/0.70/6.13/5.93 亿元，同比+13.00%/+115.15%/+15.68%/+28.73%。
- 毛利率下降，投资收益拉动净利率。公司 2021 年销售净利率为 14.77%，同比增加 1.65 个百分点，主要是 2021 年三季度江苏和府及千味央厨权益类投资项目贡献收益，占利润总额 17.19%。具体来看：2021 年毛利率为 31.68%，同比减少 2.2 个百分点，主要系收入结构变动所致；2021 年销售期间费用率 15.09%，同比增加 2.64pct，其中，销售费用率 8%，同比增加 1.9pct，主要系市场费用及职工薪酬增加；管理费用率 6.95%，同比增加 0.45pct，主要系股份支付费用和职工薪酬增加；财务费用率 0.13%，同比增加 0.29pct，主要系新租赁准则“未确认融资费用”影响。
- 2022 短期业绩承压，静待逆境反转。公司 2022Q1 收入为 16.88 亿元，同比增长 12.09%，归母净利润为 8906.68 万元，同比减少 62.24%。主要在于疫情反复扰动了实体经济、餐饮类消费以及加大加盟商补贴。2022 年公司将适当加快门店扩张节奏，重点加大在疫情影响较小场景的开店布局，加速提升市场份额；2) 重点围绕卤味、特色味型调味品、轻餐饮等与公司核心战略密切相关的产业赛道进行投资，

探索布局公司未来“第二、第三增长曲线”，最终实现“构建美食生态”的目标；3）公司供应链条线继续深化精益管理，致力通过规模经济和管理效能持续提升盈利能力。

- 盈利预测、估值分析和投资建议：短期看，公司 2022 年仍将逆势拿店扩大份额，净开店 1000-1500 计划不变，待疫情向好之后业绩有望反转。中长期看，作为卤制品行业龙头，供应链管理及品牌渠道优势明显，公司业绩有望持续增长。预计 2021-2023 年公司归母净利润为 9.81 亿、9.88 亿、13.09 亿，EPS 分别为 1.60 元、1.61 元、2.13 元，当前股价对应 2021-2023 年 PE 分别为 27 倍、27 倍、20 倍，维持“买入-A”评级。
- 风险提示：市场风险、成本变动风险、政策风险、新冠疫情等突发公共卫生事件影响的风险。

立方制药(003020.SZ)：工业板块快速增长，综合毛利率大幅提升-【山证医药】立方制药(003020.SZ)2021 年年报及 2022Q1 季报点评

魏贇 weiyun@sxzq.com

【投资要点】

- 事件描述
- 公司公布 2021 年年度及 2022Q1 季度报告。2021 年公司实现营业收入 22.73 亿元，同比增长 20.01%；归母净利润 1.72 亿元，同比增长 27.47%，实现扣非净利润 1.52 亿元，同比增长 28.75%。综合毛利率 39.91%，同比上升 6.45 个百分点。ROE 13.21%（摊薄），净利率 7.58%，经营性现金流净额 15870.27 万元，研发费用 6585.80 万元，同比增加 52.06%，研发费用率 2.90%。销售费用率 26.62%，同比增加 5.83 个百分点，与市场推广费用大幅增加有关。实现 EPS1.86 元，拟 10 派 7 元转增 3 股。2022 年一季度，公司实现营业收入 6.29 亿元，同比增长 14.48%；归属于上市公司股东的净利润 4712.69 万元，同比增长 13.04%，实现 EPS（稀释后）0.51 元。
- 事件点评
- 工业板块营收快速增长。工业板块公司主要品种包括非洛地平缓释片（II）、甲磺酸多沙唑嗪缓释片等，2021 年销售收入分别增长 37.49%、52.84%；益气和胃胶囊、坤宁颗粒作为国家基本药物目录品种，销售收入分别增长 107.04%、46.68%，整个医药工业板块收入 8.91 亿元，增长 45.68%，工业毛利率 88.44%，同比增加 1.87 个百分点。工业板块的营收占比和毛利率的提升，带动公司综合毛利率的提升。新产品盐酸曲美他嗪缓释片（渗透泵剂型）和硝苯地平控释片顺利获批上市，强化公司在渗透泵制剂产品管线优势地位。公司聚焦心血管、消化系统、外用药等三个已有赛道，同时增加眼科、精麻领域的布局，丰富公司产品管线。在精麻领域，公司以两个高端缓控释制剂为开端。盐酸哌甲酯原料药注册申请获批，对应盐酸哌甲酯缓释片已完成中试放大及工艺验证工作，公司渗透泵技术已覆盖了最复杂结构及工艺。盐酸羟考酮缓释片完成 BE 研究，注册申请获得受理。在眼科领域，公司受让安徽双科药业 13

个滴眼剂的所有权，成为上市许可持有人，从而进入该领域。

- 商业稳健运营。公司不断加大终端开发力度，调整销售结构，拓展线上业务，实现营业收入增长 7.91%，商业板块整体毛利率 8.02%。其中批发业务收入 12.75 亿元，增长 7.23%，毛利率 6.58%，基本稳定。零售业务收入 9558.62 万元，增长 17.94%，毛利率 30.30%。
- 研发为未来发展打基础。公司已获得两项 EDB 单链抗体融合蛋白专利，已开展基于靶向 EDB 的抗体-核素偶联药物（Antibody-radionuclide conjugates, ARC）及检测试剂开发，该项目将推动公司在高壁垒核药领域的战略布局。在渗透泵制剂技术平台建设上，将推动改良型新药开发的实质性进展。产品规划上，将加快精麻药盐酸羟考酮缓释片全规格的开发研究，创新药研发聚焦心血管、精神神经药物、眼科用药、抗体放疗药物领域，为未来持续发展打基础。
- 盈利预测、估值分析和投资建议
- 我们认为：1）公司是渗透泵控释制剂国内产业化龙头，拥有以激光打孔渗透泵控释技术为核心的研发及生产平台，相应的产业化生产能力在国内位居前列，具有成本和效率优势，并已覆盖了最复杂结构及工艺；2）公司代表品种非洛地平缓释片（II）国产品牌市占率最高，未来有望借助集采继续扩大市场份额，硝苯地平控释片已经获批上市，有望借助集采快速切入市场；3）预计 2022 年~2024 年公司实现销售收入 27.73 亿、34.58 亿、39.55 亿元，实现净利润 2.17 亿、3.13 亿、4.01 亿，以 4 月 28 日收盘价 34.20 元计，对应 PE 分别为 14.2、9.8、7.7 倍，我们持续看好公司未来的发展，维持“增持-B”评级。
- 风险提示
- 存在风险包括但不限于：集采落标或中标但降幅超预期的风险；研发进度不及预期的风险，疫情变化导致销售停滞的风险，等。

值周研究员：

段永红 执业登记编码：S0760517120001 电话：0351-8686974 邮箱：duanyonghong@sxzq.com
王文杰 邮箱：wangwenjie@sxzq.com

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴世纪金融广场 3 号楼 802 室

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336

