

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要

宏观策略

2022 年 05 月 05 日

宏观点评 20220429：“稳”与“防”的动态平衡

429 政治局会议给当前经济和市场开出的药方是 6 个“防”和 16 个“稳”。2022 年以来稳增长发力不尽人意，叠加 3 月以来国内遭遇疫情爆发以来最严重的反弹，市场对于经济增长的疑虑和担忧越来越重，周五政治局会议少见地在中午便公布纪要，并明确表示“疫情要防住、经济要稳住、发展要安全”。我们认为接下来疫情防控工作依旧是重中之重，“以快治快”的广东模式可能成为动态清零的主流模式；稳增长方面，基建依旧是主要抓手，地产松绑将加码，而以平台经济为代表的部分行业的监管也将进入由“破”向“立”的阶段。

晨会编辑 陈李

执业证书：S0600518120001

021-60197988

yjs_chenl@dwzq.com.cn

行业

房地产行业深度报告：保障性租赁住房投资的总量和结构

保障性租赁住房是十四五期间地产投资的重要新增量。除了投资总量，在合理的假设之下（具体可见正文），我们尝试将分能级城市的投资量和分年度的投资量拆分出来，完成了全国 337 个地级城市的计算：1）十四五期间保障性租赁住房建设总套数约为 961.3 万套，总投资约 2.7 万亿，建安投资约 1 万亿元，土地购置费约 1.6 万亿元。2021-2025 年投资额分别为 3033、5465、9450、5166、3678 亿元。2）2022 年保障性租赁住房建设套数约 242.5 万套，总投资约 5465 亿元，建安投资 1706 亿元，土地购置费 3759 亿元。2022 年新增投资为 2431 亿元，相当于 2021 年房地产开发投资的 1.6%。

环保行业点评报告：基建稳增长政策+REITs 融资工具支持，关注环保板块发力及优质运营资产价值重估

中央财经委员会第十一次会议重提减碳和基建，重点关注交通/水利/能源/环境治理，生态环保战略地位提升。基础设施 REITs 扩募规则出炉，市场扩容在即，宏观层面有利于形成投融资良性循环，助力经济稳增长，微观层面环保领域水务和固废资产优先受益，优质运营资产价值迎重估。

推荐个股及其他点评

洋河股份（002304）：2021 年度及 2022Q1 经营数据点评：2021 年实际销售亮眼，22Q1 经营符合预期

公司公告 2021 年营收 253.50 亿元，同比+20.14%；归母净利润实现 75.08 亿元，同比+0.34%。2022Q1 实现营收 130.26 亿元，同比+23.82%；归母净利润实现 49.85 亿元，同比+29.07%。公司持续打造大单品，梦 6+ 已经步入势能轨道，我们调整 2022-2024 年收入为 304/358/412 亿元，外部环境形势和疫情管控的影响持续性尚存在不确定，我们暂略调整 EPS 为 6.22/7.35/8.53 元（2022、2023 年前值为 6.26、7.52 元），2022 年对应 PE 为 23 倍，维持买入评级。

联赢激光（688518）：2022 年一季报点评：业绩基本符合预期，看好全年盈利水平提升

东吴证券研究所

盈利预测与投资评级：考虑到动力电池行业持续扩产带来的订单需求，我们维持公司 2022-2024 年归母净利润预测分别为 3.27 亿元、6.14 亿元、8.90 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 21、11 和 8 倍。公司作为国内激光焊接设备龙头，将充分受益动力电池扩产，维持“买入”评级。风险提示：动力电池扩产不及预期，净利率提升不及预期，订单交付不及预期等。

国盛智科 (688558)：2022 年一季报点评：业绩增长稳健，在手订单充足

2022Q1 公司营收 2.75 亿元，同比+18.6%，环比-5.6%；归母净利润 0.42 亿元，同比+20.5%，环比-12.7%；扣非归母净利润 0.39 亿元，同比+17.3%，环比-8.2%，整体业绩增长稳健，环比因季节性因素有所回落。

上海医药 (601607)：2022 年一季报点评：主营业务稳健增长，定增落地注入新动能

主营业务保持较快增长，定增落地注入新动能：公司实现营业收入 568.98 亿元，同比增长 10.27%，归母净利润 12.51 亿元，同比下降 40.99%，主要为去年同期子公司变为联营企业实现一次性特殊收益所致。扣非归母净利润为 12.50 亿元，同比增长 2.98%。公司研发费用投入 4.48 亿元，同比增长 7.95%，还原研发费用后扣非归母净利润同比增长 4.24%。参股企业贡献利润 1.99 亿元，同比下降 38.11%，剔除参股企业影响的扣非归母净利润 10.5 亿元，同比增长 17.81%，主营业务保持较好的增长。由于受到疫情影响，公司实现经营性现金净流出 24.90 亿元。公司定增于 4 月 8 日落地，引入云南白药作为战略投资者，在优化股权结构的同时，拟结合双方优势促进中药大健康等业务共同发展，为中长期发展注入新动能。

三七互娱 (002555)：2022 年一季报点评：业绩符合我们预期，全球化战略持续验证，看好出海业绩释放

盈利预测与投资评级：我们维持此前盈利预测，预计 2022-2024 年 EPS 分别为 1.51/1.82/2.16 元，对应当前股价 PE 分别为 16/13/11X。看好公司持续推进“双核+多元”战略，海内外双轮驱动业绩增长，维持“买入”评级。

伟星新材 (002372)：2022 年一季报点评：业绩表现稳健，抗风险能力突出

公司持续推进“双轮驱动”战略落地，零售端强化渠道下沉、空白市场扩张以及同心圆产品延伸；工程业务稳健拓展，在地产、市政等领域拓展增量市场同时保证经营质量。在公司同心圆战略的推进之下新品类贡献增量，配套率不断提升。我们维持预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 14.37/16.86/19.56 亿元，对应 PE 分别为 21X/18X/15X，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济下行的风险；原材料价格大幅波动的风险；市场竞争加剧的风险；新业务开拓不及预期的风险。

浙江鼎力 (603338)：2021 年报&2022 年一季报点评：海外市场加速突破，收入端实现快速提升

盈利预测与投资评级：考虑到疫情等因素影响，我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 11.55（前值 11.73）亿元、13.80（前值 14.09）亿元、16.63 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 16/14/11 倍。考虑到公司业绩快速增长，以及具备较好的成长性，维持“买入”评级。风险提示：市场竞争加剧、产品价格大幅下降，臂式产品销售不及预期等。

中教控股 (00839.HK): FY2022H1 业绩点评: 锦城学院并表, 调整后净利+20%, 实现高质量增长

中教控股是我国民办高校的龙头企业, 规模优势明显, 教学质量突出, 职业教育是我国政策鼓励的方向, 行业龙头或持续受益, 我们维持 2022-2024 财年归母净利润为 18 亿元/21.8 亿元/25.5 亿元, 最新收盘价对应 2022 年 PE 分别为 7 倍, 维持“买入”评级。

林洋能源 (601222): 2021 年报&2022 一季报点评: 智能电表、新能源强力支撑, 储能业务蓄势待发

盈利预测与投资评级: 由于海外运费快速上涨和汇率大幅变化, 加之光伏原材料价格上涨, 我们下调公司业绩, 我们预计公司 2022/23/24 年归母净利润 12.1/14.8/17.4 亿元 (前值 2022/23 年为 16.34/20.10 亿元), 同增 30%/22%/17%。我们给予公司 2022 年 14 倍 PE, 对应目标价 8.26 元, 维持“买入”评级。 风险提示: 竞争加剧, 原材料供给不确定。

2021 年报&2022 年一季报点评: Q1 略超市场预期, 国产机器人龙头有望迎盈利拐点

2021 年公司实现营收 30.2 亿元, 同比+20.3%; 归母净利润 1.2 亿元, 同比-4.75%; 扣非归母净利润 0.7 亿元, 同比+9.7%。受益于机器人行业快速增长及公司自主品牌影响力的提升, 收入较快增长。

星源材质 (300568): 2022 年一季报: Q1 单平盈利大幅提升, 业绩符合市场预期

盈利预测与投资评级: 考虑公司产销两旺, 盈利能力进一步改善, 我们维持公司 2022-2024 年归母净利润 7.0/10.9/15.3 亿元的预期, 同增 148%/55%/41%, 对应 PE 33/21/15X, 给予 22 年 48xPE, 目标价 29 元, 维持“买入”评级。。 风险提示: 电动车销量不及预期

太平鸟 (603877): Q1 业绩承压, 期待费用控制显效

公司聚焦时尚服饰行业, 数字化转型布局长期高质量增长。20 年疫情后在同行中复苏较早、复苏力度较大, 21 年下半年因疫情影响终端销售、费用投放较多、Q4 业绩承压拖累全年业绩, 22Q1 受女装、乐町调整及疫情影响, 业绩继续呈现下滑。公司计划采取有力措施加强费用控制、缓解业绩压力。考虑疫情影响, 我们将 22 年归母净利润同比增速从 17.37%下调至 15.17%, 预计 23-24 年归母净利润分别同比+16%/14%, 22-24 年 EPS 分别为 1.64/1.89/2.16 元/股, 对应 PE 分别为 11/10/9X, 维持“增持”评级。

方大特钢 (600507): 2022 年一季报点评: 盈利韧性领先行业, 毛利率维持高位

盈利预测与投资评级: 我们预测公司 2022-2024 年收入分别为 239/240/243 亿元, 同比增速分别为 10%/1%/1%; 基于公司 2022Q1 利润, 我们维持公司 2022-2024 年归母净利润分别为 31/32/33 亿元, 同比分别为 14%/4%/3%; 对应 PE 分别为 5.8/5.6/5.4x。考虑公司估值处于历史偏低水平, ROE 明显高于同业且盈利韧性强, 故维持公司“买入”评级。

瀚蓝环境 (600323): 2022 年一季报点评: 固废净利高增 69%, 股东增持坚定信心

事件: 2022 年一季度公司实现营业收入 27.27 亿元, 同比增长 32.04%; 归母净利润 1.59 亿元, 同比减少 34.3%。

恒生电子 (600570): 2022 年一季报点评: 短期因素导致利润承压, 金融市场变革坚定长期逻辑

金融行业不断创新变革，恒生长期逻辑依旧坚定：2022 年 4 月 26 日，证监会发布《关于加快推进公募基金行业高质量发展的意见》，明确提出要壮大公募基金管理人队伍，积极推进商业银行、保险机构、证券公司等优质金融机构依法设立基金管理公司；着力提升投研核心能力；持续强化合规风控能力；积极鼓励产品及业务守正创新。基于此，基金、证券 IT 行业的客户数量和单个客户产品价值两都将有望提升，恒生电子作为行业领导者，有望长期受益于金融行业变革创新。

通策医疗 (600763)：2021 年年报及 2022 年一季报点评：疫情影响短期业绩，蒲公英计划助力长期持续增长

盈利预测与投资评级：考虑疫情因素、蒲公英分院开设投资对于公司短中期利润端影响，我们将公司 2022-2023 年归母净利润由 9.75/12.95 亿元调整为 8.07/10.70 亿元，预计 2024 年为 13.74 亿元，对应当前市值 2022-2024 年 PE 估值分别为 49/37/29 倍。长期看，随着疫情平复，未来蒲公英分院逐步成熟将推动公司业绩加速增长。维持“买入评级”。

宝钢股份 (600019)：2022 年一季报点评：成本上涨业绩承压，大比例分红持续

盈利预测与投资评级：我们预计 2022-2024 年收入分别为 3372/3810/3696 亿元，同比增速分别为 -8%/13%/-3%；基于公司 2022Q1 业绩，我们将公司 2022-2023 年归母净利润由 325/310 亿元调整至 220/250 亿元，即 2022-2024 年公司归母净利润 220/250/240 亿元，同比增速分别为 -7%/13%/-4%，对应 PE 分别为 6.4/5.6/5.9x，估值仍处历史低位；故维持公司“买入”评级。

高测股份 (688556)：2021 年报&2022 一季报点评：Q1 业绩大超预期，切片代工逻辑逐渐兑现业绩

下游光伏行业高景气度，公司作为切片设备&耗材龙头持续受益；同时开拓切片代工业务，有望迎来新业绩增长点。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 4.4（上调 10%）/7.1（上调 13%）/9.4 亿元，对应 PE 分别为 23/14/11X，上调“买入”评级。

首旅酒店 (600258)：2022 年一季报点评：经营低于市场预期，疫情反复或致业绩持续承压

2022 开年疫情反复致酒店经营承压，亏损同比扩大。经营复苏欠佳，经济型酒店入住率优于中高端。持续扩张，储备门店丰富。收入承压致成本费用结构环比波动。

国电南瑞 (600406)：2021 年报及 2022 年一季报点评：电网龙头平波稳进，Q1 业绩表现亮眼

2021/2022Q1 营收同比+10%/+17%，归母净利润同比+16%/+88%，2021 年业绩符合市场预期、2022Q1 利润端超市场预期。2021 年实现营收 424.11 亿元，同比+10.15%；归母净利润 56.42 亿元，同比+16.30%。2022Q1 实现营收 57.55 亿元，同比+16.95%；归母净利润 3.79 亿元，同比+88.37%。2021 年毛利率为 26.9%，同比+0.1pct，2022Q1 毛利率 23.4%，同比+1.4pct；2021 年归母净利率为 13.3%，同比+0.7pct，2022Q1 归母净利率 6.6%，同比+2.5pct（对应期间费用率下降 2.6pct 至 18.0%）。2022Q1 毛利率因业务结构略有提升+费用率下降较多，故归母净利润增长超市场预期。年报公布 2022 年经营目标，延续稳健风格：实现营收 468 亿元、同增 10%，营业成本 342 亿元，期间费用为 51 亿元，对应毛利率/期间费用率为 26.9%/10.9%，同比基本持平。2021 年国电南瑞新签订单 256.6 亿元，同

比特平；期末在手订单 515.1 亿元，同比+13%，在手订单充沛，有望保障目标实现。

天奈科技 (688116)：2022 年一季报点评：出货量环比向上，业绩符合市场预期

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2022-2024 年归母净利润 6.73/10.86/16.85 亿元预期，同比增长 128%/61%/55%，对应 PE 42x/26x/17x，考虑碳纳米管加速渗透，行业高速发展，给予 2022 年 60xPE，对应目标价 174 元，维持“买入”评级。风险提示：电动车销量不及预期，政策不及预期，竞争加剧。

泡泡玛特 (09992.HK)：2022Q1 运营状况点评：收入维持较快增长，期待 IP 矩阵持续释放价值

我们看好公司在产品储备及渠道扩张上的积极态势，但预计 Q2 局部地区线下渠道仍受疫情影响，我们将公司 2022-204 年经调整 EPS 由 0.94/1.31/1.59 元下调为 0.90/1.12/1.36 元，对应 PE 32/25/21X，维持“买入”评级。

中国软件 (600536)：2022 年一季报点评：信创赛道高景气，麒麟软件高歌猛进

行业信创空间打开，麒麟软件高歌猛进：2022 年行业信创市场规模有望翻倍，麒麟软件作为国产操作系统龙头，已经在多个行业实现突破。电信行业，2022 年 3 月，麒麟软件中标中国移动 2022-2023 年桌面操作系统集采项目 70%份额。金融行业，国信证券 OTC 交易柜台系统、反洗钱系统和 HR 人力管理系统等实现全栈国产化，系统采用了麒麟操作系统，截至 2022 年 3 月，已稳定运行数月。

太极股份 (002368)：2022 年一季报点评：受益于信创市场放量，国企改革促进资源整合

中国电科资源支持，国企改革有序推进：中国电科将太极股份定位为集团公司网信事业核心产业平台和基础软件产业的主要平台，推动中电太极与太极股份的资源整合和协同发展。公司获得了中国电科和中电太极在政策、资金、产业资源和市场等多方面大力支持。围绕国家网信战略，立足数字化转型的新发展阶段，公司国企改革三年行动正按预定计划推进，积极以创新引领改革发展，推动国资高质量发展。公司将充分利用上市公司资本运作平台优势，在关键板块融合、优质业务板块孵化等方面持续加强与电科太极的协调发展。

海澜之家 (600398)：男装第一国民品牌，期待业绩进一步复苏

公司为国内男装第一品牌，由于线下渠道占比较大，疫情以来业绩受到一定影响，21 年尚未完全复苏、22Q1 业绩波动。虽然短期业绩端受疫情影响波动，但作为高性价比国民品牌，长期看受益于行业集中度提升，业绩有望持续稳健增长。21 年拟 10 派现金 5.1 元（含税），现金分红比例达 88%、股息率 10.3%，高分红政策有望维持。考虑疫情影响，我们预计 22-24 年归母净利润分别同比增长 8%/11%/11%，EPS 分别为 0.62/0.69/0.76 元/股、对应 PE8/7/7X，首次覆盖给予“买入”评级。

新宙邦 (300037)：2022 年一季报点评：电解液及氟化工业务环比向上，业绩亮眼

考虑到行业高景气度持续，我们维持之前对公司 2022-2024 年归母净利润 19.86/26.37/37.38 亿元的预测，同增 52%/33%/42%，对应 PE 为 13/10/7x，给予 2022 年 22xPE，目标价 106 元，维持“买入”评级。

欧科亿 (688308): 2022 年一季报点评: 扣非净利润增速超市场预期, 盈利能力持续提升

扣非净利润增速超市场预期, 盈利能力持续提升

中国太保 (601601): 2022 年一季报点评: 队伍产能持续优化, 投资大幅拖累利润

受权益市场持续下降冲击, 公司业绩表现差强人意, 但已在股价中基本反映悲观预期。因权益市场表现低迷我们下调盈利预测预计 2022 年至 2024 年归母净利润分别为 225、319 和 355 亿元 (原预测为 298、337 和 361 亿元), 同比增速为-16%、42%和 11%, 当前股价对应 2022 年至 2024 年 P/EV 分别为 0.36/ 0.32/ 0.29 倍, 考虑到估值性价比, 维持“买入”评级。

五粮液 (000858): 2021 年报&2022Q1 点评: 2022Q1 业绩符合预期, 稳健成长可期

2021 年公司营收 662.09 亿元, 同比+15.51%; 归母净利润 233.77 亿元, 同比+17.15%; 拟每 10 股派现金红利 30.23 元(含税)。2022Q1 营收 275.48 亿元, 同比+13.25%; 归母净利润 108.23 亿元, 同比+16.08%。22Q1 符合预期

2022 年一季报点评: Q1 收入同比+30%, 多重因素导致利润端暂时承压
Q1 收入同比+30%, 多重因素导致利润端暂时承压

神州数码 (000034): 2022 年一季报点评: 股票激励给出新指引, 行业信创是 2022 年主要看点

行业信创大年, 公司信创业务中标多个行业大单: 2022 年, 行业信创市场规模有望翻倍, 金融、电信等重点行业进展迅速。公司依托华为鲲鹏, 是华为鲲鹏服务器核心厂商, 已经在行业信创取得突破。运营商方面, 神州云科 2021 年中标的“中移动 21~22 年人工智能通用计算设备集中采购”成功签署合同, 中标金额为 1.49 亿元, 2022 年 2 月神州数码成功中标“中移动 21~22 年 PC 服务器集采”, 中标金额 23.73 亿元。金融领域方面, 神州鲲鹏系列产品先后中标“某国有股份制商业银行鲲鹏 PC 服务器采购项目”、“某国有股份制银行总行鲲鹏服务器入围选型项目”等多个行业大单。

太阳纸业 (002078): 2022 年一季报点评: 业绩超我们预期, 浆价高企释放利润弹性

2022Q1 实现营业收入 96.67 亿元, 同比+26.48%, 环比+16.72%; 归母净利润 6.75 亿元, 同比-39.08%, 较 2021Q4 环比+258%; 扣非后归母净利润 6.58 亿元, 同比-39.22%, 环比+211.85%。

皮阿诺 (002853): 2021 年报及 2022 年一季报点评: 疫情及计提致短期业绩承压, 关注长期发展机会

公司 2021 年实现营业收入 18.24 亿元, 同比+22.10%; 归母净利润-7.29 亿元, 同比-470.05%; 扣非后归母净利润-7.33 亿元, 同比-490.78%; 若剔除计提减值的影响, 2021 年实现归母净利润 2.66 亿元, 同比+35.02%。

分众传媒 (002027): 2021 年报和 2022Q1 季报点评: 楼宇成本控制能力提升, 杠杆效应进一步加强

基于上海疫情可能将于二季度中后段恢复的原因, 我们将 2022-2023 年营收预测从 168.95 亿元和 185.58 亿元调整至 144.56 亿元和 165.96 亿元, 我们预计 2024 年营收为 183.19 亿元。我们将 2022-2023 的 EPS 预测由 0.48/0.55 元调整至 0.41/0.51 元, 我们预计 2024 年 EPS 为 0.60 元, 对应

当前 PE 分别为 12.97/10.35/8.88 倍，维持“买入”评级。

晨光股份 (603899): 2022 年一季报点评: 疫情下传统业务承压, 科力普表现优秀

公司 2022Q1 实现营业收入 42.29 亿元, 同比+10.93%; 归母净利润 2.76 亿元, 同比-16.04%。2022Q1 业绩承压主要受疫情及高基数影响。

欧派家居 (603833): 2022 年一季报点评: 零售渠道高增, 盈利能力有所下行

公司 2022Q1 实现营业收入 41.44 亿元, 同比+25.6%; 实现归母净利润 2.53 亿元, 同比+3.88%; 扣非后归母净利润 2.34 亿元, 同比+11.99%。非经常性损益减少主要包括: 非流动资产处置损失增、政府补助减少、投资收益减少。

泸州老窖 (000568): 2021 年报&2022Q1 业绩点评: 2022Q1 业绩超预期, 继续提质发展

公司 2021 年营收 206.42 亿元, 同比+23.96%; 归母净利润 79.56 亿元, 同比+32.47%。公司拟每 10 股派发现金红利 32.44 元(含税)。22Q1 营收 63.12 亿元, 同比+26.15%; 归母净利润 28.76 亿元, 同比+32.72%。目前维持公司 2022-2023 年 EPS 为 6.70/8.33 元, 当前市值对应 2022-2023 年 PE 为 32/26 倍, 维持买入评级。

绿的谐波 (688017): 2022 年一季报点评: Q1 业绩受疫情影响, 订单充足仍看好全年快速增长

业绩受疫情影响略低于预期, 在手订单仍十分充足 毛利率维持高位, 管理及研发费用率提升拉低销售净利率 新产品+新应用拓宽长期成长边界

中国财险 (02328.HK): 2022 年一季报点评: 承保利润量价齐升, 投资表现优于同业

1Q22 在权益市场大幅波动冲击下, 以寿险业务为主上市同业净利润降幅普遍逾三成, 公司取得稳健利润表现实属不易, 我们上调盈利预测, 预计 2022-2024 年归母净利润 271、294 和 320 亿元 (原预测 260、287 和 312 亿元), 同比增速 21.1%、8.5%和 8.8%, 截至 2022 年 4 月 28 日, 公司市值对应 2022-2024 年 PB 0.69/0.63/0.57 倍, 维持“买入”评级。

中信证券 (600030): 2022 年一季报点评: 整体业绩符合预期, 投行业务表现亮眼

盈利预测与投资评级: 我们预计随着注册制的稳步推进叠加资本市场改革持续优化, 中信证券作为龙头券商有望抓住机遇强者恒强, 我们下调 2022-2024 年归母净利润预测为 256.37 (270.43) /309.95 (323.10) /370.87 (387.98) 亿元, 对应 2022-2024 年 EPS 为 1.73/2.09/2.50 元, 当前市值对应 2022-2024 年 P/B 1.17/1.10/1.05 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 1) 市场成交活跃度下降; 2) 股市波动冲击自营投资收益。3) 监管趋严抑制创新业务发展。

江淮汽车 (600418): 2022 年 Q1 季报点评: 扣非归母净利润环比改善
考虑上游原料成本上涨等不利因素, 我们下调江淮汽车 2022-2024 年业绩预测, 由 3.41/4.79/5.90 亿元下调至 2.44/3.92/5.71 亿元, 对应 EPS 为 0.11/0.18/0.26 元, 对应 PE 为 67/42/29 倍, 维持江淮汽车“买入”评级。

长安汽车 (000625): 2022 一季报点评: Q1 业绩表现超我们预期, 毛利率同比表现靓丽

考虑 2022Q1 一次性股权投资收益计提以及产品结构优化使毛利率上升

和费用管控加强因素，我们上调长安汽车 2022~2024 年盈利为 76/79/90 亿元（之前为 46/57/75 亿元），对应 EPS 为 1.00/1.04/1.19 元，对应 PE 为 10/9/8 倍，维持长安汽车“买入”评级

中伟股份（300919）2022 年一季报点评：单吨利润环比恢复，静待一体化贡献显著增量

盈利预测与投资评级：我们维持之前对公司 2022-2024 年归母净利润 18.59/30.80/43.21 亿元的预测，同比增长 98%/66%/40%，对应 PE 为 26x/16x/11x，给予 2022 年 40xPE，目标价 122.8 元，维持“买入”评级。

风险提示：电动车销量不及预期，原材料价格波动。

东诚药业（002675）：2021 年年报及 2022 年一季报点评：核药产线布局完善，短期波动不影响长期向好

盈利预测与投资评级：考虑疫情影响，我们将 2022/2023 年归母净利润预测从 5.22/7.10 亿元下调至 3.78/4.98 亿元，预测 2024 年归母净利润为 6.33 亿元，当前市值对应 PE 分别为 22/17/13 倍，维持“买入”评级。 风险提示：原料药价格波动风险，新冠疫情反复风险，汇兑损益风险。

华域汽车（600741）：2021 年报及 2022Q1 季报点评：客户结构优化，新能源布局持续推进

盈利预测与投资评级：基于疫情及芯片供应短缺可能持续，我们将公司 2022-2023 年营收预测从 1568.21/1747.61 亿元调整至 1540.93/1681.55 亿元，2024 年为 1825.27 亿元，同比分别为+10.1%/+9.1%/+8.6%。基于公司完成安道拓股权收购增厚业绩，2022-2023 年归母净利润从 74.31/ 85.86 亿元调整至 76.66/85.34 亿元，2024 年为 95.50 亿元，同比分别为 18.5%/11.3%/11.9%，对应 EPS 分别为 2.43/2.71/3.03 元，对应 PE 为 7.7/6.9/6.2 倍，维持“买入”评级。

三峡水利（600116）：2022 一季报点评：Q1 配售电主业超预期，报表质量稳健扎实

事件：1)公司公告 2021 年年报，实现收入 101.77 亿元，同比增长 93.62%；归母净利润 8.65 亿元，同比增长 39.52%；扣非后为 7.41 亿元，同比增长 69.60%。2)公司公告 2022 年一季报，实现收入 23.02 亿元，同比增长 12.03%；归母净利润为 0.10 亿元，同比增长-93.81%；扣非后为 1.34 亿元，同比增长-8.17%。配售电业务中规中矩，市场化售电和综合能源服务多点开花。

蓝色光标（300058）：2021 年报和 2022Q1 季报点评：疫情压制营收表现，元宇宙和游戏客户拉动未来增长

公司 2022 年收入将受到疫情和宏观经济的影响，因此我们将 2022-2023 年公司收入由 587.17 和 666.46 亿元调整为 494.09 和 589.67 亿元，预计 2024 年公司收入为 694.23 亿元。我们将 2022-2023 年公司 EPS 由 0.32 和 0.38 元调整为 0.29 和 0.36 元，预计 2024 年 EPS 为 0.43 元，对应 PE 分别为 20.01/16.29/13.66 倍。公司广告营销领域龙头地位，业务优势明显，业绩稳步增长，发力布局元宇宙业务，提供新增长空间，估值未来还有提升空间，我们维持公司“买入”评级。 风险提示：市场竞争加剧风险、人才流失风险、商誉减值风险。

浙江自然（605080）：户外细分领域生产龙头，项目投产助推业绩高增

疫情之下催生户外消费风潮，国内外行业需求火热，公司为户外用品细分领域龙头，深耕 TPU 面料领域，具有一定技术壁垒，并进一步拓展水上充气产品、保温箱包等新品类，大客户粘性高且仍存在上升空间。产

能扩张、品类拓展有望推动业绩持续增长，预计 2022-2024 年归母净利润分别同增 32.67%/26.07%/22.01%，EPS 分别为 2.88/3.63/4.43 元，对应 PE 为 22/17/14X，维持“买入”评级。

包钢股份 (600101)：2022 年一季报点评：原燃料上涨拖累业绩表现，稀土业务收入大增

盈利预测与投资评级：我们预测公司 2022-2024 年收入分别为 870/900/905 亿元，同比增长 1%/3%/1%；考虑公司 2022Q1 业绩，我们将公司 2022-2023 年归母净利润从 75/80 亿元调整至 35/45 亿元，即公司 2022-2024 年归母净利润分别为 35/45/40 亿元，同比增长 22%/28%/-11%；对应 PE 分别为 24/18/21x。考虑稀土业务景气高增，钢铁业务受益行业基本面改善有望企稳回升，盈利有望持续改善；且公司还拥有萤石、钍等资源尚待价值重估。因此维持公司“买入”评级。

天下秀 (600556)：2022 年一季报点评：营收稳健增长，研发持续投入，虹宇宙有望年内全面开放

盈利预测与投资评级：我们维持此前盈利预测，预计 2022-2024 年 EPS 分别为 0.27/0.34/0.43 元，对应当前股价 PE 分别为 25/20/15X。我们看好公司作为红人新经济龙头，红人生态布局逐渐完善，创新业务与主营业务协同效应凸显，维持“买入”评级。

华锐精密 (688059)：2022 年一季报点评：Q1 业绩基本符合预期，静待高端业务放量

春节假期+疫情影响下，收入增长稳健符合预期 原材料涨价毛利率短期承压，经营性现金流充裕 订单饱满，高端产能释放下业绩有望加速兑现

上海家化 (600315)：2022 年一季报：盈利能力提升，持续发力产品和渠道创新

公司持续聚焦核心 SKU 和爆款打造，并创新渠道和营销模式。考虑疫情最新情况，我们下调 2022-2024 年归母净利润至 8.02/11.01/14.96 亿元，2022-2024 年归母净利润分别同增 23.55%/37.22%/35.94%，当前市值对应 PE 分别为 26、19、14 倍，维持“买入”评级。

新华保险 (601336)：2022 年一季报点评：资产负债两端双承压，关注优计划实施成效

此前公司已披露业绩预减公告，股价已反映较为悲观的预期。我们维持此前业绩预减点评中的盈利预测，预计 2022 年至 2024 年归母净利润分别为 119、179 和 190 亿元，同比增速为-20.4%、50.0%和 6.3%；截至 2022 年 4 月 28 日，公司股价对应 2022-2024 年 PEV0.33、0.30 和 0.27 倍，考虑到估值性价比，继续维持“买入”评级。

开润股份 (300577)：2B 韧性凸显、增长可期，2C 仍待恢复

公司为国内箱包龙头，疫情加速推进公司 2B 客户拓展进度、但对 2C 需求端造成较大影响。2B 业务优势突出具有较强韧性、21 年已恢复至疫情前水平，2C 业务波动调整、尚未完全恢复。22Q1 营收端较快增长、主要来自 2B 业务老客户订单增长+新增客户贡献，我们预计随 2C 端逐步减亏、公司盈利能力有望回升。综合考虑疫情影响，我们预计 2022-24 年归母净利分别同比增长 14%/22%/23%，EPS 分别为 0.85/1.04/1.28 元/股，对应 PE 16/13/11X，首次覆盖，给予“增持”评级。

科顺股份 (300737)：2021 年报及 2022 年一季报点评：22Q1 收入增速超预期，拟可转债募资扩产补流

公司作为防水龙头受益于行业标准提升、客户集中度提升等；随着新建

基地陆续投产以及经销渠道加速布局，加大对经销商的资源配置和扶持力度，公司有望不断提升市场份额，此外公司收购丰泽股份尝试品类延伸。同时，公司激励充分，管理改善，提质增效，为公司快速发展提供保障。公司此前提出 2022 年实现销售过 100 亿元，并力争在 2025 年达到 200 亿元营收，彰显公司发展信心。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 9.22/12.94/16.96 亿元，当前市值对应 PE 分别为 13X/9X/7X，公司拟发行可转债募资扩产补流，为公司经营发展助力，考虑到公司未来的成长弹性，首次覆盖给予“买入”评级。风险提示：下游房地产行业波动的风险；原材料价格剧烈波动的风险；行业竞争加剧风险；计提大额信用减值损失的风险。

华策影视 (300133)：2021 年年报&2022 年一季报点评：业绩稳健，长期 IP 资产变现空间广阔

考虑到公司虽然短期电视剧业务承压，但长期新业务进展较为顺利，我们预计公司 2022-2024 年 EPS 为 0.23/0.31/0.36 元，当前股价对应 2022-2024 年 PE 为 17/14/13 倍，维持“买入”评级。

新媒股份 (300770)：2021 年年报及 2022 年一季报点评：业绩延续高增长，派息率明显提升

考虑到公司稳健且有效的扩张策略，费用端控制优于预期，我们将公司 2022/2023 年 EPS 从 3.32/3.68 元上调至 3.46/3.92 元，预计 2024 年 EPS 为 4.38 元，当前股价对应 PE 分别为 10/8/7 倍，当前估值具有吸引力，维持“买入”评级。

华东医药 (000963)：2021 年年报及 2022 年一季报点评：一季度工业板块环比改善，医美业务高速增长

盈利预测与投资评级：考虑集采和医保谈判品种销售进展、疫情影响等，我们将 2022-2023 年公司归母净利润由 33.32/41.37 亿元，下调至 28.35/34.81 亿元，预计 2024 年为 41.83 亿元，对应当前市值的 PE 估值为 20 倍、16 倍、14 倍，维持“买入”评级。

密尔克卫 (603713)：2022 年一季报点评：归母净利润+72%符合预期，疫情影响整体可控

我们看好公司物贸一体化的发展前景。目前工业品电商的渗透率不断提升，行业处于迅速发展阶段，而密尔克卫是业内少有的具备物流基础的工业品电商企业，具备稀缺性和扎实的发展基础。处于对上海疫情的谨慎考虑，我们将 2022 年归母净利润从 5.96 亿小幅下调至 5.84 亿元，维持 2023-2024 年归母净利润预测 8.21/10.87 亿元，预计 2022~2024 年归母净利润同比+35%/41%/32%，4 月 28 日收盘价对应 P/E 为 30/22/16 倍，维持“买入”评级。

宏观策略

宏观点评 20220429：“稳”与“防”的动态平衡

429 政治局会议给当前经济和市场开出的药方是 6 个“防”和 16 个“稳”。2022 年以来稳增长发力不尽人意，叠加 3 月以来国内遭遇疫情爆发以来最严重的反弹，市场对于经济增长的疑虑和担忧越来越重，周五政治局会议少见地在中午便公布纪要，并明确表示“疫情要防住、经济要稳住、发展要安全”。我们认为接下来疫情防控工作依旧是重中之重，“以快治快”的广东模式可能成为动态清零的主流模式；稳增长方面，基建依旧是主要抓手，地产松绑将加码，而以平台经济为代表的部分行业的监管也将进入由“破”向“立”的阶段。

“以快治快”，平衡动态清零和疫情对经济社会的影响。经过 3 月和 4 月的防疫实践，以深圳和广州为代表、“以快治快”的模式可能成为后续动态清零的模板：发现疫情后在短时间内迅速封控（通常为一周），然后视疫情状况逐步放开。以深圳为例，在短期封控结束后一个月，市内交通基本回到疫情前的水平，我们将这种模式暂且称为“广东模式”。我们基于不同的封控假设对经济增长的情况做出推算，在中性条件下：5 月起全封闭城市逐步清零，其他城市面临疫情蔓延均采取广东模式，由于不同封控模式经济成本不同——全封闭模式下根据整车流量推断经济增速可能同比骤降 60%，广东模式下这一数字可能在 30%甚至更少），我们预计第二季度 GDP 增速可能受拖累 1.3 个百分点。这就要求稳增长、保物流的政策发挥更大的作用。基建靠前发力和退税减税降费依旧是 2022 年财政政策发力的主要抓手。今年财政节奏明显加快，一是提前下达的 1.46 万亿元新增专项债务额度已完成发行，预计专项债的全部发行任务将于 9 月底完成。二是转移支付提速，3 月国常会即已敦促地方落实减税降费的转移支付及时直达市县基层。另一方面，从支出端来看，财政支出速度较快，3 月一般公共预算支出增速达 10.4%。此外，在收入端，财政进一步扩大减税降费规模，且在所得税优惠、留抵退税等方面对小微企业等重点领域、民生领域倾斜，全年预计将退税减税约 2.5 万亿元。“支持刚性和改善性住房需求”，地产政策将继续松绑。从 2021 年中央经济工作会议要求“满足购房者的合理住房需求”到 4 月政治局会议“支持刚性和改善性住房需求”，而且明确表示要“优化商品房预售资金监管”。在各地的政策措施方面，前期主要是集中在降低贷款利率和住房公积金贷款政策，我们预计疫情得到初步控制后更多城市会通过放松落户、放松限购限售等措施来托底地产、吸引人口。平台经济发展由“破”走向“立”，这对于下一阶段防止资本无序扩张具有风向标的意义。如图 6 所示，自 2020 年 12 月政治局会议首提“强化反垄断和防止资本无序扩张”以来，中央对于平台经济的态度一直以“破”为主。然而，在本次政治局会上，“完成平台经济专项整改，实施常态化监管”意味着此前“破”的阶段已基本告一段落，而“出台支持平台经济规范健康发展的具体措施”表明中央的政策立场将更多以“立”为主，尤其是考虑的平台经济在这一轮抗击奥密克戎疫情中做出了突出贡献。可以期待短期内关于平台经济发展会有更多积极的定调和利好的政策出台。风险提示：

（证券分析师：陶川 证券分析师：李思琪 研究助理：邵翔 研究助理：段萌）

行业

房地产行业深度报告：保障性租赁住房投资的总量和结构

投资要点 保障性租赁住房将成为十四五期间保障房新增量，保障群体由低收入群体扩大至新市民、青年人群体，将向人口净流入的大城市倾斜。1) 2021 年年初，“十四五”规划提出“扩大保障性租赁住房供给”；6 月，国常会明确要加快发展保障性租赁住房，缓解新市民青年人等群体住房困难；7 月，国务院出台《关于加快发展保障性租赁住房的意见》。此外，保障性租赁住房覆盖范围扩大至新市民、青年人。2) “十四五”期间 40 个重点城市计划建设保障性租赁住房 650 万套，一线城市保障性租赁住房建设占新增住房供给量的目标均设在 40% 以上。预计 2022 年全国将建设保障性租赁住房 240 万套，其中 40 个重点城市占比 60% 以上。保障性租赁住房是十四五期间地产投资的重要新增量。除了投资总量，在合理的假设之下（具体可见正文），我们尝试将分能级城市的投资量和分年度的投资量拆分出来，完成了全国 337 个地级城市的计算，得出以下结论： 1) 十四五期间保障性租赁住房建设总套数约为 961.3 万套，总投资约 2.7 万亿，建安投资约 1 万亿元，土地购置费约 1.6 万亿元。2021-2025 年投资额分别为 3033、5465、9450、5166、3678 亿元。 2) 2022 年保障性租赁住房建设套数约 242.5 万套，总投资约 5465 亿元，建安投资 1706 亿元，土地购置费 3759 亿元。2022 年新增投资为 2431 亿元，相当于 2021 年房地产开发投资的 1.6%。 31 个重点城市已披露保障性租赁住房十四五期间建设计划，我们也进行汇总计算，得出以下结果： 1) 十四五期间，31 城保障性租赁住房建设套数为 587.1 万套，总投资约 2.0 万亿元，建安投资约 6756.2 亿元，土地购置费约 1.3 万亿元。2021-2025 年投资额分别约 2263、4150、6968、3704、2627 亿元。 2) 2022 年建设套数约 150.6 万套，总投资约 4150 亿元，建安投资 1132.6 亿元，土地购置费 3017.2 亿元。2022 年新增投资为 1886.8 亿元，相当于 2021 年房地产开发投资的 2.9%。 3) 和人口流入的更高热度类似，分线城市的保障性住房投资占其 2021 年地产投资的比例也更高，一二三线城市 2022 年新增保障性住房投资占 2021 年地产投资比例分别为 6.7%、1.6%、2.0%。 主要计算假设如下： 1) 保障性租赁住房新建、改扩建占比分别为 50%。2021~2025 年建设比例为 15%、25%、35%、15%、10%。2) 保障性租赁住房建安成本为 1600~2600 不等，地价为住宅用地的 40%。3) 3 年建设周期，建安投资分布为 25%、45%、30%。4) 由于疫情的影响，造成 2022 年 10% 的土地费用和建安投资转移 2023 年完成。 风险提示：行业下行压力超预期；保障性租赁住房建设不及预期；模型测算偏差；疫情发展超预期；调控政策放松不及预期、收紧超预期

（证券分析师：黄诗涛 研究助理：白学松）

环保行业点评报告：基建稳增长政策+REITs 融资工具支持，关注环保板块发力及优质运营资产价值重估

投资要点 中央财经委员会第十一次会议重提减碳和基建，重点关注交通/水利/能源/环境治理，生态环保战略地位提升。1) 2021 年 3 月，中央财经委员会第九次会议强调碳达峰、碳中和。提出以能源绿色低碳发展为核心，加快形成节约资源和保护环境的产业结构、生产方式、生活方式、空间格局。2) 2021 年 8 月，中央财经委员会第十次会议提出加强农村基础设施和公共服务体系建设，改善农村人居环境。3) 本次 2022 年 4 月的中央财经委员会第十一次会议强调基础设施是经

济社会发展的重要支撑，对加快减碳和基建均提出要求，生态环保战略地位提升。①减碳方面，提出能源领域要发展分布式智能电网，建设一批新型绿色低碳能源基地，加快完善油气管网。②生态环保方面，针对城市和农村分别提出环境治理能力的建设要求：城市要加强城市防洪排涝、污水和垃圾收集处理体系建设；农村要加强农村污水和垃圾收集处理设施建设。4) 2022 年专项债发行前置，生态环保占比增加，战略地位凸显。2022M1-2 生态环保支出占专项债 4.16%，较 2021 年的 3.94%提升 0.22pct。基础设施 REITs 扩募规则出炉，市场扩容在即。2022 年 4 月 15 日，沪深交易所分别就公募 REITs 新购入基础设施项目的业务指引公开征求意见。意见稿明确了公募 REITs 新购入基础设施项目及相关的扩募、信息披露、决策和审批等具体安排。扩募要求购入项目类型原则上与当前持有类型基本一致，发行时间原则上在原 REIT 运作满 12 个月后，且运作稳健，经营状况良好，扩募实施流程较首次发行相对简化。宏观层面：REITs 扩募利于形成投融资良性循环，助力经济稳增长。截至 2022 年 4 月 27 日，沪深 12 支 REITs 发行规模共 458 亿元。近年来美国 REITs 年度扩募规模达 300-500 亿美元，约占年度市场融资总额的 30%~50%，是 REITs 规模增长的主要途径。我国扩募规则的出台将完善市场制度，有利于已上市优质运营主体依托市场机制增发份额收购资产，更好形成投融资良性循环，在宏观层面助力经济稳增长目标。微观层面：环保领域水务和固废资产优先受益，优质运营资产价值迎重估。首批上市的富国首创水务 REIT 和中航首钢生物质 REIT 底层资产分别为水务和固废项目，扩募要求新购入项目与原有类型一致，水务和固废项目有望优先受益，1) 加快资产周转率&促新项目投资：将项目置入 REITs 有利于原始权益方盘活存量资产，加速新项目投资和存量收并购；2) 高股息高成长的运营资产迎价值重估：富国首创 REIT 和中航首钢生物质 REIT 自成立以来涨幅分别为 50%、26%，溢价率分别为 49%、42%，资金的青睐彰显对于优质运营资产、现金流价值的认可。从 PB 来看，水务 REITs 项目 PB 估值为 1.49，较原运营方首创环保的 PB 估值 1.21 高 23%，从市价/分红来看，对水务项目分派现金流的估值水平是首创环保的 2.3 倍。随着 REITs 扩募，将带动行业内具备高股息兼具成长性的优质运营资产的价值重估，进而提振板块估值。投资建议：基建稳增长发力+REITs 工具支持，传统基建关注水务&固废稳增长板块：1) 水务：推荐【洪城环境】综合公用事业平台，承诺 2022-2023 年现金分红比例 $\geq 50\%$ ，股息率 6.6%，有安全边际；【中国水务】，建议关注【首创环保】。2) 垃圾焚烧：推荐【光大环境】存量补贴兑付叠加自身发展周期，现金流改善迎价值回归，股息率 7.6%；【绿色动力】。3) 燃气管道价值凸显，建议关注【天壕环境】。新型基建关注再生资源&氢能&新能源板块：1) 再生资源：推荐危废资源化【高能环境】；动力电池回收【天奇股份】；再生塑料【三联虹普】；酒糟资源化【路德环境】。2) 氢能：建议关注上游制氢【九丰能源】；3) 新能源：推荐固废+锂电新材料【伟明环保】；建议关注大气治理+绿电【龙净环保】。风险提示：政策进展不及预期，项目建设不及预期，扩募申报不及预期

(证券分析师：袁理)

推荐个股及其他点评

洋河股份 (002304)：2021 年度及 2022Q1 经营数据点评：2021 年实际销售亮眼，22Q1 经营符合预期

事件：公司公告 2021 年营收 253.50 亿元，同比+20.14%；归母净利润实现 75.08 亿元，同比+0.34%。2022Q1 实现营收 130.26 亿元，同比+23.82%；归母净利润实现 49.85 亿元，同比+29.07%。投资要点 2021 年顺利收官，全年实际销售亮眼：2021 年白酒业务营收 244.40 亿元，同比+21.28%，销售量同比增长 18%，价增+3%；其中中高档产品收入 215.21 亿元，同比+21.95%，占比 88.06%，梦 6+高增推动中高档占比持续提升。分区域看，公司省内收入 118.01 亿元，同比+18.12%，到 2021 年末有省内经销商数量 2950 个，单个经销商贡献收入 400 万元，同比 2020 年增加 79 万元；省外收入 135.50 亿元，同比+21.95%，有省外经销商 5192 家，单个贡献收入 261 万元，同比增加 74 万元。截至 2021 年末，合同负债+其它流动负债 178.44 亿元，同比增加 82.45 亿元，侧面表明公司实际销售表现好。全年销售毛利率 75.32%，同比+3.05pct，白酒毛利率 77.07%，同比+2.60pct，销售费用率/管理费用率分别为 13.98%/7.22%，同比+1.64/-0.97pct，销售净利率 29.64%，同比-5.83pct，主要系 2021 年交易性金融资产收益减少。2022Q1 业绩符合预期，净利率重回上升轨道。2022Q1 营收同比+23.82%，截至到 Q1 末合同负债+其它流动负债 104.5 亿元，同比+64.3%。销售毛利率 77.30%，同比+1.14pct，销售费用率/管理费用率分别为 6.59%/4.05%，同比+0.28/-0.61pct，费用控制力度较强，销售净利率同比增长 1.53pct 至 38.29%，重回季度同比上升轨道。内部改革+股权激励加持，期待蓝色经典系列后续表现：公司 2021 年推出股权激励计划，以收入为目标 2021-2022 年收入同比增速均不低于 15%；公司公告经营目标实现营收同比增长 15%以上。我们认为公司历经一年多的改革，从当前主要大单品的表现来看，梦 6+站稳 600 元价位段，梦 3 水晶版已完成省内老梦 3 替换，天之蓝换代升级逐步下沉，海之蓝停货升级，双沟和蓝色经典系列分开运作，均体现出良性趋势。公司于 4 月 21 日已启动“大千 70 天·夏季风暴”营销专项行动，内部机制、产品批价、渠道表现等均稳定，有望助力公司顺利达成经营目标。盈利预测与投资评级：公司持续打造大单品，梦 6+已经步入势能轨道，我们调整 2022-2024 年收入为 304.2/358.4/412.8 亿元，外部环境形势和疫情管控的影响持续性尚存在不确定，我们暂略调整 EPS 为 6.22/7.35/8.53 元（2022、2023 年前值为 6.26、7.52 元），2022 年对应 PE 为 23 倍，维持“买入”评级。风险提示：蓝色经典系列打造不及预期，疫情影响超预期。

（证券分析师：汤军 证券分析师：王颖洁）

联赢激光（688518）：2022 年一季报点评：业绩基本符合预期，看好全年盈利水平提升

事件：公司发布 2022 年一季报。订单充足叠加产能提升，Q1 收入端实现较快增长 2022Q1 公司实现营业收入 3.71 亿元，同比增长 62.78%，在深圳疫情不利影响下，Q1 收入端同比仍大幅提升，基本符合市场预期，我们认为主要系 2021 年新能源行业景气度高，受益动力电池企业持续扩产以及消费电子等行业的拓展，2021 年公司新签订单 35.99 亿元（含税），同比增长 138.66%；同时公司积极进行产能扩张，2022Q1 相关订单加速确认，驱动收入端快速提升。Q1 为公司传统淡季，春节假期影响下，收入占比较低，考虑到公司在手订单充足+产能大幅提升，我们判断后续收入有望实现加速增长。我们判断 2022Q1 公司新签订单增速超过 30%，2022 年新能源行业景气度将延续，我们预计 2022 年公司新签订单增速有望超过 50%，将支撑未来业绩增长。短期盈利水平略有下降，看好 2022 年盈利水平提升 2022Q1 公司实现归母净利润 1492 万元，同比增长 16.86%，实现扣非

后归母净利润 1095 万元，同比增长 69.95%，基本符合我们预期。2022Q1 公司销售净利率为 4.03%，同比-1.57pct，盈利水平略有下降。①毛利端，2022Q1 公司销售毛利率为 38.44%，同比+0.57pct，毛利率稳中有升，我们推测主要得益于公司在设计、采购等环节推进标准化建设带来的成本管控成效，同时高毛利率消费电子行业收入占比有一定提升；②费用端，2022Q1 公司期间费用率为 35.83%，同比+0.66pct，其中销售、管理（含研发）、财务费用率分别为 5.79%、29.88%、0.16%，分别同比-2.01pct、+2.02pct、+0.65pct，销售费用率下降主要系规模效应，销售人员扩张速度低于收入增速，管理费用率上升主要系相关人员增速较高。2022Q1 收入占比较低，费用率较高，净利率水平对全年不具有指引性，考虑费用前置以及人均产值提升带来的期间费用率下降，我们判断 2022 年公司盈利水平有望明显提升。公司长期受益动力电池扩产，横向拓展打开成长空间 受益动力电池扩产浪潮，公司相关业务收入将进入快速增长期。此外，公司持续向汽车、消费电子等领域拓展，进一步打开公司成长空间：①我们预测 2025 年全球动力电池激光焊接设备市场规模将达 257 亿元，公司深度绑定宁德时代，并积极开拓二三线客户，将充分受益于下游大规模扩产；②汽车向轻量化和智能化发展的趋势显现，激光焊接技术优势将日益凸显，公司依托在动力电池领域积累的技术和客户资源，具备一定的先发优势；③激光加工在消费电子行业中正处于黄金上升期，公司正在积极进行研发布局，后续存在较大成长空间。盈利预测与投资评级：考虑到动力电池行业持续扩产带来的订单需求，我们维持公司 2022-2024 年归母净利润预测分别为 3.27 亿元、6.14 亿元、8.90 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 21、11 和 8 倍。公司作为国内激光焊接设备龙头，将充分受益动力电池扩产，维持“买入”评级。风险提示：动力电池扩产不及预期，净利率提升不及预期，订单交付不及预期等。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：黄瑞连）

国盛智科（688558）：2022 年一季报点评：业绩增长稳健，在手订单充足

投资要点 业绩增长稳健，在手订单充足 2022Q1 公司营收 2.75 亿元，同比+18.6%，环比-5.6%；归母净利润 0.42 亿元，同比+20.5%，环比-12.7%；扣非归母净利润 0.39 亿元，同比+17.3%，环比-8.2%，整体业绩增长稳健，环比因季节性因素有所回落。公司精密模具、新能源等下游领域需求良好，同时龙门、卧加等新产品也逐步放量。截至 2022Q1 末，公司存货和合同负债分别为 4.56 和 0.84 亿元，分别同比+77%和+50%，整体在手订单充足。随着产能陆续释放，2022 年公司业绩有望维持较快增长态势。公司经营性现金流净额为-0.34 亿元，主要系公司习惯于一季度进行备库存，原材料储备及税费缴纳增多所致。会计变动导致综合毛利率略有下降，期间费用控制良好 2022Q1 销售毛利率为 27.5%（同比-3.3pct），我们判断主要系会计准则变动，2022Q1 运输费和装卸费列为主营成本（2021Q1 列为销售费用），此外钢材等原材料涨价对数控机床及装备部件业务毛利率产生一定影响。2022Q1 销售净利率为 15.5%（同比+0.2pct），主要系规模效应下期间费用率降低至 11.3%（同比-2.0pct）其中销售/管理（含研发）/财务费用率分别同比-2.0/-0.2/+0.23pct。此外 2022Q1 投入研发费用 1244 万元，占营收比重为 4.52%（同比-0.88pct）十年更新周期下，优质机床企业业绩有望加速释放 行业层面来看，目前制造业增速虽略有放缓，但在十年更新周期的大背景下，我们预计机床行业景气度将延续。公司层面来看：①产品线逐步丰富：公司贴近下游船

用发动机缸体、工程机械、航空航天、新能源汽车等领域加大产品研发，多个新品研发试制完成；龙门系列完成迭代优化，批量上市销售；桥式五轴加工中心批量化投产；②加强市场营销：公司采取经销为主、直销为辅的销售模式，并不断加强市场开发考核机制。2022年公司计划增加10家以上经销商，在重点区域进行直销客户群体的培育，并加速对接新能源、风电等新兴赛道。我们判断随着公司产能逐步释放，业绩有望持续较快增长。同时高研发投入下，公司产品有望逐步渗透长期由外资占领的中高档数控机床市场 盈利预测与投资评级：考虑到疫情影响，我们预计公司2022-2024年归母净利润为2.5（下调9%）/3.5（下调4%）/4.6（下调1%）亿元。当前市值对应PE为15/11/8倍，维持“增持”评级。 风险提示：行业景气度不及预期、毛利率下滑、核心部件依赖外采风险。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：朱贝贝）

上海医药（601607）：2022年一季报点评：主营业务稳健增长，定增落地注入新动能

投资要点 主营业务保持较快增长，定增落地注入新动能：公司实现营业收入568.98亿元，同比增长10.27%，归母净利润12.51亿元，同比下降40.99%，主要为2021年Q1子公司变为联营企业实现一次性特殊收益所致。扣非归母净利润为12.50亿元，同比增长2.98%。公司研发费用投入4.48亿元，同比增长7.95%，还原研发费用后扣非归母净利润同比增长4.24%。参股企业贡献利润1.99亿元，同比下降38.11%，剔除参股企业的影响，主营业务保持较好的增长。由于受到疫情影响，公司实现经营性现金净流出24.90亿元。公司定增于4月8日落地，引入云南白药作为战略投资者，在优化股权结构的同时，拟结合双方优势促进中药大健康等业务共同发展，为中长期发展注入新动能。 加大研发投入，优化激励机制：医药工业板块，2022年Q1公司销售收入69.28亿元，较上年同期上升7.14%；60个重点品种销售收入40.33亿元，同比上升15.05%；工业板块贡献利润5.96亿元，同比增长7.76%。近年来，公司除不断加大研发投入外，也在不断优化组织架构和人员配置，完善绩效考核评估体系，并结合具体项目进展落地中长期激励计划。研发管理中心人员总量从2021年初的613人增至年末的838人，增幅达到37%。 头部地位稳固，拓展服务价值：医药分销板块，2022年Q1公司实现销售收入501.57亿元，同比上升11.39%；医药零售业务实现销售收入17.37亿元，同比下降9.39%。商业板块贡献利润7.46亿元，同比增长27.27%，2022年截至目前新增进口总代产品数量共计5个，继续保持进口创新药商业总代的领先地位，为全球医药企业创新产品提供全供应链一站式管理服务。2022年Q1，公司器械、大健康等非药业务继续保持强劲势头，销售收入达66.98亿元，同比增长约35%。 盈利预测与投资评级：基于：1）分销和工业业务稳定发展；2）中药板块与云南白药合作开发大品种，加速放量；3）I001、X842等创新药即将上市，带来增量；4）商业零售的互联网+平台化建设。我们预计公司2022-2024年归母净利润分别为59.80/69.83/81.94亿元，增速分别为17%/17%/17%，保持双位增速，当前市值对应2022-2024年PE分别为11/9/8倍，维持“买入”评级。 风险提示：疫情反复的影响，集采的风险，商誉减值的风险

（证券分析师：朱国广）

三七互娱（002555）：2022年一季报点评：业绩符合我们预期，全球化战略持续验证，看好出海业绩释放

投资要点 事件：2022Q1公司实现营业收入40.89亿元，yoy+7.11%，

qoq-0.40%，归母净利润 7.60 亿元，yoy+550.80%，qoq-34.17%，扣非归母净利润 7.62 亿元，yoy+19774.29%，qoq-31.21%，业绩落入此前预告区间。出海营收维持同比高增速，持续关注主力产品表现及新游进展。2022Q1 公司海外市场营收超 14 亿元，同比增长超 45%，营收占比超 34%。根据 data.ai 数据，公司于 2022 年 1-3 月中国游戏厂商出海收入排行榜中分别位列第 5/4/4 名；Sensor Tower 公布的 2022 年 1-3 月中国手游收入排行榜中，公司主力出海手游《Puzzles & Survival》分别位列第 6/5/5 名，产品长线运营出色，《云上城之歌》分别位列第 23/16/14 名，流水持续攀升，其韩国地区 iOS 游戏畅销榜 2022 年 1-3 月排名分别为 24/19/13 名，日本地区 iOS 游戏畅销榜 2022 年 2-3 月排名分别为 69/44 名。新游方面，《三国：英雄的荣光》已于中国港澳台、新马等地区上线，蚂蚁题材 SLG《Ant Legion》、放置 SLG《Chrono Legacy》已于美国等地区上线，仍处于早期调优阶段，持续关注后续流水表现。我们认为公司已积累丰富的出海经验，强发行能力与“因地制宜”的出海策略有望持续验证，随着《P&S》逐步释放利润，《云上》及新游上线贡献营收增量，出海业绩将持续增厚，构筑公司业绩第二增长极。利润同比高增，存量产品逐步回收。2022Q1 公司归母及扣非归母净利润同比高增，主要系运营产品所处生命周期不同，《斗罗大陆：武魂觉醒》《荣耀大天使》等多款新游于 2021Q1 上线，推高销售费用，收入费用错配致利润基数较低，2022Q1 游戏步入回收期，稳步贡献利润增量；环比有所下滑我们认为主要系 2022Q1《云上》推广及新游上线致销售费用环比增加。2022Q1 公司毛利率为 86.29%（yoy-0.11pct，qoq+1.60pct），销售净利率为 18.41%（yoy+15.45pct，qoq-9.50pct）。费用端，销售费用率 56.41%（yoy-16.94pct，qoq+11.29pct）；管理费用率 2.64%（yoy-0.06pct，qoq-0.46pct）；研发费用率 6.74%（yoy-1.77pct，qoq+0.44pct）；现金流方面，2022Q1 公司经营活动产生的现金流量净额为 6.06 亿元。盈利预测与投资评级：我们维持此前盈利预测，预计 2022-2024 年 EPS 分别为 1.51/1.82/2.16 元，对应当前股价 PE 分别为 16/13/11X。看好公司持续推进“双核+多元”战略，海内外双轮驱动业绩增长，维持“买入”评级。风险提示：行业政策收紧；新品表现不及预期；海外市场进展不及预期。

（证券分析师：张良卫 证券分析师：周良玖）

伟星新材（002372）：2022 年一季报点评：业绩表现稳健，抗风险能力突出

投资要点 事件：公司发布 2022 年一季报。公司 2022 年 Q1 营收 10.06 亿元，同比增长 12.21%；归母净利 1.17 亿元，同比增长 3.87%，业绩符合预期。收入逆势稳健增长。尽管行业需求偏弱，加之疫情反复对部分地区业务开展有所影响，公司业务仍表现出了较强的韧性，收入逆势增长 12.21%。零售端稳健增长，房产工程由于前期基数较低增速略高于整体，市政工程略有增长。22Q1 期间费用继续摊薄，毛利率及投资收益影响当期利润。利润端，一方面原材料价格相较于去年同期处在高位，22Q1 销售毛利率 36.56%，同比下滑 2.29 个百分点，除原材料价格波动外，由于收入准则调整将包装费计入营业成本也对毛利率造成影响（21 年包装费率约为 1%）。期间费用率继续摊薄，22Q1 销售费用率 11.31%，同比变动-1.42pct；管理费用率 6.20%，同比变动-2.41pct；研发费用率 3.11%，同比变动-0.09pct。此外，22Q1 投资收益为-1988 万元，较上年同期数减少 107.42%，主要系本期宁波东鹏合立股权投资合伙企业（有限合伙）公允价值变动所致。受原材料采购支出增加现金流同比下降。22Q1 经营活动现金流量净额为-7055

万元，去年同期为 1.49 亿元。主要系本期原材料采购增加及支付税费增加所致。22Q1 末存货余额 11.32 亿元，同比增加 38.89%。产品+服务模式打造强议价能力，同心圆战略防水、净水业务快速发展。公司依托优质产品和“星管家”服务模式建立品牌优势，通过扁平化销售渠道管理建立了效率优势。在原材料价格上涨，需求偏弱背景下公司仍能维持稳定的毛利率水平，体现了公司的较强的成本转嫁能力。公司推进同心圆战略，防水、净水等新业务快速发展贡献增量。盈利预测与投资评级：公司持续推进“双轮驱动”战略落地，零售端强化渠道下沉、空白市场扩张以及同心圆产品延伸；工程业务稳健拓展，在地产、市政等领域拓展增量市场同时保证经营质量。在公司同心圆战略的推进之下新品类贡献增量，配套率不断提升。我们维持预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 14.37/16.86/19.56 亿元，对应 PE 分别为 21X/18X/15X，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济下行的风险；原材料价格大幅波动的风险；市场竞争加剧的风险；新业务开拓不及预期的风险。

（证券分析师：黄诗涛 研究助理：任婕）

浙江鼎力（603338）：2021 年报&2022 年一季报点评：海外市场加速突破，收入端实现快速提升

事件：公司发布 2021 年年报和 2022 年一季报。海外市场快速拓展&臂式产品放量，收入端实现快速增长 2021 年公司实现营收 49.39 亿元，同比增长 67.05%，基本符合我们预期，收入高速增长主要原因系 2021 年海外市场疫情影响缓解，客户采购需求回暖，公司充分利用已有优势和资源，海外市场持续拓展，此外，臂式产品快速放量。①分区域看：2021 年国内市场主营业务收入 27.77 亿元，同比增长 36.86%，海外市场主营业务收入 19.79 亿元，同比增长 149.44%，销售占比达 41.61%，同比+13.50pct。②分产品看，2021 年公司臂式产品收入 16.45 亿元，同比增长 191.00%，占主营业务收入比例为 34.61%，同比+14.57pct，剪叉式产品收入 28.47 亿元，同比 32.21%，桅柱式产品收入 2.63 亿元，同比增长 153.95%。2022Q1 公司实现营收 12.53 亿元，同比增长 48.97%，延续较高增长速度，一方面高空作业平台行业高度景气，另一方面公司积极开拓国内外市场，产品销售快速提升。展望 2022 年，随着海外市场持续打开，收入端有望延续强劲表现。臂式占比提升拉低整体毛利水平，公司盈利能力有所下滑 2021 年公司实现归母净利润 8.84 亿元，同比增长 33.17%，低于营收增速，2021 年公司销售净利率为 17.91%，同比-4.55pct，盈利能力有一定下滑。①毛利端，2021 年公司整体毛利率为 29.34%，同比-5.57pct，毛利率下降是净利率下降核心因素，2021 年臂式、剪叉式、桅柱式产品的毛利率分别为 18.16%、32.48%、38.36%，分别同比-0.88pct、-3.76pct、-8.70pct，各产品毛利率下降主要系及原材料上涨、海运费提升等，公司整体毛利率下降主要系低毛利率的臂式产品收入占比大幅提升所致。②费用端，2021 年公司期间费用率为 8.57%，同比-1.85pct，销售、管理（含研发）、财务费用率分别同比-1.13pct、-0.55pct、-0.17pct，各项费用率下降主要系规模效应。2022Q1 公司实现归母净利润 1.96 亿元，同比增长 15.07%，基本符合我们预期，2022Q1 销售净利率为 15.62%，同比-4.6pct，较 2021 年盈利水平也有一定下滑：一方面，2022Q1 销售毛利率为 29.20%，同比-0.83pct；另一方面，2022Q1 期间费用率为 10.09%，同比+3.19pct，主要系汇兑损失，财务费用率同比+2.40pct。双反对公司开拓海外市场影响有限，定增扩产打开成长空间 ①美国商务部已公布对进口自中国的移动式升降作业平台反补贴和反倾销调查终裁结果：公司适用反补贴税率为 11.95%，反倾

销税率 31.54%，双反落地短期会对公司造成一定不利，对竞争力不强靠低价竞争的企业影响更大，提升了进入美国市场的门槛，有利于公司这样的龙头企业获取更多的市场份额。②2021 年公司定增用于年产 4000 台大型智能高位高空平台项目建设，有望解决产能瓶颈，打开公司成长空间。盈利预测与投资评级：考虑到疫情等因素影响，我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 11.55（前值 11.73）亿元、13.80（前值 14.09）亿元、16.63 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 16/14/11 倍。考虑到公司业绩快速增长，以及具备较好的成长性，维持“买入”评级。风险提示：市场竞争加剧、产品价格大幅下降，臂式产品销售不及预期等。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：黄瑞连）

中教控股（00839.HK）：FY2022H1 业绩点评：锦城学院并表，调整后净利+20%，实现高质量增长

投资要点 FY2022H1 营收+29%，调整后归母净利润+20%。2022 年 4 月 29 日公司发布中期业绩公告，FY2022H1 公司实现营收 23.5 亿元，同比增长 29%；归母净利润 11.7 亿元，同比增长 41.5%。调整后归母净利润 9.1 亿元，同比增长 20%，主要调整项目为可转债的公允价值增加 3.18 亿元。截至 2022 年 2 月末，公司在校生人数 30.9 万人，同比+23%，并获批新增本科专业 21 个，实现高质量发展。锦城学院并表，高等教育高质量增长，疫情对中职和国际教育有一定扰动。（1）高等教育：贡献收入 19.5 亿元，同比增长 44%，占总营收的 83%。该分部收入增长主要由业绩期内在校生规模和学费的双重增长及 2021 年 9 月成都锦城学院并表，在校生达到 25 万人。（2）中职教育：收入 3.3 亿元，同比下降 7.9%，在校生 5.6 万人，同比也略有下降。主要因为集团内几所中职所在地受到疫情反复和水灾等的影响，对招生节奏有影响，未来随着疫情的改善，该部分业务将有所恢复。（3）国际教育：收入 7400 万元，同比下降 36%，主要是受疫情影响叠加澳元汇率贬值等不利因素影响所致。随着 2022 年 2 月澳大利亚入境限制的全面放开，我们预计新生人数将有明显增长。职业教育政策助力行业稳健发展。2021 年 10 月中共中央、国务院印发了《关于推动现代职业教育高质量发展的意见》，鼓励社会资本投资职业教育；2022 年 4 月 20 日，全国人大常委会表决通过新修订的职业教育法，将于 5 月 1 日开始实施。新法规鼓励企业发挥重要办学主体作用，对深度参与产教融合、校企合作的企业给予奖励、税费优惠等激励。公司深耕职业教育赛道，有望充分享受相关政策法规红利。现金储备充足，回购彰显管理层信心。截至 2022 年 3 月末，公司现金储备接近 50 亿元。公司宣布将以不超过人民币 5 亿元的资金从公开市场回购公司股份，彰显了管理层对公司和行业长期发展的信心。盈利预测与投资评级：中教控股是我国民办高校的龙头企业，规模优势明显，教学质量突出，职业教育是我国政策鼓励的方向，行业龙头或持续受益，我们维持 2022-2024 财年归母净利润为 18 亿元/21.8 亿元/25.5 亿元，最新收盘价对应 2022 年 PE 分别为 7 倍，维持“买入”评级。风险提示：疫情反复，招生不及预期，政策风险等

（证券分析师：吴劲草 研究助理：谭志千）

林洋能源（601222）：2021 年报&2022 一季报点评：智能电表、新能源强力支撑，储能业务蓄势待发

投资要点 2021 年实现归母净利润 9.3 亿元，同比-6.69%，符合我们的预期。公司 2021 年年报和 2022 年一季报显示公司 2021 年实现营收 52.97 亿元，同比-8.66%；实现归母公司净利润 9.3 亿元，同比-6.69%，略低于市场预期。其中 2021Q4 实现营收 11.72 亿元，同比-15.10%，

环比-17.12%；实现归母净利润 0.85 亿元，同比+37.14%，环比-71.83%。2022Q1 实现营业收入 9.84 亿元，同比+2.93%，环比-16.07%；实现归母净利润 1.79 亿元，同比+3.68%，环比+110.57%，基本符合我们的预期。国内市场稳健发展，海外业务持续布局。公司 2021 年智能板块实现销售收入 20.89 亿元，同比-19.03%。国内市场看，2021 年公司在国网、南网、地方电力中标数量及金额均名列前茅，在国网合计中标约 6.57 亿元，在南网合计中标约 2.73 亿元，合计中标金额 9.3 亿元，同比+33.81%。后续项目落地、增长稳定性强。海外市场看，公司 2021 年海外销售占比约 35%，2022 年会继续提升。目前海外在手订单超 7 亿元，2022 年会陆续交付，海外市场持续放量。加快光伏项目储备，深化央国企 EPC 业务。公司 2021 年新能源板块实现销售收入 30.37 亿元，同比略降 0.39%。其中 EPC 业务收入实现 14.8 亿元，毛利率 16.28%。截至 2021 年底公司已并网运营的各类光伏电站约 1.6 个 GW，运维电站超过 3.5GW，储备光伏项目超 6GW（启东 2GW+、安徽 2GW 和荆门 3GW），2022 年公司计划开工 2.5GW 新能源项目。电站运维效益逐步提升，业绩增量可期。储能新业务蓄势待发，各类储备项目超 3GWh。公司注重推动完善储能上下游产业链条布局，2022 年公司将与亿纬锂能共同完成年产 10GWh 磷酸铁锂储能专用电池工厂的建设，并在启东建设年产能超 2GWh 的储能电池 PACK 和系统集成生产、测试基地。公司目前储备项目资源超过 3GWh，我们预计 2022 年底交付完成并确认销售的储能容量不低于 600MWh，计划未来三年再开发储备 5GWh 储能项目，或将成为新的业绩增长点。盈利预测与投资评级：由于海外运费快速上涨和汇率大幅变化，加之光伏原材料价格上涨，我们下调公司业绩，我们预计公司 2022/23/24 年归母净利润 12.1/14.8/17.4 亿元（前值 2022/23 年为 16.34/20.10 亿元），同增 30%/22%/17%。我们给予公司 2022 年 14 倍 PE，对应目标价 8.26 元，维持“买入”评级。风险提示：竞争加剧，原材料供给不确定。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：陈瑶 研究助理：郭亚男）

2021 年报&2022 年一季报点评：Q1 略超市场预期，国产机器人龙头有望迎盈利拐点

投资要点 紧抓新能源机遇，2022Q1 业绩略超市场预期 2021 年公司实现营收 30.2 亿元，同比+20.3%；归母净利润 1.2 亿元，同比-4.75%；扣非归母净利润 0.7 亿元，同比+9.7%。受益于机器人行业快速增长及公司自主品牌影响力的提升，收入较快增长。分业务来看：①工业机器人及智能制造系统：2021 年收入 20.2 亿元，同比+20.4%。Cloos 协同效应显著，焊接机器人国内收入同比+153%；②自动化核心部件及运动控制系统：2021 年收入 9.98 亿元，同比+20.1%。Q4 单季度实现营收 7.2 亿元，同比-3.8%，环比-2.9%；归母净利润 0.34 亿元，同比-19.9%，环比+37.0%，我们判断主要系 2021Q4 制造业受双限影响景气度下滑所致。2022Q1 实现营收 8.05 亿元，同比+26.6%，环比+12.0%；归母净利润 0.60 亿元，同比+83.7%，环比+75.7%；扣非归母净利润 0.25 亿元，同比+12.2%，业绩略超市场预期。尽管有疫情影响，但公司紧抓新能源发展机遇，持续获得龙头企业的较大订单。分业务来看，自动化核心部件及运动控制系统业务收入 2.34 亿元，同比+10.37%；工业机器人及智能制造系统业务收入 5.71 亿元，同比+34.70%。截至 2022Q1 末公司存货为 8.80 亿元，同比+23%；合同负债为 2.10 亿元，同比-28%，2022Q1 机器人订单同比增长超过 50%。2022Q1 经营活动净现金流为-0.31 亿元，较 2021Q1 下降较多，主要系公司为后续

订单进行材料储备发生的付款支出增加。工业机器人业务毛利率稳步提升，布局新领域短期盈利承压 2021 年毛利率 32.5%，同比-1.6pct，分业务来看：①工业机器人及智能制造系统：毛利率 32.46%，同比+0.15pct；②自动化核心部件：毛利率为 32.71%，同比-5.09pct，主要受到疫情、汇率，以及电子元器件采购物流不畅等因素影响。目前公司已通过提价、国产替代等手段来消除影响。Q4 单季度毛利率 29.37%，同比+1.8pct，环比-4.8pct。2022Q1 毛利率 32.7%，同比-1.7pct，环比+3.4pct，原因主要系：1) 2021 年原材料大幅涨价；2) 产品销售结构变化影响，2021Q2 开始海外高毛利产品销售收入逐步降低。2021 年销售净利率 5.2%，同比-0.8pct。期间费用率为 29.2%，同比-3.5pct。其中销售/管理（含研发）、财务费用率分别同比+0.3/-0.7/-3.1pct。公司为构建 Cloos 中国同比增加费用约 2,000 万元，攻克新能源行业累计投入约 4,000 万元，虽然公司利润短期内受到影响，但有利于公司长期战略的实现。我们判断，随着原材料价格逐步趋稳，机器人本体出货量提升，规模效应进一步凸显后，公司盈利能力将迎来上升期。持续加码研发，国产工业机器人龙头地位稳固 2021 年公司持续加码研发，研发支出合计 2.82 亿元，占营业收入的比重为 9.33%（同比+1.21pct）；得益于公司高研发投入，2021 年公司发布多款运动控制及机器人新产品，包括全系列 ED3L 驱动器、8kg 的焊接机器人、45kg 折弯机器人等。长期来看，公司立足于机器人黄金赛道，在人口红利逐渐消失的背景下，行业未来空间大。公司拥有“核心部件+本体+机器人集成应用的全产业链优势，国内机器人龙头地位稳固。盈利预测与投资评级：考虑到疫情影响，我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 2.6（下调 13%）/3.9（下调 9%）/5.5 亿元，当前市值对应 PE 分别为 49/33/23 倍，维持“增持”评级。风险提示：宏观经济下滑风险、疫情影响风险、原材料价格波动风险。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：朱贝贝）

星源材质（300568）：2022 年一季报：Q1 单平盈利大幅提升，业绩符合市场预期

投资要点 2022 年 Q1 公司实现归母净利 1.68 亿元，同环比大增 171%/137%，业绩预告中值偏上，符合市场预期。2022 年 Q1 公司实现营收 6.64 亿元，同比增加 57.39%，环比增长 21.68%；归母净利润 1.68 亿元，同比增长 171.03%，环比增长 137.42%，扣非归母净利润 1.57 亿元，同比增长 177.83%，环比增长 60.47%。盈利能力方面，Q4 毛利率为 44.42%，同比增长 10.37pct，环比增长 2.28pct；归母净利率 25.22%，同比增长 10.57pct，环比增长 12.29pct；Q1 扣非净利率 23.7%，同比提升 10.27pct，环比提升 5.73pct。公司此前预告 2022 年 Q1 归母净利润 1.62-1.72 亿元，业绩处于预告中值偏上，符合市场预期。2022 年 Q1 出货 3.3 亿平，单平净利同环比大幅提升。公司 2022 年 Q1 预计出货 3.3 亿平左右，环比微增，隔膜下游需求旺盛，公司 Q2 排产未受疫情影响，环比预计进一步提升，随着新增产能释放，预计 2022 全年出货 17 亿平+，同增 40%+。盈利层面来看，我们测算公司 2022Q1 单平扣非净利 0.47 元/平左右，环比提升 50%+，量利齐升超市场预期，主要由于 2022 年 Q1 公司受益于 LG 需求拉动，海外客户占比提升，产品结构持续改善，涂覆膜占比进一步提升至 50%+。公司加大扩产力度，2022 年 Q3 产能再上新台阶。2021 年公司产能 15 亿平满产满销，后续还将于常州、瑞典进一步扩产干法、湿法产能。公司国内规划 8 亿平产能，Q3 起新增干法及湿法产能放量，我们预计 2022 年全年隔膜出货 17 亿平以上，同比+40%；2023 年产能释放，增长提速，我们预计 2023 年出货 25 亿平以上，同比+47%以上。盈利层面，由于

隔膜 2022-2023 年供给持续偏紧，且公司海外客户、涂覆膜占比仍有较大提升空间，盈利水平有望继续维持高位。 盈利预测与投资评级：考虑公司产销两旺，盈利能力进一步改善，我们维持公司 2022-2024 年归母净利 7.0/10.9/15.3 亿元的预期，同增 149%/55%/41%，对应 PE 35/23/16X，给予 22 年 48xPE，目标价 29 元，维持“买入”评级。 风险提示：电动车销量不及预期

(证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕 研究助理：岳斯瑶)

太平鸟 (603877)：Q1 业绩承压，期待费用控制显效

投资要点 公司公布 2022 年一季报：22Q1 营收 24.64 亿元/yoy-7.74%、扣非归母净利润 1.12 亿元/yoy-40.24%、归母净利润 1.90 亿元/yoy-6.44%。收入下滑主因女装高基数下滑、乐町仍处调整承压期、叠加疫情影响，扣非净利下滑较多主要受到毛利率下滑、费用率提升拖累，由于 21Q1 扣非归母净利为上市以来最高水平、因此 22Q1 从绝对值看仍处较高水平，此外 22Q1 收到 0.93 亿元政府补助、促归母净利下滑幅度较扣非净利大幅收窄。 分品牌看，男装、童装稳健，女装、乐町承压。22Q1 男装/童装/女装/乐町营收分别同比 +4.27%/-0.58%/-12.37%/-21.75%，分别占总营收的 33.7%/12.8%/39.23%/11.6%。其中男装得益于过去两年对产品风格从青年休闲向运动潮酷方向调整，发展态势转好、恢复增长；童装经过重新定位高端，产品口碑改善、复苏势头较好；女装受品类企划偏差影响波动，当前正在调整梳理，公司预计经过半年调整会出现好转；21 年表现不佳的乐町仍然在风格调整中，当前压力略大于女装。 分渠道看，直营渠道下滑较多、主动关店持续推进。22Q1 线上/直营/加盟营收分别同比 -3%/-12.89%/-0.51%，分别占比 32%/48%/20%。其中：线上下滑主因天猫平台女装、乐町表现不佳，抖音平台增速放缓；截至 22Q1 公司门店 5074 家/净关店 140 家/yoy-2.7%，其中直营 1590 家/净关店 26 家/yoy-1.6%、加盟 3484 家/净关店 114 家/yoy-3.3%，其中加盟渠道关店数较多主因 21 年末 70-80 家关店延迟至 22Q1 确认、22Q1 实际净闭店 30+家。公司计划 22 年继续推进直营净闭店（关闭不产生净现金流、净利润的低效门店）、加盟延续扩张（22 年目标拓店 300 家左右、主要集中于 Q3 开店）。 毛利率下降、费用率上升，22 年计划加大控费力度。1) 毛利率：22Q1 毛利率同比 -1.69pct 至 54.19%。分渠道看，线上/直营/加盟分别同比 +2.38/-2.38/-3.51pct 至 44%/64.31%/46.89%。直营毛利率下滑主因直营渠道加大老货处理、同时新品折扣率较以往更为柔性（新品售罄率下降时通过调整折扣进行改善）；加盟毛利率下滑主因部分老货通过加盟渠道消化、公司加大对新开加盟商支持（如装修补贴等）。分品牌看，女装/男装/乐町/童装毛利率分别同比 -3.25/+0.11/-6.30/+1.63pct 至 55.93%/54.64%/49.53%/54.66%，其中女装、乐町受零售端压力毛利率下滑，男装、童装趋势改善，毛利率提升。2) 费用率：22Q1 费用率同比 +1.34pct 至 46.11%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比 +0.5pct/+0.93pct/-0.09pct/持平。21 年费用拖累业绩、22Q1 费用率仍然偏高，未来计划通过关闭低效直营店、加大渠道租金谈判刚性、控制线上 KOL 和抖音费用投放、控制后台管理费用等方式有效降低费用。3) 存货：22Q1 末存货 22.6 亿元/yoy+5.37%、存货周转天数增加 23 天至 192 天，主要来自 21 年下半年库存积压，当前公司重视理性投产、控制产销比，我们预计库存有望持续下降。 盈利预测与投资评级：公司聚焦时尚服饰行业，数字化转型布局长期高质量增长。20 年疫情后在同行中复苏较早、复苏力度较大，21 年下半年因疫情影响终

端销售、费用投放较多、Q4 业绩承压拖累全年业绩，22Q1 受女装、乐町调整及疫情影响，业绩继续呈现下滑。公司计划采取有力措施加强费用控制、缓解业绩压力。考虑疫情影响，我们将 22 年归母净利润同比增速从 17.37% 下调至 15.17%，预计 23-24 年归母净利润分别同比+16%/14%，22-24 年 EPS 分别为 1.64/1.89/2.16 元/股，对应 PE 分别为 11/10/9X，维持“增持”评级。风险提示：疫情恶化、经济疲软、费用控制不及预期。

（证券分析师：李婕 研究助理：赵艺原）

方大特钢（600507）：2022 年一季报点评：盈利韧性领先行业，毛利率维持高位

事件：公司发布 2022 一季报，2022Q1 公司实现营业收入 52.32 亿，同比增长 29.46%；实现归母净利润 5.4 亿，同比增长-2.08%。点评：盈利韧性领先行业，毛利率维持高位。2022Q1 公司归母净利润同比、环比分别下滑 2%、8%；但相较于钢铁同业业绩表现明显下滑，公司盈利韧性领先行业，且公司毛利率仍维持在 15% 以上，远超行业平均水平。管理优势明显，股权激励再造生机。在差异化核心成本战略下，方大特钢通过控制低人工、折旧、能源、制造费用等非原材料成本，提高劳动生产率，降低内部总成本。根据最新披露的 2021 年报，2021 年方大特钢的 ROE 达 28.9%，并且在 2011-2020 十年中一直处于行业领先地位，并基本维持在 20% 以上的高 ROE 状态。此外，方大特钢自上市以来共推出过三份股权激励计划，分别于 2012 年、2017 年推出股票期权计划和 2021 年的限制性股票激励计划。高分红，价值投资典范。方大特钢多年维持着高度的分红频率以及高额的股息率，给投资者带来了高度的投资回报。2020-2021 年方大特钢公司股利支付率高达 110%、88%，股息率分别为 15.9%、14.2%，如此高的股息率也属行业罕见。体外庞大，关注后续资产注入。上市公司控股股东方大钢铁集团将参与收购萍钢股份作为过渡，并承诺收购成功，等时机成熟，再通过转让或者其它方式注入方大特钢。萍钢股份作为江西三大钢铁厂之一，未来注入公司仍将赋予公司成长性。钢铁行业：减产下供需改善。发改委例会表示 2022 年将继续产量压减工作；目前看来平控是底线，继续减产概率较大。疫情缓解后，钢铁将迎来季节性、年初项目延后叠加出口的三重需求回升，全年预测钢铁需求增长 1-2%；钢铁基本面有望迎来钢价涨、盈利增的局面。盈利预测与投资评级：我们预测公司 2022-2024 年收入分别为 239/240/243 亿元，同比增速分别为 10%/1%/1%；基于公司 2022Q1 利润，我们维持公司 2022-2024 年归母净利润分别为 31/32/33 亿元，同比分别为 14%/4%/3%；对应 PE 分别为 5.8/5.6/5.4x。考虑公司估值处于历史偏低水平，ROE 明显高于同业且盈利韧性强，故维持公司“买入”评级。风险提示：需求不及预期、原材料价格波动、公司自身经营风险。

（证券分析师：杨件 研究助理：王钦扬）

瀚蓝环境（600323）：2022 年一季报点评：固废净利高增 69%，股东增持坚定信心

投资要点 事件：2022 年一季度公司实现营业收入 27.27 亿元，同比增长 32.04%；归母净利润 1.59 亿元，同比减少 34.3%。固废净利润高增约 69%，燃气购销差价扭亏转盈在即。1) 固废板块：收入同增 38.42%至 15.13 亿元，净利润高增 69%至 2.48 亿元，主要受益于垃圾焚烧新项目投产、环卫收入增加、项目产能利用率及吨上网持续上行，2022Q1 公司吨垃圾上网提升至 330 度。2) 能源板块：收入同增 35.83%至 8.28 亿元，主要系天然气销量增加、销售均价提升所致。由于国际

气价上行&配气限价政策，2022Q1 能源业务亏损约 1.6 亿元。公司已积极推进顺价&气源供应多样化，3 月中下旬起工业客户部分气量、气价均有所提升，预计 4 月天然气购、销差价倒挂情况得到扭转。3) 排水板块：收入同增 42.92%至 1.47 亿元，主要是补确认部分污水处理厂过渡期间污水处理结算收益，污水管网运营收入增加所影响。

“大固废”战略稳步推行，未投运垃圾焚烧项目规模占比 25%。截至 2022 年 3 月底，公司生活垃圾焚烧发电在手项目规模 34,150 吨/日（不含参股项目），其中已投产规模 25,550 吨/日，试运营规模 500 吨/日，在建规模 3,350 吨/日，筹建规模 1,450 吨/日，未建规模 3,300 吨/日。剔除会计政策影响，经营性现金流净额约为 1 亿元。1) 2022Q1 公司经营活动现金流净额同降 123.56%至 -1.12 亿元，主要系能源业务 Q1 同比亏损、应收账款回款未有明显改善和执行解释第 14 号及相关列报规定所致。如剔除解释第 14 号的影响，经营活动现金流净额约为 1 亿元；2) 投资活动现金流净额 -8.86 亿元，同增 6.75%；3) 筹资活动现金流净额 7.42 亿元，同增 21.36%。 费控良好，期间费用率下降 2.54pct 至 11.43%。其中，销售、管理、研发、财务费用率分别下降 0.24pct、下降 0.95pct、下降 0.64pct、下降 0.71pct 至 1.03%、5.13%、0.79%、4.49%。 控股股东增持，彰显长期发展信心。公司控股股东母公司南海控股计划在未来 6 个月内增持公司股票总计不低于 600 万股且不超过 1000 万股。截至 4 月 28 日，南海控股已累计增持 313.47 万股，占总股本的 0.38%。 固废产业园具备先发优势对标“无废城市”，降本增效实现异地复制。十四五期间国家推进 100 个“无废城市”建设。公司打造了国内首个固废全产业链综合园区—南海固废处理环保产业园，具备社会综合成本最小化的优势和先发优势。综合产业园可通过能源协同、环保设施协同、处理处置协同三大优势，实现降本增效，现已在顺德、开平等多省市成功移植推广，积累了成功经验，未来复制推广可期。 盈利预测与投资评级：我们认为公司凭借其优秀的横向扩张&整合能力，有望持续拓展提升盈利规模，燃气业务有望顺价迎来恢复式增长。我们维持 2022-2024 年归母净利润预测 13.72/16.36/18.96 亿元，当前市值对应 2022-2024 年 PE 为 11/9/8 倍，维持“买入”评级。 风险提示：政策推广项目进展不及预期，行业竞争加剧，政策风险

（证券分析师：袁理 研究助理：赵梦妮）

恒生电子（600570）：2022 年一季报点评：短期因素导致利润承压，金融市场变革坚定长期逻辑

事件：2022 年 4 月 27 日，恒生电子发布 2022 年一季报，公司实现营业收入 9.73 亿元，同比增加 29.59%，归母净利润 -0.41 亿元，同比减少 124.49%，扣非归母净利润 0.15 亿元，同比减少 59.13%。业绩表现符合市场预期。 投资要点 人员薪酬开支增长和疫情等短期因素造成业绩承压：2022 年一季度，公司扣非归母净利润同比减少 59.13%，主要系公司 2021 年人员大幅增长 37%，人员成本费用相对刚性，但营收端受到一定的疫情影响，交付有所减缓。2022 年第一季度公司研发费用率为 51.58%（+1.98pct，同比，下同），销售费用率为 10.20%（+1.23pct），管理费用率为 13.39%（-0.4pct），整体毛利率为 70.36%（-2.63pct）。我们认为人员增加和疫情影响造成的扣非归母净利润减少是暂时的，人员增长是为公司后续高速发展做准备，随着疫情好转，营收增速恢复，公司盈利能力将会提升。 新管理层上任，业务板块重新划分，战略更加清晰：2022 年 4 月 16 日，公司公告选举新的管理层，为公司面向数智金融新时代的发展，提供更好的组织保障和强大动力。在 2022 年一季报中，公司重新划分业务板块，将 TA 相关

产品线以及保险核心 IT 业务由原大零售 IT 业务分别调入大资管 IT 业务以及企金、保险核心与基础设施 IT 业务，各项业务内部也做了相应整合。通过此次调整，公司大零售 IT、大资管 IT 更加聚焦标准化产品，企金、保险核心与基础设施 IT 业务为客户提供更多个性化服务，数据风险与平台技术聚焦大数据等新兴业务。公司战略更加清晰，打造驶向数智金融 2030 的“高铁模式”。金融行业不断创新变革，恒生长期逻辑依旧坚定：2022 年 4 月 26 日，证监会发布《关于加快推进公募基金行业高质量发展的意见》，明确提出要壮大公募基金管理队伍，积极推进商业银行、保险机构、证券公司等优质金融机构依法设立基金管理公司；着力提升投研核心能力；持续强化合规风控能力；积极鼓励产品及业务守正创新。基于此，基金、证券 IT 行业的客户数量和单个客户产品价值量都将有望提升，恒生电子作为行业领导者，有望长期受益于金融行业变革创新。盈利预测与投资评级：中国金融行业未来将不断变革创新，蓬勃发展，带来大量 IT 建设需求，恒生电子技术领先，战略全新定位，走向数智金融。虽然有疫情等短期因素影响，我们看好公司长期成长价值，维持 2022-2024 年归母净利润预测为 16.97/19.53/22.38 亿元，维持“买入”评级。风险提示：政策推进不及预期；疫情加剧风险；产品研发进度不及预期。

（证券分析师：王紫敬 研究助理：王世杰）

通策医疗（600763）：2021 年年报及 2022 年一季报点评：疫情影响短期业绩，蒲公英计划助力长期持续增长

投资要点 事件：2021 年，公司实现营业收入 27.81 亿元（+33.19%，实现归母净利润 7.03 亿元（+42.67%）。2022 年 Q1，实现营业收入 6.55 亿元（+3.74%），实现归母净利润 1.66 亿元（+1.25%）。业绩低于我们预期，主要受到疫情影响较大。分院和省外收入占比提高，利润率水平持续提升。分业务来看，2021 年，公司医疗服务收入 26.32 亿元（+31.06%），收入占比 94.67%；其中，种植、正畸、儿科、修复、大综合的收入占比分别为 17%、21%、20%、16%、26%，同比分别增长 38%、30%、32%、25%、31%，全年来看，高毛利的种植、正畸依然保持较快增长。2021 年，公司在浙江省内的营业收入为 23.74 亿元（+31%），收入占比 90%，其中区域总院（杭口）收入为 7.32 亿元（+21%），收入占比 31%，同比下降 2pct；区域分院收入为 16.42 亿元（+36%），收入占比 69%，同比提升 2pct；区域分院收入占比提升，业绩贡献提高。2021 年公司整体销售毛利率、销售净利率分别为 46.06%（+0.89pct）、28.27%（+2.17pct），2022Q1 公司销售毛利率、销售净利率分别为 46.75%、29.07%，公司利润率水平持续提升。蒲公英分院开业稳步推进，未来将显著贡献公司业绩增长。截至 2021 年底，公司在浙江省内口腔医疗机构 43 家，还有 8 家分院分别处于筹备、建设、验收阶段，另有 10 家分院完成立项，即将开始建设。公司根据蒲公英团队、三人组建设进度做出相应的调整，控制开业进度，保证分院开业的扩张成功且高效。省外武汉、西安、成都三个中心城市建设区域总院，武汉存济口腔医院 2021 年门诊同比增长 82%，营收同比增长 63%，实现盈亏平衡，其首家蒲公英分院也将于 2022 年开业。西安存济医学中心由口腔、眼科、妇产联合组成，2020 年 10 月试营业，优于武汉存济同期水平，发展符合预期。中期而言，紫金港医院作为公司重点布局的头面部医学中心，兼具疾病预防、保健、科研、教学等多重功能，进一步提升公司接诊能力，保障公司中期增长动力。长期而言，公司“区域中心医院+特色医院”的优势有望持续，蒲公英分院经过成长周期进入投资回报周期，将推动公司业绩再次进入高速增长阶段。盈利预测与投资评级：考虑疫情因素、

蒲公英分院开设投资对于公司短中期利润端影响，我们将公司2022-2023年归母净利润由9.75/12.95亿元调整为8.07/10.70亿元，预计2024年为13.74亿元，对应当前市值2022-2024年PE估值分别为49/37/29倍。长期看，随着疫情平复，未来蒲公英分院逐步成熟将推动公司业绩加速增长。维持“买入评级”。风险提示：医院扩张或整合不及预期的风险；医院盈利提升不及预期的风险；疫情反复加剧风险。

（证券分析师：朱国广 研究助理：冉胜男）

宝钢股份（600019）：2022年一季报点评：成本上涨业绩承压，大比例分红持续

事件：公司发布公告：2021年全年归母净利润236亿元，同比增长86%；2022Q1实现归母净利37亿元，同比下降30%。公司2021年下半年分红方案：每股派发现金股利0.25元。点评：原燃料价格上涨导致业绩承压。由于2021Q4动力煤、铁合金价格大增，公司毛利率大幅走弱，毛利率仅为6.0%，环比下滑8.7pct；而2022Q1国内钢铁市场供需双弱，且原材料价格上行，因此毛利率仅为9.8%，同比下滑4.7cpt。延续大比例分红，滚动股息率近10%。经我们计算，公司2021年全年分红为131亿元，分红比例高达55%，延续了公司的大比例分红；全年每股股利为0.6元，2021年滚动股息率近10%。拟实行第三期股权激励。公司发布第三期股权激励草案：拟授予不超过占比总股本2.25%的股票，覆盖对象包括总经理、董事会秘书等高管及各类骨干4000人。考核条件为2022-2024年ROE分别不低于8%、8.5%、9.0%等。授予价格为每股4.29元。我们认为此激励覆盖范围广、授予条件优厚，有望充分激发公司生产经营的积极性。成本削减工作持续深化：2021年公司实现成本削减11.5亿元，超额完成年度目标，有效支撑公司经营业绩。2022Q1公司降费进程推进，管理费用率降至1.1%，同比下降0.5个百分点；销售费用降至0.5%，同比下降0.3个百分点；财务费用维持在0.5%。钢铁行业：减产下供需改善。发改委例会表示2022年将继续产量压减工作；目前看来平控是底线，继续减产概率较大。疫情缓解后，钢铁将迎来季节性、年初项目延后叠加出口的三重需求回升，全年预测钢铁需求增长1-2%；钢铁基本面有望迎来钢价涨、盈利增的局面。盈利预测与投资评级：我们预计2022-2024年收入分别为3372/3810/3696亿元，同比增速分别为-8%/13%/-3%；基于公司2022Q1业绩，我们将公司2022-2023年归母净利润由325/310亿元调整至220/250亿元，即2022-2024年公司归母净利润220/250/240亿元，同比增速分别为-7%/13%/-4%，对应PE分别为6.4/5.6/5.9x，估值仍处历史低位；故维持公司“买入”评级。风险提示：下游需求不及预期；成本控制不及预期。

（证券分析师：杨件 研究助理：王钦扬）

高测股份（688556）：2021年报&2022一季报点评：Q1业绩大超预期，切片代工逻辑逐渐兑现业绩

事件：2022年4月28日晚公司发布2021年报及2022一季报。投资要点 切片代工2021年首次实现收入1.1亿元，2022Q1业绩大超预期：2021年公司实现营收15.7亿元，同比+110%；归母净利润为1.7亿元，同比+193%；扣非归母净利润为1.7亿元，同比+303%。其中切割设备收入9.8亿元，同比+74%，占比63%；金刚线营收2.9亿元，同比+37%，占比19%；切片代工新业务首次实现收入1.1亿元，占比7%；创新业务收入1.1亿元，同比+323%，占比7%。2022Q1实现营收5.6亿元，同比+103%，环比-6%；实现归母净利润0.97亿元，同比+173%，环比+58%；扣非归母净利润0.97亿元，同比+244%，

环比+24%。控费能力优异，Q1 单季净利率超 17%创历史最高水平：2021 年毛利率为 33.7%，同比-1.6pct；净利率为 11%，同比+3.1pct。期间费用率为 20.3%，同比-7.6pct，其中销售费用率为 4.0%，同比-1.3pct，管理费用率（含研发）为 15.9%，同比-5.5pct，财务费用率为 0.4%，同比-0.8pct。2022Q1 毛利率为 37.7%，同比+4.4pct，环比+3.0pct；净利率为 17.4%，同比+4.5pct，环比+7.1pct，单季度净利率创历史最高水平。期间费用率为 16.9%，同比-4.6pct，环比-0.4pct，控费能力稳步加强。主业切割设备订单高增，新业务切片代工需求旺盛再次上调规划产能：截至 2022Q1 末，公司存货为 6.2 亿元，同比+82%；合同负债为 2.8 亿元，同比+74%，表明在手订单充足。截至 2021 年末，公司切割设备在手订单 8.5 亿元，同比+132%，主业订单高增。2022Q1 公司经营活动净现金流为-1.4 亿元，主要系订单较多使得原材料采购和薪酬支付增加。新业务切片代工是根据订单和需求确定性扩产，公司此前一共规划了 35GW 产能，受益于下游需求旺盛，4 月 8 日公告再扩建湖二期 10GW，4 月 28 日公告将建湖二期 10GW 上调至 12GW，根据扩产节奏，我们预计公司 2022-2024 年产能分别达到 21GW、40GW、47GW，增厚业绩弹性。即使考虑后续硅片价格下降和持续让利客户，我们保守估计单 GW 利润在 2000 万，则 47GW 产能对应的利润超 9 亿元。盈利预测与投资评级：下游光伏行业高景气度，公司作为切片设备&耗材龙头持续受益；同时开拓切片代工业务，有望迎来新业绩增长点。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 4.4（上调 10%）/7.1（上调 13%）/9.4 亿元，对应 PE 分别为 23/14/11X，上调“买入”评级。风险提示：若行业受政策波动影响风险，业务拓展不及预期。

（证券分析师：周尔双 研究助理：刘晓旭）

首旅酒店（600258）：2022 年一季报点评：经营低于市场预期，疫情反复或致业绩持续承压

投资要点 2022 开年疫情反复致酒店经营承压，亏损同比扩大。2022Q1 公司营收 12.1 亿元（yoy-4.64%），归母净利润-2.32 亿元（2021 年同期-1.82 亿元），扣非归母净利润-2.59 亿元（2021 年同期-1.9 亿元，亏损扩大），我们预计主要由于 2022 年开年以来全国多地疫情反复叠加严格管控措施致文旅出行需求锐减，公司业务受到较大冲击。分业务情况：2022Q1 公司酒店营收 11.1 亿元（yoy-3.99%），利润总额-3.2 亿元（较上年同期亏损增加 4,629.33 万元）；景区运营业务营收 1.0 亿元（yoy-11.05%），利润总额为 5,339.11 万元，较上年同期下降 751.23 万元。经营复苏欠佳，经济型酒店入住率优于中高端。1）整体口径：2022Q1 首旅如家全部酒店 RevPAR 86 元（yoy-8.8%），其中中高端/经济型酒店 RevPAR 分别为 111/78 元；平均房价 174 元（yoy+3.0%）；出租率 49.2%（yoy-6.3pct），经济型酒店出租率优于中高端酒店。2）成熟店口径：2022Q1 首旅如家成熟门店共 3,630 家（开业 18 个月以上），RevPAR 88 元（yoy-10.5%）；平均房价 172 元（yoy+0.9%）；出租率 51.1%（yoy-6.5pct）。持续扩张，储备门店丰富。2022Q1 新开店 190 家，净增 77 家。截至 2022Q1 末公司酒店数量 5,993 家，其中经济型/中高端/轻管理/其他酒店分别为 2,259/1,426/1,771/537 家，此外，Q1 末已签约未开业和正在签约店为 1,827 家（环比 2021 年底增加 36 家），公司储备门店数量较多，或有望在疫情好转下快速释放。收入承压致成本费用结构环比波动。2021 年公司毛利率 5.8%（环比 2021Q4-13.7pct），主要系收入端承压，营业成本刚性所致。销售费用率 4.7%（环比-0.6pct），管理费用率 15.2%（环比+1.9pct），财务费用率 9.3%（环比+0.4pct），疫情降收使得费用率出现波动。盈利预测

与投资评级：考虑 2022Q1 高传染性奥米克戎疫情持续反复及后续易紧难松的防控措施超 2021 年水平，我们保守假设 2022 年酒店入住率不振将使得 RevPAR 复苏迟滞，而公司营业成本及管理费用相对刚性，业绩端或持续承压。我们调整公司 2022-2024 年归母净利润至 -1.0/9.75/11.6（前值为 4.3/9.9/11.8 亿元），2022-2024 年归母净利润增速为 -286%/1042%/19%，当前股价对应 2023-2024 年动态 PE 26/22 倍，维持“增持”评级。风险提示：疫情反复致宏观经济波动，行业竞争加剧风险，酒店经营&扩张低于市场预期风险。

（证券分析师：汤军 研究助理：李昱哲）

国电南瑞（600406）：2021 年报及 2022 年一季报点评：电网龙头平波稳进，Q1 业绩表现亮眼

投资要点 2021/2022Q1 营收同比+10%/+17%，归母净利润同比+16%/+88%，2021 年业绩符合市场预期、2022Q1 利润端超市场预期。2021 年实现营收 424.11 亿元，同比+10.15%；归母净利润 56.42 亿元，同比+16.30%。2022Q1 实现营收 57.55 亿元，同比+16.95%；归母净利润 3.79 亿元，同比+88.37%。2021 年毛利率为 26.9%，同比+0.1pct，2022Q1 毛利率 23.4%，同比+1.4pct；2021 年归母净利率为 13.3%，同比+0.7pct，2022Q1 归母净利率 6.6%，同比+2.5pct（对应期间费用率下降 2.6pct 至 18.0%）。2022Q1 毛利率因业务结构略有提升+费用率下降较多，故归母净利润增长超市场预期。年报公布 2022 年经营目标，延续稳健风格：实现营收 468 亿元、同增 10%，营业成本 342 亿元，期间费用为 51 亿元，对应毛利率/期间费用率为 26.9%/10.9%，同比基本持平。2021 年国电南瑞新签订单 256.6 亿元，同比持平；期末在手订单 515.1 亿元，同比+13%，在手订单充沛，有望保障目标实现。新型电力系统建设带动网内业务回归稳定增长，网外增速更快、趋势有望延续。2021 年电网内/电网外营收 330.3/92.8 亿元，同比+7%/+23%。其中海外受疫情影响，2021 年营收 7.1 亿元，同比-16%，毛利率同比-6.1pct，后续仍稳步拓展并加大激励。1）电网在“新型电力系统”建设背景下带来结构性机会，特高压、配网智能化、数字化等方向有望受益；2022 年国网两会发布，当年计划投资 5012 亿元，同比+6%，景气度较好。2）网外增速有望持续超越网内，至 2025 年营收占比有望达到 30%。多细分领域迎合“新型电力系统”建设结构性机会，增长动能强。1）电网自动化&工控：2021 年营收 238.6 亿元，同比+11%，毛利率 25.6%，同比-0.8pct。“双碳”背景下调度、配网、电表、电网安全等细分领域景气度均有上升。2）信通：营收 76.1 亿元，同比+17%，毛利率 20.9%，同比+0.8pct。电力信息化建设节奏仍快速推进，南瑞继续承担国网“能源互联网”战略核心支撑职责。3）继保&柔直：营收 61.4 亿元，同比+2%，毛利率 39.4%，同比+1.4pct。“十四五”期间国网特高压围绕新能源大基地项目建设，总投资超 3800 亿元，2022 年白鹤滩-江苏线有望建成确认收入，我们预计新招标线路于 2023-24 年大幅放量，业绩持续性及弹性相对强。传统继保业务规模相对稳定，战略产业 IGBT 稳步拓展。4）其他板块：发电&水利环保 2021 年营收 25.2 亿元，同比-2%，毛利率 14.8%，同比+1.4pct，后续我们判断随新能源接入要求趋严，有望加大对相关二次设备的配置，公司在电网侧优势地位有望复制到发电端；集成&其他营收 21.8 亿元，同比+21%，毛利率 39.2%，同比+2.7pct。盈利预测与投资评级：结合公司经营计划及电网稳健投资节奏，我们下调公司 2022-2023 年归母净利润分别为 67.9 亿元（-1.6 亿元）/79.5 亿元（-2.2 亿元），我们预计 2024 年归母净利润为 92.2 亿元，分别同比+20%/+17%/+16%，对应现价 PE 分别 24 倍、21 倍、18 倍，给予目标

价 36.6 元，对应 2022 年 30 倍 PE，维持“买入”评级。 风险提示：宏观经济下行，电网投资不及预期，国内疫情加剧等。

（证券分析师：曾朵红 研究助理：谢哲栋）

天奈科技（688116）：2022 年一季报点评：出货量环比向上，业绩符合市场预期

投资要点 公司 2022Q1 归母净利 1 亿元，同环比+87.67%/+8.46%，符合市场预期。2022Q1 公司营收 4.8 亿元，同环比+119.77%/+17.69%；归母净利润 1 亿元，同环比+87.67%/+8.46%；扣非净利润 0.95 亿元，同环比+111.67%/+10.44%。盈利能力方面，2022Q1 毛利率为 32.09%，同环比 -5.67pct/-0.64pct；归母净利率为 20.80%，同环比 -3.56pct/-1.77pct；2022Q1 扣非归母净利率 19.87%，同环比 -0.76pct/-1.30pct。我们预计 2022Q1 公司出货 1.1-1.2 万吨，同比翻倍以上增长，全年维持高增预期。我们预计公司 2022Q1 出货 1.1-1.2 万吨，同比翻番，环比增长 10%左右，下游需求旺盛，随着新建产能释放，我们预计 2022 年全年出货有望达 7 万吨，连续两年实现同比翻番以上增长。盈利方面，我们预计公司 2022Q1 单吨扣非净利 0.8 万元/吨左右，环比持平，公司定价方式与 NMP 价格联动，原材料价格波动基本传导，子公司新纳环保布局 4.5 万吨 NMP 回收项目，我们预计 2022 年有望贡献部分产能，后续原材料自供比例将提升，我们预计公司未来单吨净利仍有上升空间。公司为碳纳米管绝对龙头，技术优势领先，产能加速建设。公司 2021 年国内碳纳米管浆料销量市占率 43.4%，龙头地位稳固。目前公司可量产第一至第三代产品，我们预计 2021 年一代产品出货量在 35%左右，二代产品占比 60%左右，三代产品接近 10%，且随着高镍放量，第三代产品份额快速提升，目前四代产品正在量产中，第五代产品正在开发中，产品结构逐步升级。公司全球化扩产，常州 5 万吨新建产能主体结构封顶，我们预计于 2022 年逐步释放，美国 0.8 万吨产能项目筹划中，我们预计 2022 年年底产能有望超 12 万吨，随着新增产能逐步释放，我们预计 2022 年产量有望达 7 万吨，连续翻番以上增长。费用控制相对良好，期间费用率同比下滑，环比小幅提升。2022 年 Q1 公司期间费用合计 0.4 亿元，同环比+45.36%/+49.35%，费用率为 8.31%，同环比-4.26pct/+1.76pct；应收款项融资增加导致经营性净现金流下降，资本支出同比大幅提升。盈利预测与投资评级：我们维持公司 2022-2024 年归母净利润 6.73/10.86/16.85 亿元预期，同比增长 128%/61%/55%，对应 PE 39x/24x/16x，考虑碳纳米管加速渗透，行业高速发展，给予 2022 年 60xPE，对应目标价 174 元，维持“买入”评级。 风险提示：电动车销量不及预期，政策不及预期，竞争加剧。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕 研究助理：岳斯瑶）

泡泡玛特（09992.HK）：2022Q1 运营状况点评：收入维持较快增长，期待 IP 矩阵持续释放价值

投资要点 事件：公司披露 2022 年 Q1 业务情况，收入同比增长 65%-70%，其中零售店同比增长 75%-80%，机器人商店同比增长 5%-10%，泡泡玛特抽盒机同比增长 115%-120%，电商及其他线上平台同比增长 65%-70%，批发及其他渠道同比增长 25%-30%。Q1 头部 IP 仍表现亮眼，看好 IP 矩阵价值持续提升。根据泡泡玛特公众号，截至 2022/4/27，公司 2022 年 1-4 月分别已上线 11/6/7/5 个盲盒系列，2021 年同期分别为 6/8/4/5 个，SKU 总体更加丰富。公司重点 IP 市场地位仍然领先，2022 年 3 月 Molly、SP（Skullpanda）、Dimoo、Labubu 在潮玩族小程序总交易量中的占比分别为 4.5%/12.2%/11.2%/10.2%，

其中 Dimoo 实现环比提升。Q1 发布的 SP（自有）夜之城系列、小甜豆（PDC）我在这系列、Labubu（独家）动物系列以及 Dimoo（自有）去哪儿系列均表现优异，上线首月在潮玩族小程序用户心愿单中的占比分别达 6.2%/2.7%/2.4%/2.3%。此外，公司内部 PDC 团队作品也值得关注，如小甜豆、Hirono 小野、Pino Jelly 等新 IP 也都有较高的人气度，PDC IP 收入占比的增长有望提升公司整体毛利率水平。短期关注公司新品发布节奏和表现（4 月份重点系列包括 SP 的“亚当斯一家”联名款等），长期我们看好公司打造和运营 IP、并进行产品创新的能力，丰富且优秀的 IP 矩阵有望持续增强公司竞争力和变现能力。虽受疫情干扰，但主要渠道仍实现较快增长。在一线城市疫情反复的背景下，公司零售店收入仍取得亮眼增长，保持积极扩张趋势；机器人商店增速与 2021 年下半年同比增速接近，我们认为可能是因为更多点位被门店所替代。微信抽盒机的私域转化能力依旧强劲，同比增长 115%-120%，2021 年上半年同比增速为 101%。电商平台也实现高速增长，天猫旗舰店同比增长 60%-65%，2021 年上半年同比增速为 49%；京东旗舰店同比增长 105%-110%。考虑到抖音等新渠道也有望带来增量，我们看好公司 2022 年零售店和线上渠道保持快速增长。盈利预测与投资评级：我们看好公司在产品储备及渠道扩张上的积极态势，但预计 Q2 局部地区线下渠道仍受疫情影响，我们将公司 2022-204 年经调整 EPS 由 0.94/1.31/1.59 元下调为 0.90/1.12/1.36 元，对应 PE 32/25/21X，维持“买入”评级。风险提示：IP 合作协议续约受阻，授权费增加，政策监管，宏观经济波动

（证券分析师：张良卫 证券分析师：周良玖 证券分析师：张潇 证券分析师：汤军）

中国软件（600536）：2022 年一季报点评：信创赛道高景气，麒麟软件高歌猛进

事件：2022 年 4 月 28 日，中国软件发布 2022 年一季报。2022 年一季度，公司实现营收 15.24 亿元，同比增长 49.64%；归母净利润-1.03 亿元，扣非归母净利润-1.04 亿元，亏损收窄。业绩符合市场预期。投资要点 信创行业高景气，疫情导致现金流承压：在 2021 年一季度营收大幅增长的前提下，公司 2022 年一季度营收再次大幅增加，同比增长 49.64%，主要系下游信创行业景气度较高。2022 年一季度公司经营性现金流为-18.47 亿元，同比减少 5.01 亿元（2021 年一季度为-13.46 亿元），主要系受疫情影响回款减速，同时人员同比增加较多引起人工成本增加所致。股权激励明确业绩目标：2022 年 2 月 24 日，公司公布了《2021 年限制性股票激励计划（草案修订稿）》，拟向激励对象授予总计 1,483.00 万股限制性股票。业绩考核目标最低为以 2020 年净利润为基数，2022 年净利润复合增长率不低于 17%，最高为以 2020 年净利润为基数，2024 年净利润复合增长率不低于 19%。中国软件作为信创产业的核心集成商和基础软件厂商，股权激励将进一步增强凝聚力，助力公司在信创行业高景气度下加快发展。行业信创空间打开，麒麟软件高歌猛进：2022 年行业信创市场规模有望翻倍，麒麟软件作为国产操作系统龙头，已经在多个行业实现突破。电信行业，2022 年 3 月，麒麟软件中标中国移动 2022-2023 年桌面操作系统集采项目 70%份额。金融行业，国信证券 OTC 交易柜台系统、反洗钱系统和 HR 人力管理系统等实现全栈国产化，系统采用了麒麟操作系统，截至 2022 年 3 月，已稳定运行数月。盈利预测与投资评级：2022 年是行业信创大年，我们认为麒麟软件作为国产操作系统龙头，业绩将迎来加速发展，基于此，我们维持 2022-2024 年归母净利润预测为 2.14/4.24/7.06 亿元，维持“买入”评级。风险提示：国家基础 IT

生态建设进度缓慢，行业竞争加剧。

(证券分析师：王紫敬 研究助理：王世杰)

太极股份(002368)：2022年一季报点评：受益于信创市场放量，国企改革促进资源整合

事件：2022年4月28日太极股份发布2022年一季报，2022年一季度公司实现营业收入18.59亿元，同比增长18.65%，归母净利润0.19亿元，同比减少5.08%，扣非归母净利润0.16亿元，同比增长9.56%。业绩表现符合市场预期。 投资要点 营收快速增长，经营性现金流表现优异：在疫情影响下，公司2022年一季度营收依然同比增长18.65%，体现出下游需求旺盛和公司较强的竞争力。2022年一季度，公司经营性现金流同比增长25.06%，表现优异。2022年，公司将继续围绕强基、创新、提升、优化的发展策略，积极投资布局新基建，推动业务转型与管理提升。 收购完善基础软件产业体系，信创大年推动业务快速增长：公司对人大金仓的收购增资，以及对普华软件的部分股权收购已全部完成，对人大金仓的持股比例增加至51%，并持有普华软件20%的股权。通过收购和参股，公司构建起涵盖操作系统、数据库、中间件的完整基础软件体系，成为国内为数不多的全产业链数字化服务提供商。人大金仓在党政信创领域的市占率持续领先，在通信、金融、能源行业信创均有重大突破，金仓数据库的技术创新和综合服务能力获得市场高度认可。2022年党政信创市场规模有望同比增加，公司产品在党政信创市场竞争力较高，有望迎来高速增长。 中国电科资源支持，国企改革有序推进：中国电科将太极股份定位为集团公司网信事业核心产业平台和基础软件产业的主要平台，推动中电太极与太极股份的资源整合和协同发展。公司获得了中国电科和中电太极在政策、资金、产业资源和市场等多方面大力支持。围绕国家网信战略，立足数字化转型的新发展阶段，公司国企改革三年行动正按预定计划推进，积极以创新引领改革发展，推动国资高质量发展。公司将充分利用上市公司资本运作平台优势，在关键板块融合、优质业务板块孵化等方面持续加强与电科太极的协调发展。 盈利预测与投资评级：公司不断加大产品研发投入，2022年信创市场规模有望迎来放量，同时公司受到中电科资源支持，以期尽快打造“千亿市值”企业。基于此，我们维持公司2022-2024年归母净利润预测为4.06/4.49/5.00亿元，维持“买入”评级。 风险提示：信创业务推进不达预期；在各细分领域市场份额不及预期。

(证券分析师：王紫敬 研究助理：王世杰)

海澜之家(600398)：男装第一国民品牌，期待业绩进一步复苏

投资要点 男装第一龙头，疫情后业绩受损、21年有所修复。公司旗下拥有海澜之家（男装、2002年创立）、圣凯诺（职业装、1990年代创立）、OVV（女装、2017年创立）、英氏（童装、2017年入股）、男生女生（童装、2018年增资控股）等品牌，其中主品牌海澜之家连续7年位居国内男装市占率第一。2011-15年高速发展（收入CAGR50%+），2016年后营收增速下台阶至个位数。20年受疫情冲击，营收、归母净利分别同比下滑18.26%、44.42%。21年业绩现复苏、但尚未恢复至疫情前水平，营收201.88亿元/yoy+12.41%/较19年-8.11%、归母净利润24.91亿元/yoy+39.60%/较19年-22.4%，利润增速高于营收主因毛利率提升。22Q1营收/归母净利分别同比-5.15%/-14.17%至52.12/7.23亿元，利润下滑较多主因费用增多。 分品牌看，小品牌增速较高、海澜之家主品牌有待进一步复苏。21年海澜之家/圣凯诺/其他品牌收入分别占主业的77.9%、11.6%、10.5%。1) 海澜之家：受疫情影响较大、有待进一步复苏。因线下占比较大，20

年主品牌受疫情影响收入同比-20.97%，21 年同比+9.91%/较 19 年-13.14%、尚未完全复苏，22Q1 收入同比-7.28%，主要因华东为公司重点销售区域、3 月底上海疫情反复影响销售和物流。2) 圣凯诺：受疫情影响较小，已恢复至疫情前水平。20 年受疫情影响收入同比-4.47%，21 年同比回升 9.14%/较 19 年+4.26%、已恢复至疫情前水平。21 年积极推进智能制造车间工程、可实现无接触式量体、预计 22 年试生产。22Q1 收入同比-4.28%。3) 其他品牌：收入增速较高，品牌继续扩充。其他品牌收入增速较高，21 年合计 20.42 亿元/yoy+27.14%/较 19 年+13.3%、22Q1 同比+16.27%。21 年子公司成为海德品牌（奥地利专业运动品牌，在滑雪、网球领域为众多世界冠军指定装备供应商）中国独家授权商、切入高成长运动服饰赛道，当前体量较小、21 年 12 月在国内开设首家门店、公司计划未来在一线城市开设 10 家店左右。分渠道看，线上、直营增长较快。1) 21 年公司线下/线上收入分别占主业的 86%/14%，收入分别同比+8.52%/+33%，其中线下收入较 19 年-16.7%、尚未完全恢复，线上受疫情影响较小、20 年未出现下滑。22Q1 线下/线上收入分别同比-5.1%/-6.3%，主因 3 月疫情拖累。2) 截至 21 年末公司门店 7652 家/净增 271 家/yoy+3.7%（估算 21 年同店收入同比+4.6%），其中海澜之家系列/其他门店数分别为 5672/1980 家、分别较年初+129/+142 家、对应 yoy+2.3%/+7.7%。截至 22Q1 末门店数 7671 家、净增 19 家（海澜之家+20 家&其他-1 家），公司预计 22 年主品牌保持净开 150 家左右节奏、其他品牌稳中求进。3) 21 年除圣凯诺品牌外直营店/加盟及其他收入分别占比 14%/86%、收入分别同比+44.39%/+7.62%，直营收入增长较快。截至 21 年末直营店/加盟及其他门店数分别为 1115/6537 家、分别较年初+310/-39 家、对应 yoy+38.5%/-0.6%，直营收入增长来自拓店+同店增长共同贡献（估算分别同比+38.5%/+4.3%）、加盟增长全部来自同店增长贡献（估算分别同比+8.3%/-0.6%）。直营门店中，21 年海澜之家、其他品牌连续开业 12 个月以上门店的平均营收分别同比+0.41%/-4.54%。毛利率、费用率均提升，存货压力略有增加，现金流充沛。1) 毛利率：21 年以来毛利率持续提升，21 年为 40.64%/yoy+3.22pct、22Q1 为 45.26%/yoy+2.35pct，主要源自高毛利直营占比提升、促销活动减少贡献。2) 费用率：21 年期间费用率 21.68%/yoy+0.71pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比+2.73/-2.05/+0.16/-0.12pct，销售费用率提升、管理费用率下降主因人员结构调整（管理人员调至市场营销）。22Q1 期间费用率同比+3.74pct 至 23.5%，主因直营门店扩张导致费用增多。3) 存货：21 年末存货 81.20 亿元/yoy+9.49%，其中一年以内存货占比 72%/yoy+12pct、库龄结构改善，存货周转天数同比缩短 30 天至 233 天。受疫情影响，22Q1 末存货 85.62 亿元/yoy+17.65%、存货周转天数提升至 263 天，库存压力有所增加、但历史来看处正常范围内，我们预计随公司动态管理+疫情出现缓解，有望逐步消化。4) 现金流：21 年经营活动现金流净额 43.61 亿元/yoy+54.09%，22Q1 受疫情影响同比-24.25%至 9.09 亿元。截至 22Q1 账上资金 134 亿元、现金充沛。盈利预测与投资评级：公司为国内男装第一品牌，由于线下渠道占比较大，疫情以来业绩受到一定影响，21 年尚未完全复苏、22Q1 业绩波动。虽然短期业绩端受疫情影响波动，但作为高性价比国民品牌，长期看受益于行业集中度提升，业绩有望持续稳健增长。21 年拟 10 派现金 5.1 元(含税)，现金分红比例达 88%、股息率 10.3%，高分红政策有望维持。考虑疫情影响，我们预计 22-24 年归母净利润分别同比增长 8%/11%/11%，EPS 分别为 0.62/0.69/0.76 元/股、对应 PE8/7/7X，首次覆盖给予“买入”评级。风险提示：疫情恶化、经

济疲软、新品牌发展不及预期。

(证券分析师: 李婕 研究助理: 赵艺原)

新宙邦 (300037): 2022 年一季报点评: 电解液及氟化工业务环比向上, 业绩亮眼

投资要点 2022 年 Q1 公司归母净利润 5.12 亿元, 同比增长 228.94%, 环比增长 9.26%, 符合市场预期。2022 年 Q1 公司实现营收 27.12 亿元, 同比增加 137.95%, 环比增长 9.26%; 归母净利润 5.12 亿元, 同比增长 228.94%, 环比增长 16.63%, 扣非归母净利润 5.03 亿元, 同比增长 268.44%, 环比增长 19.6%。盈利能力方面, Q1 毛利率为 33.75%, 同比增长 2.41pct, 环比-1.82pct; 归母净利率 18.86%, 同比增长 5.22pct, 环比增长 1.19pct; Q1 扣非净利率 18.55%, 同比提升 6.57pct, 环比提升 1.6pct。 Q1 电解液业务量利齐升, 一体化程度加深平滑周期性。我们预计公司 2022 年 Q1 电解液出货 2.3-2.4 万吨, 环比增长 15%, Q2 出货环比或进一步增长 10-15%, 2022 年公司电解液出货有望达 14 万吨, 同比翻番。盈利方面, 2022Q1 单吨盈利我们预计近 1.5 万元/吨, 环比增长 10%, 单吨盈利提升明显, 主要由于一体化程度加深, 我们预计 Q1 电解液贡献利润 3.3-3.5 亿元, 环增 25%左右。趋势上, 由于 3 月电解液价格开始回落, 我们预计年内公司电解液单吨利润逐季环比小幅回落, 保守预计, 全年单吨利润 0.8-0.9 万/吨。 氟化工、电容器化工品业务稳健增长, 半导体业务持续推进。我们预计 2022Q1 氟化工净利润 1.4 亿元左右, 维持环比增 10%, 为公司重要利润来源, 我们预计 2022 年氟化工营收增速仍可维持 30%+, 贡献净利润 4 亿元+。电容器业务公司作为国内龙头, 销量稳步提升, 且产品毛利率近 40%, 盈利水平高, 我们预计 Q1 贡献约 0.3 亿元利润, 全年贡献 1.5-1.8 亿净利润。我们预计 Q1 公司半导体业务贡献净利润约 0.05-0.1 亿元, 2022 年贡献净利润 0.4 亿元左右, 实现翻倍增长。 管理更加高效, 期间费用率同环比下降。2022Q1 期间费用合计 2.89 亿元, 同环比+54.4%/-15.26%, 期间费用率为 10.64%, 同环比-5.76/-3.08pct; 销售费用 0.31 亿元, 销售费用率 1.13%, 同环比-1.38/+0.01pct; 管理费用 1.47 亿元, 管理费用率 5.41%, 同环比-1.91/-1.38pct; 财务费用 0.06 亿元, 财务费用率 0.22%, 同环比 0.04/-0.06pct; 研发费用 1.05 亿元, 研发费用率 3.89%, 同环比-2.5/-1.65pct。 盈利预测与投资评级: 考虑到行业高景气度持续, 我们维持之前对公司 2022-2024 年归母净利润 19.86/26.37/37.38 亿元的预测, 同增 52%/33%/42%, 对应 PE 为 13/10/7x, 给予 2022 年 22xPE, 目标价 106 元, 维持“买入”评级。风险提示: 电动车销量不及预期, 上游原材料价格大幅波动。

(证券分析师: 曾朵红 证券分析师: 阮巧燕 研究助理: 岳斯瑶)

欧科亿 (688308): 2022 年一季报点评: 扣非净利润增速超市场预期, 盈利能力持续提升

投资要点 高毛利产品数控刀具收入增长较快, 扣非净利润增速超市场预期 2022Q1 营业收入 2.62 亿元, 同比+16.4%, 环比+13.1%, 在春节假期和疫情影响下, 公司收入仍实现了稳步增长, 我们判断主要系①Q1 下游终端需求有所回暖, 同时国产刀具进口替代加速; ②公司产品年初涨价以覆盖原材料成本涨价压力。 归母净利润 5659 万元, 同比+22.7%, 环比+8.6%; 扣非归母净利润 5323 万元, 同比+37.4%, 环比+7.7%, 扣非同比增速超市场预期, 我们判断主要系高毛利产品数控刀具收入增长较快, 产品结构变化使得公司综合毛利率达 36.15%, 同比+3.6pct, 环比+1.6pct。 期间费用率维持稳定, 盈利能力向好 Q1 公司销售净利率 21.6%, 同比+1.1pct、环比-0.9pct, 盈利

水平保持稳定。期间费用率 10.2%，同比+0.8pct、环比-2.7pct，费控管理呈现环比改善趋势，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.41%/2.46%/5.39%/-0.05%，同比-0.19pct/-0.39pct/+1.53pct/-0.18pct。规模效应&公司精细化管理下各项费用率下降，其中研发费用率增长主要系报告期公司研发物料消耗、研发设备折旧及研发人员增加所致。公司经营性现金流同比转正达 145.0 万元，主要系本期销售商品收到的现金增加及购买商品支付的现金减少所致。硬质合金+数控刀具双开花，产能释放打开成长空间 1) 硬质合金：坐拥技术&客户资源，公司是国内硬质合金锯齿片最大供应商。1) 技术积累雄厚：依托多年积累，自主研发出工业级锯齿刀片和超细超薄整体圆片铣刀毛坯等先进产品。2) 客户资源优质：公司与百得工具、乐客、金田锯业等国内外知名工具企业均建立长期稳定的合作关系。2) 数控刀具：通过高校合作和多年积累，公司的数控刀片四大核心技术国内领先，产品性能已基本与日韩持平。同时持续加码研发进行产品创新，在完善赛尔奇品牌、丰富铣刀牌号等方面取得较好成果。此外，经销+OEM/ODM 直销模式双管齐下，有望进一步打开市场空间。IPO 募投+产业园项目打开产能瓶颈。①IPO 项目：4000 万片高端数控刀具项目已进入产能爬坡期，我们预计 2022 年将释放一半产能；②产业园项目：拟定增募资 8 亿元用于投建产业园和补充流动资金，项目建成后将完善公司刀具产品系列，加快整体解决方案的开发。公司测算两大项目达产后将合计贡献年收入 9 亿元，净利润 2.05 亿元。盈利预测与投资评级：公司作为国产刀具龙头，产能释放下业绩有望快速兑现。我们维持公司 2022-2024 年归母净利润预测为 2.97/4.19/5.04 亿元，当前股价对应 PE 为 15/11/9 倍，维持“增持”评级。风险提示：宏观经济波动、技术与产品研发不及预期、市场竞争加剧

(证券分析师：周尔双 证券分析师：朱贝贝)

中国太保 (601601)：2022 年一季报点评：队伍产能持续优化，投资大幅拖累利润

事件：公司披露 2022 年一季报，实现归母净利润 54.37 亿元，同比下降 36.4%；归母综合收益由正转负至 52.34 亿元，投资收益减少是核心拖累。投资要点 太保寿险：疫情冲击队伍展业，但业务及队伍发展呈逐月向好态势。受奥密克戎变异毒株全国各地散发影响，队伍线下展业受到冲击，1Q22 代理人渠道新单保费为 92.19 亿元，同比大幅下降 44.1%，归因来看，月均人力同比大幅下滑 53.4%，但月人均首年保险业务收入同比增长 19.9%；队伍质态改善主要得益于核心人力规模环比提升，核心人力的人均产能同比均提升，年初实施的“芯”基本法牵引效果逐步显现。公司延续 2021 年年报渠道口径调整披露，个险/银保/团体渠道新单贡献分别为 32.5%/38.8%/28.7%，而 1Q21 同期为 70.9%/3.9%/25.2%，公司部分调整渠道架构，重启银保渠道聚焦战略渠道，但不改个险仍是主力价值贡献的基本盘，我们预计 1Q21 公司 NBV 同比下降逾 40%，二季度有望边际改善，中报降幅有望明显收窄。根据偿付能力报告摘要，太保寿险实现净利润 35.9 亿元，同比下降 33.1%，主要系受权益市场波动，公司单季总/综合投资收益率分别仅为 0.91%/-0.26%，是当期经营业绩的主要拖累，报告期 ROE 为 3.6%。太保寿险申请过渡期安排，核心偿付能力充足率 147%，远高于 50%最低要求和此前模拟测算 107%水平。太保产险：承保小幅改善，投资仍是拖累。1Q22 太保产险实现保险业务收入 498.64 亿元，同比增长 14.0%，其中车险/非车业务同比增速分别为 11.8%/16.2%，车险增速领跑老三家（人保：10.9%，平安：10.4%）。1Q22 整体综合成本率 99.1%，同比下降 0.2 个百分点，其中综合赔付

率同比上升 1.8 个 pct.; 综合费用率同比下降 2.0 个 pct.。根据偿付能力报告摘要, 1Q21 太保财险实现净利润 15.9 亿元, 同比下降 24.4%, 对应 ROE 为 3.24%, 同比下降 1.3 个 pct., 主要系受权益市场波动, 单季总/综合投资收益率分别仅为 1.3%/-0.2%, 是当期经营业绩的主要拖累。 期末归母净资产较年初小幅下滑 2.3%。1Q22 沪深 300 和创业板指下跌 14.5%和 20.0%, 而 1Q21 同期分别小幅下跌 3.1%和 7.0%, 且公司兑现浮盈, 同期利润基数较高。1Q22 公司投资收益+公允价值变动损益合计同比下降 34.6%, 净/总投资收益率 3.7%/3.7%, 同比分别下降 0.2/0.9 个 pct.。期末公司归母净资产从年初的 2,267.41 亿元下降至 2,215.07 亿元, 主要系 1Q22 可供出售金融资产公允价值变动亏损达 144.82 亿元, 我们测算的全口径综合投资收益率仅为 0.15%, 是当期经营业绩的核心拖累。 盈利预测与投资评级: 受权益市场持续下降冲击, 公司业绩表现差强人意, 但已在股价中基本反映悲观预期。因权益市场表现低迷我们下调盈利预测预计 2022 年至 2024 年归母净利润分别为 225、319 和 355 亿元 (原预测为 298、337 和 361 亿元), 同比增速为 -16%、42%和 11%, 当前股价对应 2022 年至 2024 年 P/EV 分别为 0.36/ 0.32/ 0.29 倍, 考虑到估值性价比, 维持“买入”评级。 风险提示: 权益市场持续下行, 队伍持续脱落, 非车业务承保亏损。

(证券分析师: 胡翔 证券分析师: 葛玉翔 证券分析师: 朱洁羽 研究助理: 方一字)

五粮液 (000858): 2021 年报&2022Q1 点评: 2022Q1 业绩符合预期, 稳健成长可期

事件: 2021 年公司营收 662.09 亿元, 同比+15.51%; 归母净利润 233.77 亿元, 同比+17.15%; 拟每 10 股派现金红利 30.23 元 (含税)。2022Q1 营收 275.48 亿元, 同比+13.25%; 归母净利润 108.23 亿元, 同比+16.08%。 投资要点 2021 年双位数收官, 普五终端动销优。2021 年营收同比+15.51%, 归母净利润同比+17.15%, 顺利收官。分产品看, 五粮液系列营收 491.1 亿元, 同比+11.5%, 量同比+3.8%, 价同比+7.4%, 普五实现价稳量升, 全年终端动销创新高; 系列酒营收 126.2 亿元, 同比+50.7%, 量同比+15.3%, 价同比+30.7%。分区域看, 核心区域东/西/中部营收 187.8/169.8/110.1 亿, 同比+32.4%/-8.2%/+31.9%。截至 21 年末, 公司合同负债 130.6 亿元, 同比增加 44.4 亿元; 有五粮液经销商 2054 家, 单个经销商销售额 2391 万元, 同比增加 144 万元; 有系列酒经销商 602 家, 单个经销商销售额 2096 万元, 同比增加 470 万元。全年白酒的毛利率 80.3%, 同比+0.01pct, 销售费用率/管理费用率分别为 9.8%/4.4%, 同比+0.1pct/-0.2pct, 销售净利率 37.0%, 同比+0.5pct, 盈利能力稳定。 2022Q1 业绩符合市场预期, 盈利能力稳定。公司营收同比+13.3%, 归母净利润同比+16.1%, 符合市场预期。经营性净现金流为负主要系公司通过增加票据打款等措施缓解经销商资金压力和 2021 年同期承兑汇票到期收现额度较高的综合影响。 盈利能力方面, 公司销售毛利率 78.4%, 同比+2.0pct, 销售费用率/管理费用率同比+0.3/-0.3pct, 销售净利率 41.3%, 同比+1.1pct。 看好批价淡季逐步上行, 长期品牌与成长仍兼具。随着公司 3-4 月份对市场的强力控货挺价, 价格监管和严厉的处罚措施, 当前五粮液批价稳定在 980 元左右, 环比上个月有小幅度的上升, 充分彰显管理层对于挺价的决心, 我们看好淡季五粮液的批价向千元价位段的提升, 渠道利益链条回到正循环。疫情封控对于高端白酒影响相对较小, 长期来看, 五粮液品牌稀缺性及成长性兼具, 当前低估值也有较好的安全支撑, 长期相对收益确定性更高。 盈利预测与投资评级: 公司 2022 年经营目标将继续保持两位数的稳健增长。由于外部环境形势和疫情

管控的影响持续性尚存在不确定，我们调整公司 2022-2023 年归母净利润至 272.1/317.9 亿元（原值为 273/322.1 亿元），2024 年归母净利润 363.6 亿元，当前市值对应动态 PE 为 24X/20X/18X，五粮液品牌势能仍强，估值具备性价比，维持买入评级。 风险提示：疫情管控超预期、五粮液产品系列销售不及预期

（证券分析师：汤军 证券分析师：王颖洁）

2022 年一季报点评：Q1 收入同比+30%，多重因素导致利润端暂时承压

投资要点 收入端复合预期，利润端存在修复空间 2022Q1 公司营收 2.78 亿元，同比+30%，环比+22.5%；归母净利润 3691 万元，同比+2%，环比+6.4%；扣非归母净利润 2760 万元，同比-17.8%，环比+11.4%。Q1 收入端符合预期，利润端增速不及预期，主要系盈利能力有所下滑，Q1 毛利率为 31.2%，同比-6.1pct，环比-2.3pct，净利率为 14.5%，同比-4pct，环比-2.3pct。我们判断多重因素导致公司利润承压： 1.Q1 原材料碳化钨大幅涨价，其在公司硬质合金制品业务的成本中占比达 70%，对成本造成较大压力，且公司产品提价有一定时间差，我们预计 Q2 随着公司产品价格的提升，毛利率有望修复。 2. 公司武汉厂区于 2021 年年底完成搬迁工作，Q1 尚在人员招聘和培训阶段，产能利用率相对较低，折旧和人工等费用开支造成制造费用高企。我们判断随着 Q2 武汉厂区产能的逐步爬坡，规模效应有望逐步凸显。 3.2021Q4 以来美元兑人民币汇率持续走低，公司 50%以上收入来自出口并以美元计价，因此直接影响毛利率。我们判断随着汇率回升，公司出口业务的毛利率也有望改善。 4.2021Q1 由于减值冲回等非经常性因素，净利润规模为年内高点，因此基数也相对较高。此外，Q1 期间费用率为 15.73%（同比+0.07pct），其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.77%/8.29%/4.67%/0.06%，分别同比-0.7pct、+0.56pct、+0.21pct、+0.6pct，基本维持稳定。利用闲置资金购买理财产品贡献 986 万元非经常性损益。 合同负债处于历史高位，订单需求饱满 Q1 末公司合同负债金额为 440 万元（环比 21Q4 增长 58%），处于历史高点，订单需求旺盛；存货余额为 3.7 亿元（环比 21Q4 增长 19.2%）。公司经营活动净现金流降低至-6787 万元，主要系：1) 营业收入增长带来的应收账款及存货增加；2) 应收票据背书用于支付固定资产购置款项；3) 上年度绩效考核奖金在本季度支付。 具备全球竞争力的矿用硬质合金龙头，产能扩张+业务拓展可期 （1）产能扩张：牙轮钻头年产能将从 2021 年底 3.1 万套提升至 2023 年底的 7 万套，必和必拓等重点客户以及非洲、印度等地区有望进一步拓展；硬质合金制品厂房搬迁完成，产能将逐步爬坡至 1800 吨/年；（2）新产品&新领域：公司将在牙轮钻头的基础上拓展新品冲击器和顶锤式钻具；同时也将拓展牙轮钻头在基建和石油领域的横向应用；（3）业务拓展：收购株洲韦凯布局数控刀具业务，后续有望效仿山特维克自主研发+外延收购的成长路径，发展为中国的硬质合金龙头，并逐步向海外扩张。 盈利预测与投资评级：考虑到公司在盈利能力上的压力，我们预计 2022-2024 年归母净利润为 1.81（下调 11%）/2.57（下调 8%）/3.52（下调 5%）亿元，当前股价对应 PE 为 16/11/8 倍，维持“增持”评级。 风险提示：下游需求不及预期、海外市场不可控、原材料价格波动风险

（证券分析师：周尔双 证券分析师：朱贝贝）

神州数码（000034）：2022 年一季报点评：股票激励给出新指引，行业信创是 2022 年主要看点

事件：公司发布 2022 年一季报，公司实现营业收入 285.99 亿元，同

比增长 19.07%，归母净利润 1.87 亿元，同比增长 19.75%，扣非归母净利润 1.84 亿元，同比增长 20.13%。业绩表现超出市场预期。 投资要点 云和自主品牌业务展现超强动能：2022 年一季度业绩再攀高峰，分业务看，云计算及数字化转型业务营收实现 11.18 亿元，同比增长 38.53%；自主品牌业务营收实现 4.31 亿元，同比增长 83.52%。2022 年一季度，公司研发费用同比增加 39.57%，主要是加大云业务和信创业务研发投入，云和信创业务是公司未来增长的主要动力，公司加大研发，超前布局。 股权激励给出业绩高增长目标：2022 年 4 月 11 日，公司发布《神州数码集团股份有限公司 2022 年员工持股计划(草案)》。员工持股计划考核指标为 2022、2023 年归母净利润不低于 10、12 亿元。2022 年业绩目标相比于 2021 年扣非净利润增加约 50%，而截至 2022 年 4 月 28 日，对应 2022 年估值仅 9 倍 PE。 行业信创大年，公司信创业务中标多个行业大单：2022 年，行业信创市场规模有望翻倍，金融、电信等重点行业进展迅速。公司依托华为鲲鹏，是华为鲲鹏服务器核心厂商，已经在行业信创取得突破。运营商方面，神州云科 2021 年中标的“中移动 21~22 年人工智能通用计算设备集中采购”成功签署合同，中标金额为 1.49 亿元，2022 年 2 月神州数码成功中标“中移动 21~22 年 PC 服务器集采”，中标金额 23.73 亿元。金融领域方面，神州鲲泰系列产品先后中标“某国有股份制商业银行鲲鹏 PC 服务器采购项目”、“某国有股份制银行总行鲲鹏服务器入围选型项目”等多个行业大单。 盈利预测与投资评级：神州数码不断加大云和信创业务研发投入，提升产品性能和服务能力，随着行业信创市场打开，我们预计公司将会取得较大市场份额，发展迈入快车道。基于此，我们上调 2022-2024 年归母净利润预测为 10.29(+0.09)/12.35(+0.07)/15.08(+0.50)亿元，维持“买入”评级 风险提示：信创政策不及预期；疫情加剧风险；产品研发进度不及预期。

(证券分析师：王紫敬 研究助理：王世杰)

太阳纸业 (002078)：2022 年一季报点评：业绩超我们预期，浆价高企释放利润弹性

投资要点 公司业绩超出我们预期。2022Q1 实现营业收入 96.67 亿元，同比+26.48%，环比+16.72%；归母净利润 6.75 亿元，同比-39.08%，较 2021Q4 环比+258%；扣非后归母净利润 6.58 亿元，同比-39.22%，环比+211.85%。 产能释放贡献主要收入增量。2021 年公司北海项目陆续投产，包括 55 万吨文化纸、12 万吨生活用纸及配套的 80 万吨化学浆、20 万吨化机浆项目。产能持续释放、爬坡驱动收入体量不断增长。 浆价高企溶解浆利润弹性显现。利润端看，我们判断 2022Q1 利润环比增长主要来自于溶解浆、化学浆利润贡献及文化纸提价。1) 2022Q1 纸浆价格高位运行，根据卓创数据，2022Q1 期间针叶浆/阔叶浆/化机浆/溶解浆分别提价 1224/1175/1026/1600 元/吨，较 2022 年初分别+21%/+24%/+24%/+25%。2) 浆价高企叠加下游教辅教材需求增加带来的供需格局改善，文化纸提价落地情况较好，截至 2022/4/28，双胶纸/双铜纸吨均价分别为 6250/5620 元/吨，较 2022 年初分别上涨 11%/4%。公司自供浆占比达 55%-60%，在浆价上行、行业盈利承压阶段，公司文化纸盈利情况改善明显。后续来看，由于海外浆厂新增产能推迟、俄乌冲突延续，短期内木浆供给仍然偏紧，我们预计浆价高位将持续至 2022H2，公司整体利润有望继续修复。 新项目持续推进，成长路径清晰。1) 公司推动广西北海基地 15 万吨生活用纸项目，预计第一期 10 万吨产能将于 2022H2 实现竣工投产，进一步丰富公司生活用纸产品结构；2) 收购广西六景成全（年产浆 15 万吨、纸 20 万吨），正式启动广西基地南宁“年产 525 万吨林纸浆一体化及配

套产业园项目”，林浆纸一体化布局更进一步；3) 山东邹城极基地拟建设年产 3.4 万吨特种纸项目，预计 2023Q1 投产，完善公司多纸种布局。现金流情况良好，运营效率提升。现金流方面，2022Q1 公司经营现金净流量 10.35 亿元，同比-46.55%；经营活动现金净流量/经营活动净收益比例为 144.53%，同比-1.97pp。运营效率方面，公司 2022Q1 存货周转天数同比-8.82 天至 35.63 天，应收账款周转天数同比-4.91 天至 21.37 天，运营效率有所提升。盈利预测与投资评级：我们维持此前盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润分别为 30.4/34.7/38.1 亿元，对应 2022 年-2024 年 PE 分别为 10/9/8X，维持“买入”评级。风险提示：能源及运费成本维持高位，下游需求不及我们预期等。

(证券分析师：张潇 证券分析师：邹文婕)

皮阿诺 (002853)：2021 年报及 2022 年一季报点评：疫情及计提致短期业绩承压，关注长期发展机会

投资要点 公司业绩略低于市场预期。公司 2021 年实现营业收入 18.24 亿元，同比+22.10%；归母净利润-7.29 亿元，同比-470.05%；扣非后归母净利润-7.33 亿元，同比-490.78%；若剔除计提减值的影响，2021 年实现归母净利润 2.66 亿元，同比+35.02%。2022Q1 实现营业收入 2.36 亿元，同比-31.84%；归母净利润 0.19 亿元，同比-46.87%；扣非后归母净利润 0.16 亿元，同比-48.93%。零售渠道稳步拓展，大宗业务持续优化。分渠道看，1) 2021 年公司零售业务收入 9.11 亿元，同比+20.90%。公司扩大分销门店布局，截至 2021 年末经销门店总数 992 家（橱柜/衣柜/综合门店分别为 127/131/734 家），县级门店累计占比达 42.24%，县级市场覆盖率进一步提升。除传统经销零售模式，公司稳步拓展整装/拎包/新零售/设计师等新渠道，进一步完善零售渠道销售体系。公司对经销门店多层次赋能，2021 年单店收入同比+14.56%；2) 大宗业务收入 8.79 亿元，同比+23.39%，公司不断优化客户结构，聚焦优质央企等核心客户和工程渠道经销商，2021 年新增工程经销商 11 家，累计合作 56 家，促进多品类合作进一步提升单个项目销售额。大幅计提减值及疫情管控影响，短期盈利承压。盈利能力方面，公司 2021 年毛利率同比-0.12pp 至 33.96%，毛利率下降主要系大宗业务占比提升所致；归母净利率同比-53.15pp 至-39.96%，主要由于公司受恒大事件影响 2021 年计提信用减值准备 9.61 亿元、资产减值准备 0.42 亿元，剔除减值影响后同比+35.02%。截至 2022Q1 末，公司应收账款账面余额 3.08 亿元，应收票据账面余额 1.63 亿元，公司计提减值充分，应收款项结构优化，整体风险可控。期间费用率方面，公司 2021 年期间费用率同比+0.35pp 至 16.24%，其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别+1.33pp/-0.81pp/-0.24pp/-0.17pp 至 9.92%/5.99%/2.83%/0.33%。2022Q1 公司毛利率 29.76%，同比-1.84pp，归母净利率 7.91%，同比-2.23pp，主要原因为疫情影响下大宗渠道承压严重。相关款项收回后现金流状况有望逐步改善。公司 2021 年经营现金流-3.21 亿元，同比-147.28%；2022Q1 经营现金流为-1.14 亿元，同比+69.73%，经营现金流净额为负值主要系地产商已到期应收款项未兑付导致。后续随着公司对工程渠道客户结构不断优化，经营现金流有望逐步改善。盈利预测与投资评级：公司深耕定制零售渠道，不断完善零售渠道销售体系，大宗业务持续优化。考虑到疫情短期影响，我们下调 2022-2023 年归母净利润为 2.5/3.1 亿元（原预测为 3.0/3.4 亿元），预计 2024 年归母净利润为 3.6 亿元，对应 2022 年-2024 年 PE 分别为 7/6/5X，维持“增持”评级。风险提示：竣工不及市场预期，业务转型遇到阻碍，资金占用增加等。

(证券分析师: 张潇 证券分析师: 邹文婕)

分众传媒 (002027): 2021 年报和 2022Q1 季报点评: 楼宇成本控制能力提升, 杠杆效应进一步加强

投资要点 公司 2021 年实现收入 148.36 亿元, 同比增长 22.64%, 归母净利润 60.63 亿元, 同比增长 51.43%。其中 Q4 实现收入 36.88 亿元, 同比下降 12.63%, 归母净利润 16.41 亿元, 同比下降 8.93%。公司 2022Q1 实现收入 29.39 亿元, 同比下降 18.19%, 实现归母净利润 9.29 亿元, 同比下降 32.12%。2021 年中报分红 30.03 亿元, 2021 年年报分红 18.77 亿元。 公司 2021Q4 楼宇媒体收入为 33.51 亿元, 同比减少 13.95%, 影院媒体收入为 3.25 亿元, 同比上升 2.79%。2022Q1 楼宇媒体收入为 26.55 亿元, 同比下降 18.15%, 影院媒体收入为 2.82 亿元, 同比下降 16.85%。2021Q4 和 2022Q1 同比下滑主要在于教育类广告主的高基数效应和疫情导致部分广告主延迟上刊。 营业成本下滑超过我们的预期, 毛利抬升强化杠杆效应: 2021 年公司楼宇营业成本同比降低了 4.9%, 而点位同比增长 8.3%, 达到了 267.3 万块, 主要由于技术推动人员优化造成职工薪酬的下降、部分资产折旧完毕和行业竞争放缓对于单栋点位成本更好的控制。公司 2021Q4 和 2022Q1 毛利率分别达到 67.53% 和 63.37%。2022Q1 毛利率下降主要由于上海和深圳疫情影响, 只是短期下滑。2021Q4 毛利率创下 2018Q3 以来的新高, 杠杆效应进一步加强。 消费类广告主占比的提升将进一步加强公司业绩稳定性: 2021 年日用消费类和娱乐休闲类广告主占比分别达到 39% 和 7%, 2020 年占比为 35% 和 6%, 同比增长分别达到了 35% 和 40%。消费类占比的持续提升将增强分众的业绩稳定性。消费类广告主不同于互联网广告主, 其广告的投放战略极具规律性, 消费类企业每年均有产品发布宣传的需求, 其广告投放占营收固定比例, 并不会像互联网企业出现较大波动。在 2019 年互联网广告主大幅下调广告投放时期, 其消费类客户依然保持了 21% 的增长, 由此可见只要消费类企业的营收不出现大幅下滑, 其广告投放也将保持稳定。分众传媒和宏观经济周期波动相关性将逐渐减小。 盈利预测与投资评级: 基于上海疫情可能将于二季度中后段恢复的原因, 我们将 2022-2023 年营收预测从 168.95 亿元和 185.58 亿元调整至 144.56 亿元和 165.96 亿元, 我们预计 2024 年营收为 183.19 亿元。我们将 2022-2023 的 EPS 预测由 0.48/0.55 元调整至 0.41/0.51 元, 我们预计 2024 年 EPS 为 0.60 元, 对应当前 PE 分别为 12.97/10.35/8.88 倍, 维持“买入”评级。 风险提示: 宏观经济超预期波动、竞争加剧、回款不利

(证券分析师: 张良卫 证券分析师: 张家琦)

晨光股份 (603899): 2022 年一季报点评: 疫情下传统业务承压, 科力普表现优秀

投资要点 疫情&高基数下业绩暂时承压。公司 2022Q1 实现营业收入 42.29 亿元, 同比+10.93%; 归母净利润 2.76 亿元, 同比-16.04%。2022Q1 业绩承压主要受疫情及高基数影响。 传统零售业务受冲击, 科力普高基数下实现快速增长。分业务类型看, 传统零售业务 (含安硕) 2022Q1 收入 17 亿元, 同比-14.8%; 2022Q1 疫情影响学生开学节奏, 传统业务受较大冲击。科力普业务收入 21.46 亿元, 同比+46.4%; 高基数下仍实现快速增长。生活馆业务收入 2.65 亿元, 同比+9.0%; 其中九木杂物社收入 2.43 亿元, 同比+9.9%。截至 2022Q1 末在全国共拥有 532 家零售大店, 其中生活馆 60 家、九木杂物社 472 家 (其中加盟 151 家, 直营 2 家; 较 2021 年末增加 9 家) 分产品看, 书写工具收入 4.99 亿元, 同比-25.37%; 学生文具收入 7.19 亿元, 同比-6.69%; 办公文具收入 7.3 亿元, 同比-7.18%。 零售业务各类产品

毛利率同比提升。各类产品毛利率 2022Q1 毛利率 21.71%，同比-2.92pp；同比下降主要受科力普业务占比提升影响（2022Q1 科力普毛利率同比-1.2pp 至 9.3%），零售业务各类产品毛利率同比均有提升。分品类看，书写工具毛利率同比+1.29pp 至 40.4%；学生文具毛利率同比+1.11pp 至 33.42%；办公文具毛利率同比+1.1pp 至 29.24%；其他产品毛利率同比+1.83pp 至 46.56%。2022Q1 销售净利率同比-1.9pp 至 6.76%；期间费用率同比-1.52pp 至 13.37%；其中，销售费用率-0.68pp 至 8.08%；管理费用率（含研发费用率 1.07%）同比-0.74pp 至 5.38%；财务费用率同比-0.1pp 至-0.09%。经营现金流受科力普占比提升影响承压。2022Q1 公司实现经营现金流量净额 418 万元，同比-97.5%。公司传统零售业务收入有所下滑，而科力普业务收入增长较多，导致 2022Q1 末应收票据及应收账款总额 21.87 亿元，较 2021 年末增加 4.26 亿元，对现金占用增加较多。科力普业务在现金回收上具有明显季节性，公司后续现金流状态有望改善。盈利预测与投资评级：传统业务逐步修复，我们维持此前盈利预测，预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 17.7、21.2、25.1 亿元，对应 PE 25、21、18X，公司渠道优势持续深化，高端化战略有望带动盈利能力持续提升，维持“买入”评级。风险提示：行业竞争加剧，原材料价格波动，教育政策影响需求等。

（证券分析师：张潇 证券分析师：邹文婕）

欧派家居（603833）：2022 年一季报点评：零售渠道高增，盈利能力有所下行

投资要点 收入增速超我们预期。公司 2022Q1 实现营业收入 41.44 亿元，同比+25.6%；实现归母净利润 2.53 亿元，同比+3.88%；扣非后归母净利润 2.34 亿元，同比+11.99%。非经常性损益减少主要包括：非流动资产处置损失增、政府补助减少、投资收益减少。衣柜提供强劲增长驱动力，零售渠道增长强劲。分产品看，衣柜及配套品为核心增长驱动力。2022Q1 衣柜及配套品收入 23.2 亿元，同比+40.85%；橱柜产品收入 13.2 亿元，同比+5.13%；卫浴收入 1.67 亿元，同比+1.19%；木门收入 2.18 亿元，同比+32.29%。分渠道看，零售渠道表现靓丽，大宗渠道小幅下滑。经销渠道收入 32.2 亿元，同比+34.1%；大宗渠道收入 6.73 亿元，同比-6.98%。门店数量方面，2022Q1 末欧派橱柜、欧派衣柜、欧铂丽、欧派卫浴、欧铂尼木门门店数量分别为 1449 家、2143 家、974 家、810 家、1022 家，门店总数量 7398 家。成本上行及配套品占比提升导致毛利率同比有所下降。2022Q1 综合毛利率 27.7%，同比-2.26pp；其中橱柜毛利率 30.46%，同比-1.21pp；衣柜及配套家具产品毛利率 28.58%，同比-2.35pp；卫浴毛利率 20.35%，同比-1.4pp；木门毛利率 10.08%，同比-1.46pp。期间费用率同比-1.52pp 至 20.41%；其中，销售费用率-0.55pp 至 9.13%；管理费用率（含研发费用率 4.94%）同比-0.44pp 至 12.06%；财务费用率同比-0.52pp 至-0.78%。销售净利率同比-1.31pp 至 6.08%。存货及应收账款周转天数有所上行。2022Q1 经营性现金净流量-3.24 亿元（2021Q1 为-2.24 亿元），主要受应付账款金额减少较多影响。经营效率方面，存货周转天数同比上升 8 天至 41 天；应收账款周转天数同比上升 5.4 天至 21.9 天。盈利预测与投资评级：维持此前盈利预测，我们预计 2022-2024 年归母净利润分别为 30.8、36.3、42.5 亿元，对应 PE22、19、16X。公司龙头优势不断巩固，估值具有安全边际，维持“买入”评级。风险提示：原材料价格上涨、行业竞争加剧、地产销售下滑等。

（证券分析师：张潇 证券分析师：邹文婕）

泸州老窖(000568): 2021 年报&2022Q1 业绩点评: 2022Q1 业绩超预期, 继续提质发展

事件: 公司 2021 年营收 206.42 亿元, 同比+23.96%; 归母净利润 79.56 亿元, 同比+32.47%。公司拟每 10 股派发现金红利 32.44 元(含税)。22Q1 营收 63.12 亿元, 同比+26.15%; 归母净利润 28.76 亿元, 同比+32.72%。投资要点 2021 年比业绩预告表现更优, 国窖品牌引领。公司 2021 年营业收入同比+23.96%, 归母净利润同比+32.47%, 比此前业绩预告表现更优, 2021 年实现圆满收官。酒类收入 204.16 亿元, 同比+24.12%, 其中, 中高端产品占比持续提升, 2021 年全年中高档酒销售收入 183.97 亿元, 同比+29.22%, 占总收入的 90%, 同比年初提升 4.6pct, 我们预计全年国窖保持 25-30% 的增速、特曲下半年提速, 全年产品结构持续优化。截至年末, 公司有合同负债 35.10 亿元, 同比增加 18.31 亿元; 国内共有经销商 1783 家, 单个经销商贡献 1145 万元, 数量优化, 质量进一步提高。费效比的提升, 盈利能力持续增长。2021 年综合毛利率 85.86%, 同比+2.34pct, 销售费用率 17.44%, 同比-1.12pct, 费用投入重心更在广告宣传和渠道促销方面, 管理费用率(不含研发) 5.78%, 同比+0.20pct, 整体费率保持可控, 销售净利率 38.45%, 同比+2.67%。提质提效发展, 22Q1 业绩超市场预期。22Q1 营收同比+26.15%, 归母净利润同比+32.72%, 业绩超市场预期, 我们预计国窖的同比增速 20%+, 低度增速亮眼, 中档酒特曲恢复性继续快速增长; 公司销售收现 74.98 亿元, 同比增长 16.30%, 截至 22Q1 末, 公司有合同负债 17.63 亿元, 同比+4.2%。受益于产品结构进一步提升, 综合毛利率 86.43%, 同比+0.39pct, 销售费用率/管理费用率分别为 10.66%/4.84%, 同比-2.82pct/+0.61pct, 主要增加股权激励成本费用, 税金率 10.42%, 同比-2.54pct, 销售净利率提升 2.24pct 至 45.81%。聚焦“双品牌、三品系、大单品”, 东进南图, 发展思路清晰。国窖保持快速增长, 泸州老窖品牌复兴进行时, 1952 和黑盖等新品陆续站位, 东进南图, 持续布局全国化市场和基地市场, 持续推进各项以消费者为中心的培育营销活动, 提升品牌影响力。内部机制方面, 高管薪酬、股权激励陆续落地, 充分凝聚团队人心。盈利预测与投资评级: 目前维持公司 2022-2024 年 EPS 为 6.70/8.33/10.09 元, 当前市值对应 2022-2024 年 PE 为 32/26/21 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 疫情管控超预期、消费复苏不及预期。

(证券分析师: 汤军 证券分析师: 王颖洁)

绿的谐波(688017): 2022 年一季报点评: Q1 业绩受疫情影响, 订单充足仍看好全年快速增长

投资要点 业绩受疫情影响略低于预期, 在手订单仍十分充足: 公司 2022Q1 实现营收 0.94 亿元(同比+22.0%, 环比-24.25%), 归母净利润 0.37 亿元(同比+0.18%, 环比-22.7%), 扣非归母净利润 0.265 亿元(同比+10.8%, 环比-29.9%)。业绩增速略低于预期, 主要系: 1) 2021Q1 业绩处于历史高位, 同期基数较高; 2) 2022 年 3 月以来华东地区疫情, 整体生产及收发货受到一定影响。3) 2022Q1 受春节停工影响, 环比业绩有所下滑。公司在手订单仍十分充足, 截至 2022Q1 末公司合同负债及存货金额为 777.9 万元和 1.97 亿元, 分别同比+44%/+54%。短期来看, 疫情仍然是不确定因素, 但随着下游复工复产的进行, 谐波减速器行业需求有望迅速恢复。长期来看根据我们测算, 2022-2024 年全球谐波减速器市场仍存在 27.5/12.1/7.5 万台的供给缺口; 同时在疫情催化下, “机器换人”趋势有望加速, 故谐波减速器行业仍将持续供不应求, 产能扩张下公司市场份额有望快速提升, 业绩有望持续快速增长。毛利率维持高位, 管理及研发费用率提升

拉低销售净利率：2022Q1 公司销售毛利率为 52.4%（同比-0.2pct，环比持平），基本维持高位。2022Q1 销售净利率为 39.0%（同比-8.4pct，环比+0.6pct），销售净利率同比大幅降低主要系期间费用率提升至 14.9%（同比+7.1pct），其中销售费用率为 1.4%（同比-0.3pct），管理费用率 6.2%（同比+2.8pct），财务费用率-4.9%（同比+1.1pct），研发费用率为 12.2%（同比+3.4pct），由此可见期间费用率的增加主要系管理和研发费用率的提升。我们判断公司管理费用的增加主要系计提股份支付费用所致，剔除股份支付影响后管理费用率为 3.8%（同比+0.5pct），销售净利率为 42.8%（同比-4.6pct）。新产品+新应用拓宽长期成长边界：公司目前主要下游仍为机器人，正逐步拓宽非机器人应用：① 机电一体化：主要是将伺服、谐波减速器、传感器等零部件集成模块，以提升产品的综合性能。目前公司主要聚焦的下游为数控机床，我们预计 2021-2025 年国内数控机床用谐波减速器的市场规模 CAGR=41%，将为谐波减速器市场再添增量。② 电液伺服：电液伺服系统是以液体作为动力传输介质的自动化控制设备，具有响应速度快、功率质量比值大及抗负载刚度大等特点，是移动机器人最理想的驱动设备。未来随着四足机器人逐步拉开产业化序幕，电液伺服未来可期。③E 系列谐波减速器：通过对谐波齿形、啮合、热处理、密封结构等的全面优化，提升产品油脂防渗漏性并降低运转噪音，适用于半导体、医疗等高端领域。2021 年公司已实现数控机床领域收入 0.24 亿元（同比+231.6%），医疗器械领域收入 0.14 亿元（同比+237.3%），在总收入中合计占比达 8.5%，此外在半导体设备领域也有小批量出货，这些新产品和新领域的应用将进一步拓宽公司的长期成长边界。盈利预测与投资评级：考虑到疫情对公司的影响，我们预计公司 2022-2024 年的归母净利润为 2.69（下调 13%）/3.90（下调 8%）/5.19（下调 6%）亿元，当前市值对应 PE 分别为 39/27/20 倍，维持“增持”评级。风险提示：行业景气度不及预期；新业务开展不及预期。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：朱贝贝）

中国财险（02328.HK）：2022 年一季报点评：承保利润量价齐升，投资表现优于同业

事件：公司披露 2022 年一季报，实现净利润 86.54 亿元，同比小幅下降 3.2%（我们预期下降 10%），1Q22 公司实现综合成本率 95.6%，同比下降 0.1 个百分点；实现承保利润 43.16 亿元，同比增长 10.8%，非年化 ROE4.2%。投资要点 承保利润量价齐升是驱动 ROE 核心因素，权益市场波动拖累投资收益。根据我们搭建的财险 ROE 框架（平均承保杠杆*承保利润率+总投资收益率*平均投资杠杆+其他收益）*（1-实际税率），公司 ROE（非年化）由 1Q21 的 4.7%小幅下降至 1Q22 的 4.2%。平均承保杠杆基本持平于 0.48，得益于已赚保费增速由 2021 年同期-1.9%转正至 7.3%；承保利润率由 1Q21 的 4.3%提升至 1Q22 的 4.4%，高基数上实现增长实属不易，归因来看，1Q22 赔付率 70.5%，同比提高 0.2 个百分点；费用率 25.1%，同比下降 0.3 个百分点；总投资收益率（非年化）由 1Q21 的 1.4%下降至 1Q22 的 1.2%，系总投资收益同比下降 11.6%所致；平均投资杠杆由 1Q21 的 2.75 倍下降至 1Q22 的 2.66 倍系受近年来总资产增速放缓影响；实际税率由 1Q21 的 19%下降至 1Q22 的 17.5%。1Q22 公司投资收益与承保利润对税前利润贡献占比分别为 62.4%和 41.2%，同比分别下降 4.6 个 pct.和提升 5.9 个 pct.。公司加强准备金审慎计提，未决赔款准备金净额占滚动已赚保费比例同比上升 4.3 个 pct.至 43.3%。车险综改对车均保费压制于 4Q21 消除，叠加 2H21 河南水灾拖累行业承保利润，车险费率

有走硬迹象。1Q22 公司实现车险保费收入 637.82 亿元，同比增长 10.9%，车险综合成本率为 96.0%，处于较好水平；实现车险承保利润 24.87 亿元，同比减少 21.3%。非车险业务实现保险业务收入 886.88 亿元，同比增长 13.2%；实现承保利润 18.29 亿元，同比大幅增长 148.8%，对应承保利润率由 1Q21 的 2.3% 提升至 1Q22 的 5.1%。公司加强信息披露，按照保费分项明细披露非车各险种综合成本率。归因来看，非车险种中除意外伤害及健康险（-1.09 亿元）和责任险（-2.77 亿元）出现承保亏损外，其余险种均实现较好承保盈利。其中，信用保证险摆脱融资性信保业务亏损的压力，综合成本率仅为 63.7%，而 2021 年同期为 102.2%；企财险一改承保亏损常态，综合成本率仅为 79.3%；农险继续维持较好承保业绩，综合成本率仅为 92.1%，上述三大非车业务合计贡献承保利润比例达 33.8%，业务结构进一步合理。买卖价差降低拖累总投收益率，兴业银行继续贡献权益浮盈。2022 年一季度，受资本市场波动影响，公司价差收入同比有所下降。1Q22 兴业银行股价上涨 8.56%，公司持股 12.29 亿股，对应浮盈约 20 亿元。相较于寿险公司而言，公司受外部市场波动影响相对较小。盈利预测与投资评级：1Q22 在权益市场大幅波动冲击下，以寿险业务为主上市同业净利润降幅普遍逾三成，公司取得稳健利润表现实属不易，我们上调盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润 271、294 和 320 亿元（原预测 260、287 和 312 亿元），同比增速 21.1%、8.5% 和 8.8%，当前市值对应 2022-2024 年 PB 0.69/0.63/0.57 倍，维持“买入”评级。风险提示：车险竞争加剧拖累费用率，非车承保亏损持续。

（证券分析师：胡翔 证券分析师：葛玉翔 证券
 分析师：朱洁羽 研究助理：方一字）

中信证券（600030）：2022 年一季报点评：整体业绩符合预期，投行业务表现亮眼

事件：公司发布 2022 年一季报，实现营业收入 152.16 亿元，同比减少 7.2%；归母净利润 52.29 亿元，同比增长 1.2%；归母净资产 2443.20 亿元。投资要点 整体业绩符合预期，减值损失转回致归母净利润增速（+1.2%）优于营收增速（-7.2%）：1）市场大幅波动响投资交易收入下滑：2022Q1，上证指数/创业板指/沪深 300 涨跌幅分别 -11%/-20%/-15%（2021 年同期分别为 -1%/-7%/-3%），市场大幅波动影响公司投资交易收入下滑同比 -13.5% 至 33.5 亿，公司运用多种工具和策略来平滑市场波动，表现明显优于行业。2）预计代销金融产品收入下滑致经纪业务净收入波动：2022Q1 市场日均股基成交额同比 +7.29% 致 10909 亿元，我们预计由于市场大幅下挫致代销金融产品业务收入下滑，导致 2022Q1 公司经纪业务手续费净收入同比 -9.6% 至 31.9 亿元。3）资产减值损失转回：2022Q1 公司资产减值损失 -4 亿元（2021 年同期为 4 亿元），主要系下属子公司存货跌价准备转回致其他资产减值损失变动 -131.8%，融资类业务信用减值损失转回致信用减值损失变动 -219.1%。投行业务亮眼，两融及资管业务略有下滑：1）投行业务增长抬升营收：受益于资本市场改革持续深化，2022Q1 公司实现投行业务手续费净收入同比 +14.7% 至 18.3 亿元（占比营收 12%），推动公司手续费及佣金同比 +1.7% 至 82.1 亿元。2）两融业务下滑影响净利息收入：截至 2022 年 3 月末，市场两融余额同比 +1.09% 至 16728 亿元，公司融出资金同比 -3.2% 至 1142 亿元（市占率由 2021Q1 的 7.12% 下滑至 2022Q1 的 6.83%），影响公司利息净收入同比 -5.8% 至 10.1 亿元。3）行业不景气影响资管收入下滑：市场大幅波动影响公司资管业务净收入同比 -0.4% 至 27.8 亿元，其中华夏基金 2022Q1 净利润同比 +4.3% 至 4.9 亿元。4）大宗商品贸易收入下滑影响公司其他业

务收入同比-15.5%至 24.7 亿元。 盈利预测与投资评级：我们预计随着注册制的稳步推进叠加资本市场改革持续优化，中信证券作为龙头券商有望抓住机遇强者恒强，我们下调 2022-2024 年归母净利润预测为 256.37 (270.43) /309.95 (323.10) /370.87 (387.98) 亿元，对应 2022-2024 年 EPS 为 1.73/2.09/2.50 元，当前市值对应 2022-2024 年 P/B 1.17/1.10/1.05 倍，维持“买入”评级。 风险提示：1) 市场成交活跃度下降；2) 股市波动冲击自营投资收益。3) 监管趋严抑制创新业务发展。

(证券分析师：胡翔 证券分析师：朱洁羽 证券
分析师：葛玉翔 研究助理：方一字)

江淮汽车 (600418)：2022 年 Q1 季报点评：扣非归母净利润环比改善

投资要点 公告要点：公司 2022Q1 实现营业收入 97.82 亿元，同比-16.40%，环比+2.82%；季度销售毛利率为 6.93%，同环比分别-2.72pct/+0.73pct；季度归母净利润-2.90 亿元（2021Q1 为 1.89 亿元，2021Q4 为 0.05 亿元）；扣非后归母净利润-4.80 亿元（2021Q1 为-0.42 亿元，2021Q4 为-11.82 亿元）。 毛利率&费用率环比表现良好，扣非归母净利润环比改善。1) 营收：公司 Q1 营收 97.82 亿元，同比-16.40%，主要原因为公司 Q1 销量同比下滑，共销售各类汽车及底盘 12.94 万辆，同比-11.67%。其中销售乘用车/商用车分别 6.50/6.44 万辆，同比分别+10.87%/-26.69%，乘用车表现较好，思皓 QX 和思皓曜两款重点车型 Q1 销量分别为 0.91/0.58 万辆。公司 Q1 营收环比+2.82%，主要原因为 Q1 销量环比+1.30%。其中乘用车/商用车销量环比分别-6.37%/+10.42%。2) 毛利率：公司销售毛利率为 6.93%，同环比分别-2.71pct/+0.73pct，主要系销量+原材料涨价等因素影响。3) 费用率：公司 Q1 期间费用率为 10.56%，同环比分别+1.40/-3.41pct，其中销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率同比分别+0.38/+0.33/+0.59/+0.10pct，环比分别-1.33/-0.51/-1.60/+0.00pct。4) 归母净利润：公司 Q1 归母净利润-2.90 亿元，同环比来看转亏。主要原因为疫情及芯片短缺影响下销量同比下滑，同时芯片、电池等原材料价格上涨导致输入性成本上涨。此外 Q1 资产处置收益为 0.08 亿元，同环比分别-95.31%/-81.13%，下滑较多。 公司加强内部研发，主营业务趋势向上，对外积极合作，打开长期成长空间。对外合作方面，与大众合作纵深推进，大众安徽重点项目有序开展，研发中心正式投入使用；与蔚来进一步深化合作关系。内研方面，公司商用车业务板块有望受益于轻卡行业治理加严、替换需求高涨红利，乘用车板块公司深度合作华为等提升整车智能化水平，品牌向上趋势明显。 盈利预测与投资评级：考虑上游原料成本上涨等不利因素，我们下调江淮汽车 2022-2024 年业绩预测，由 3.41/4.79/5.90 亿元下调至 2.44/3.92/5.71 亿元，对应 EPS 为 0.11/0.18/0.26 元，对应 PE 为 67/42/29 倍，维持江淮汽车“买入”评级。 风险提示：疫情控制进展低于预期；芯片/电池等关键零部件供应链不稳定风险等

(证券分析师：黄细里 研究助理：杨惠冰)

长安汽车 (000625)：2022 一季报点评：Q1 业绩表现超我们预期，毛利率同比表现靓丽

投资要点 公告要点：长安汽车 2022Q1 实现营业收入 345.76 亿元，同环比分别为+7.96%/+33.28%；归母净利润 45.36 亿元，同环比分别为+431.45%/+709.75%；扣非后归母净利润 22.70 亿元，同比+215.24%。Q1 利润同环比大幅改善，主要系毛利率提升&费用管控成效显著&Q1 一次性投资受益较多：1) 长安汽车自主品牌 2022Q1 实现批发销量

36.07 万辆，同环比分别为-1.72%/+32.53%，芯片短缺环比持续改善。Q1 毛利率 18.21%，同环比分别+4.10pct/-0.67pct，同比上涨较大主要系产品结构不断优化，2022Q1 二代 CS55 PLUS、UNI-V 等高价车型销量占比提升。2) Q1 公司销售/管理/研发费用率分别为 3.50%/2.35%/2.78%，分别同比+0.34pct/-1.54pct/+0.56pct，分别环比 -2.30pct/+0.19pct/-2.73pct；管理费用率同比下滑较大主要系去年同期计提燃油及新能源积分导致基数较高，销售/研发费用率环比下滑较大主要系 2021Q4 基数较高，同比来看受新车上市宣传费用增加以及委托开发增加等原因均小幅提升。3) Q1 投资收益 22.38 亿元，同环比分别+687%/+584%，其中对联营合营企业投资 1.10 亿元，其余主要是公司丧失对阿维塔科技（重庆）有限公司控制权，剩余股权按公允价值重新计量带来的一次性收益，合计 21.28 亿元。4) Q1 公司经营活动产生的现金流 7.69 亿元，同比-89.37%，主要系支付给供应商的贷款大幅增加；Q1 投资活动产生现金流量净额为-22.28 亿元，相比去年大幅增加（去年为-4.57 亿元），主要系对联营企业投资明显增加，直接投资支付现金 14.59 亿元，去年同期为 0。2022 年新车密集推出，电动化转型加速：展望 2022 年全年，1) 行业层面芯片短缺持续缓解；2) 长安汽车全新一代新能源产品密集上市，纯电领域 LUMIN、C385 以及阿维塔 11 三款重磅产品，2022H2 还将推出一款 UNI 系列混动车型以及两款 CS 系列全新改款。长期来看，长安汽车以深蓝/阿维塔两大纯电品牌配合 UNI/CS/欧尚等燃油车持续品牌向上，2025 年计划推出 30 余款全新产品覆盖不同市场，并强化核心技术自研，力争实现 2025 年长安自主/长安新能源 300/105 万辆的销量目标。盈利预测与投资评级：考虑 2022Q1 一次性股权投资收益计提以及产品结构优化使毛利率上升和费用管控加强因素，我们上调长安汽车 2022~2024 年盈利为 76/79/90 亿元（之前为 46/57/75 亿元），对应 EPS 为 1.00/1.04/1.19 元，对应 PE 为 10/9/8 倍，维持长安汽车“买入”评级。风险提示：疫情控制低于预期；新车推出销量爬坡低于预期。

（证券分析师：黄细里 研究助理：杨惠冰）

中伟股份（300919）2022 年一季报点评：单吨利润环比恢复，静待一体化贡献显著增量

投资要点 公司 2022 年 Q1 归母净利润 2.55 亿元，同环比+20%/+47%，业绩预告中值，符合市场预期。2022 年 Q1 公司营收 63.28 亿元，同环比 +71.51%/+2.08%；归母净利润 2.55 亿元，同环比 +20.43%/+46.69%；扣非归母净利润 2.07 亿元，同环比 +5.38%/+100.56%；盈利能力方面，2022 年 Q1 毛利率为 11.21%，同环比-2.37pct/+1.19pct；归母净利率 4.03%，同环比-1.71pct/1.22pct；扣非归母净利率 3.28%，同环比-2.06pct/+1.61pct。非经常性损益主要为政府补助，处于业绩预告中值，符合市场预期。2022 年 Q1 出货 5 万吨左右，环比微增，单吨有所恢复，但液碱涨价仍影响部分利润。我们预计公司 2022 年 Q1 出货 5 万吨左右，同比增长 35%左右，环比微增。目前公司生产暂未受到疫情影响，我们预计 2022 年 Q2 排产环比增 10%-15%，随着新增产能释放，全年我们预计出货量 28 万吨，同增 60%；盈利方面，公司 2022 年 Q1 单吨扣非净利润约 0.41 万元/吨左右，较 2021 年 Q4 的 0.22 万元/吨明显恢复，但因 2022 年 Q1 液碱价格处于高位，我们预计仍影响公司单吨扣非净利润 0.2 万元/吨左右，目前液碱价格仍处于上涨通道，2022 年 Q2 硫酸镍自供比例提升有望对冲部分成本上涨，单吨利润环比提升，随着 2022 年 Q3 一期 2 万吨镍冶炼产能投产，我们预计 2022 年全年单吨利润有望同比提升。国内外扩产提速，2022 年维持高增态势，一体化布局再深化。2021

年底公司三元前驱体产能 20 万吨，四氧化三钴产能 3 万吨，随着西部 6 万吨，中部 3.5 万吨、南部 18 万吨建成投产，我们预计公司 2022 年年底产能超 50 万吨。公司深度绑定 LG、特斯拉、当升、厦钨等客户，且进入宁德供应链，我们预计公司 2022 年出货 28 万吨，同增 60%，其中三元 25 万吨+，四氧化三钴 2.8 万吨+，其中 SK 和当升翻番增长，且特斯拉自制开始起量。上游方面，公司印尼基地镍资源一期 2 万吨项目进展顺利，公司预计 2022 年 Q3 逐步建成投产，且二期项目同步展开；同时，公司与厦门象屿签订合作协议，与腾远钴业签订合作协议，保证公司原材料供应。 盈利预测与投资评级：我们维持之前对公司 2022-2024 年归母净利润 18.59/30.80/43.21 亿元的预测，同比增长 98%/66%/40%，对应 PE 为 26x/16x/11x，给予 2022 年 40xPE，目标价 122.8 元，维持“买入”评级。 风险提示：电动车销量不及预期，原材料价格波动。

(证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕 研究助理：岳斯瑶)

东诚药业 (002675)：2021 年年报及 2022 年一季报点评：核药产线布局完善，短期波动不影响长期向好

投资要点 事件：2021 年公司实现营业收入 39.1 亿元，同比增长 14.42%；实现归母净利润 1.5 亿元，同比下降 63.72%；实现扣非后归母净利润 1.3 亿元，同比下降 66.96%。2022Q1 公司实现营业收入 8.8 亿元，同比下降 1.18%；实现归母净利润 5492.2 万元，同比下降 17.90%；实现扣非归母净利润 5366.4 万元，同比下降 16.56%。 计提商誉拖累表观业绩，2021 年公司整体业绩稳定增长：2021 年，公司计提烟台大洋制药、中泰生物商誉合计 2.1 亿元，若剔除计提商誉，公司实现归母净利润 3.62 亿元。分业务看，2021 年公司重点核药产品中，18F-FDG 实现收入 4.0 亿元 (+24%，同比，下同)，云克注射液实现收入 3.2 亿元 (+4%)，125I 密封籽源实现收入 1.5 亿元 (+36%)；公司重点制剂产品注射用那屈肝素钙注射液实现收入 4.3 亿元 (-31%)；肝素类产品实现收入 19.3 亿元 (34%)。 疫情影响医院正常诊疗业务，拖累公司 Q1 业绩：2022 年 Q1，受疫情影响，部分医院常规诊疗业务无法开展，公司部分重点产品销售收入有所下滑，核药板块中：FDG 注射液实现收入 8474 万元 (+2%)，钨标药物实现收入 2160 万元 (-5%)；原料药实现收入 5.3 亿元 (+3.74%)，注射用那屈肝素钙实现收入 9850 万元 (+21%)；云克注射液实现收入 4643 万元 (-38%)。政策利好行业发展，公司核药布局完善：近年来，核医学在肿瘤等疾病上的诊疗优势逐步引起国家的高度重视，相关政策的出台，将推动核医学的全面发展。此外，截止到 2022 年 3 月底，全国累计完成 191 台 PET-CT 装机，2021 年内 PET-CT 共计装机 52 台。PET-CT 装机量的稳步增加，同样将带动核药需求。公司核药布局完善，产品覆盖了国内主流核医药品种，不仅包括诊断类正电子药物 18F-FDG、单光子药物钨[99mTc]标记药物和其他药物尿素[14C]胶囊，还拥有治疗类药物云克注射液、碘[125I]密封籽源等多个产品，有望充分乘借政策东风和 PET-CT 等大型医用设备配置的稳步增加，实现核药板块收入的稳步增长。 盈利预测与投资评级：考虑疫情影响，我们将 2022/2023 年归母净利润预测从 5.22/7.10 亿元下调至 3.78/4.98 亿元，预测 2024 年归母净利润为 6.33 亿元，当前市值对应 PE 分别为 22/17/13 倍，维持“买入”评级。 风险提示：原料药价格波动风险，新冠疫情反复风险，汇兑损益风险。

(证券分析师：朱国广 研究助理：汪澜)

华域汽车 (600741)：2021 年报及 2022Q1 季报点评：客户结构优化，

新能源布局持续推进

投资要点 公告要点：公司发布 2021 年年报与 2022 年第一季度业绩报告，2021 年实现营收 1399.44 亿元，同比+4.8%，实现归母净利润 64.69 亿元，同比+19.7%，其中投资收益 35.56 亿元，同比-0.53%；实现扣非归母净利润 50.01 亿元，同比+18.7%。2021 年 Q4 实现营收 396.10 亿元，同比-5.4%，环比+17.5%；实现归母净利润 17.67 亿元，同比-23.2%，环比-10.4%；2022 年 Q1 实现营收 373.70 亿元，同比+7.2%，环比-5.7%；实现归母净利润 17.07 亿元，同比+32.1%，环比-3.4%；实现扣非归母净利润 12.55 亿元，同比+6.3%，环比-10.3%。坚持“中性化”战略，持续优化客户结构。公司不断强化现有核心客户，并积极寻求新的客户合作，2021 年公司为豪华品牌/新能源高端品牌/自主品牌国内外汇总销售收入分别为 300/120/90 亿元。2021 年按照汇总口径统计，主营业务中 49.2%来自上汽集团外整车客户，环比+3.2pct，客户结构连续四年持续优化。2022 年 Q1 公司核心客户上汽大众/上汽通用/上汽乘用车/上汽通用五菱/上汽大通合计实现产量 122.9 万辆，环比-32.2%，受益于客户结构优化，公司营收环比优于核心客户产量变化。加速全球内饰业务整合，有序实现产品结构优化。2021 年公司完成对于延锋安道拓座椅 49.99%股权的收购工作，实现座椅业务的全面自主掌握。推进赛科利与华域车身的业务协作，充分发挥协同作用，加速转型发展；出售上海法雷奥汽车电机雨刮 27%的股权，推出非核心业务，通过并购及退出，有序实现产品结构的优化。推进新能源业务布局，努力实现双位数增长。2021 年公司积极参与新能源汽车核心零部件研发与制造：1) 电驱动：华域电动及华域麦格纳分别实现销量 21 万/6 万套；2) 电动压缩机：华域三电实现批量供货 51 万套；3) 热管理：马勒热系统及延锋伟世通电子出货量分别为 26.17/15.9 万套；公司计划 2022 年实现营收 1540 亿元，毛利率保持在 14.3%。盈利预测与投资评级：基于疫情及芯片供应短缺可能持续，我们将公司 2022-2023 年营收预测从 1568.21/1747.61 亿元调整至 1540.93/1681.55 亿元，2024 年为 1825.27 亿元，同比分别为 +10.1%/+9.1%/+8.6%。基于公司完成安道拓股权收购增厚业绩，2022-2023 年归母净利润从 74.31/85.86 亿元调整至 76.66/85.34 亿元，2024 年为 95.50 亿元，同比分别为 18.5%/11.3%/11.9%，对应 EPS 分别为 2.43/2.71/3.03 元，对应 PE 为 7.7/6.9/6.2 倍，维持“买入”评级。风险提示：缺芯供应短缺超出预期；下游乘用车需求复苏低于预期。

(证券分析师：黄细里 研究助理：谭行悦)

三峡水利(600116)：2022 一季报点评：Q1 配售电主业超预期，报表质量稳健扎实

事件：1) 公司公告 2021 年年报，实现收入 101.77 亿元，同比增长 93.62%；归母净利润 8.65 亿元，同比增长 39.52%；扣非后为 7.41 亿元，同比增长 69.60%。2) 公司公告 2022 年一季报，实现收入 23.02 亿元，同比增长 12.03%；归母净利润为 0.10 亿元，同比增长-93.81%；扣非后为 1.34 亿元，同比增长-8.17%。配售电业务中规中矩，市场化售电和综合能源服务多点开花。分业务来看：1) 传统重庆区域的配售电业务：2021 年发电量为 27.81 亿度，同比下降 5.62%，主要是受到来水的影响；售电量为 132.18 亿度，同比增长 16.70%，主要是因为：受市场行情影响，网内用户提高产能利用率，用电量同比上升；本年度与上年度相比，主要客户受疫情影响较小，全面复工复产。电力销售业务实现收入 58.07 亿元，同比增长 78.32%；毛利率为 16.24%，同比下降 4.72pct，主要是因为自发电量减少，拖累盈利能力。营业利润为 5.12 亿元，占比营业利润总额为 39.71%。2) 锰业及贸易业务：

2021 年电解锰生产量为 7.18 万吨，同比下降 19.87%，主要是受到了重庆锰业政策性关停退出影响，销售量为 11.91 万吨，同比下降 8.17%。实现收入 35.27 亿元，同比提升 176.67%，毛利率为 17.30%，同比提升 9.41pct。营业利润为 3.44 亿元，占比营业利润总额为 26.68%。3) 市场化售电业务：公司已完成了四川、浙江、江苏、安徽、广东、江西等 8 省市的售电资质准入，全资子公司三峡兴能、长电能源 2021 年分别完成市场化售电 1.31 亿度、0.18 亿度。合营公司两江供电完成市场化售电 82.79 亿度，同比增长 18.98%；参股公司广东新巨能完成市场化售电 19.35 亿度，同比增长 200.32%。4) 综合能源服务：万州经开区九龙园热电联产项目 1、2 号锅炉及 1 号汽轮发电机组已通过 168 小时试运行并顺利投运。5) 其他业务：公允价值变动收益 2.59 亿元；实现投资收益 1.59 亿元。2022Q1 业绩受到非经损益和电解锰业务扰动，售电业务盈利大幅提升。1) Q1 自发电量为 4.16 亿度，同比上升 24.33%；售电均价为 0.4933 元/度，同比上升 17.82%，我们推断公司售电业务实现归母净利润相比去年同期增幅为 100%左右，盈利能力大幅提升。2) 电解锰业务受到重庆锰矿关停、贵州锰矿计划性停产影响，业务利润同比下降。3) 公司持有的非公开发行股票 Q1 有较大幅度下跌，造成公允价值变动损失。我们判断，电解锰+非经损益影响公司 Q1 归母净利润 2.0-2.5 亿元。盈利预测与投资评级：我们调整公司 2022-2023 年 EPS 从 0.57/0.69 元/股至 0.56(-0.01)/0.64 (-0.05) 元/股，预计 2024 年 EPS 为 0.73 元，对应 PE 分别为 17、15、13 倍，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济下行使得终端工业用电需求减弱，来水波动较大等

(证券分析师：刘博)

蓝色光标(300058)：2021 年报和 2022Q1 季报点评：疫情压制营收表现，元宇宙和游戏客户拉动未来增长

投资要点 蓝色光标 2021 年实现收入 400.78 亿元，同比下降 1.11%；实现归母净利润 5.22 亿元，同比下降 27.95%；实现归母扣非净利润 6.55 亿元，同比增长 11.35%。公司 2022Q1 实现收入 77.82 亿元，同比下降 25.11%，实现归母净利润 0.33 亿元，同比下降 91.00%；实现归母扣非净利润 1.19 亿元，同比下降 42.31%。营收端的下行受到经济下行、互联网广告主缩减投放、疫情和国际业务出表等多方面的影响：2021Q4 和 2022Q1 的收入分别同比下降 26.35%和 25.11%，主要由于 1) 宏观经济增速下行造成的广告需求放缓、疫情造成品牌类广告主的需求降低、游戏类广告主受到版号停发降低预算投放等因素的影响而缩减广告投放。2) 国际业务在 2021 年 9 月与战略投资者完成股权转让的交割，自此不再纳入合并报表之中，造成 2021Q4 和 2022Q1 有高基数效应，未来国际业务仅按照股权比例计作投资收益。持续看好未来的营收增长：1) 元宇宙业务受益于疫情影响有望爆发：一季度在疫情的影响下较多发布会和广告活动都有所延期，疫情持续蔓延将会催化更多的广告主将发布会和广告活动从线下转移到线上元宇宙板块进行。2) 游戏的版号的放开将会刺激游戏类广告主的投放：2022 年 4 月游戏版号时隔 8 个月再次放开，游戏的大批量发行将会迎来大量的广告投放。3) 广告需求在下半年有望迎来复苏：稳增长将成为 2022 年经济发展的主旋律，我们预计在疫情之后将出台更激进的地产、消费政策，整体广告需求有望得到复苏。元宇宙的投入、股权激励和可交易金融资产拖累 2022Q1 利润表现：2022Q1 扣非净利润同比下滑 42.31%，一方面由于营收端各方面的压力，其次主要由于股权激励花费和 2022 年公司在虚拟直播间、虚拟人、NFT 和虚拟空间等方向均有较大的投入所致。归母净利润同比下滑 91%，除上

述原因外，主要由于交易性金融资产受到金融市场波动加剧所致。
 盈利预测与投资评级：公司 2022 年收入将受到疫情和宏观经济的影响，因此我们将 2022-2023 年公司收入由 587.17 和 666.46 亿元调整为 494.09 和 589.67 亿元，预计 2024 年公司收入为 694.23 亿元。我们将 2022-2023 年公司 EPS 由 0.32 和 0.38 元调整为 0.29 和 0.36 元，预计 2024 年 EPS 为 0.43 元，对应 PE 分别为 17.93/14.60/12.25 倍。公司广告营销领域龙头地位，业务优势明显，业绩稳步增长，发力布局元宇宙业务，提供新增长空间，估值未来还有提升空间，我们维持公司“买入”评级。 风险提示：市场竞争加剧风险、人才流失风险、商誉减值风险。

（证券分析师：张良卫 证券分析师：张家琦）

浙江自然（605080）：户外细分领域生产龙头，项目投产助推业绩高增

投资要点 公司为户外细分领域生产龙头。公司 2021 年于 A 股上市，主要为户外品牌提供充气床垫，户外箱包和枕头坐垫等产品的生产，其中充气床垫收入占比 70%+、是公司主要收入来源。公司作为 TPU 充气床垫细分赛道龙头，以 TPU 面料技术、垂直一体化生产模式构筑竞争壁垒，储备了丰富客户资源，核心客户均为海内外知名综合性运动品牌以及大型商超，包括迪卡侬、SEA TO SUMMIT、Kathmandu、INTERSPORT、REI、历德超市等，2021 年前五大客户营收占比 44.20%、第一大客户迪卡侬营收占比 28.98%。公司业务以出口为主，2021 年出口收入占比 79.78%。产能主要分布于越南、柬埔寨、浙江、上海，2020 年之前主要集中在浙江天台、2020 年开始在越南建厂、2021 年通过轻资产合作模式在柬埔寨新建产能。项目投产推动收入增长，产能扩张稳步推进。公司 2016-2020 年收入 CAGR 为 14.45%、增长稳健；2021 年收入和归母净利均实现高增，收入同增 44.91%至 8.42 亿元（其中，出口/内销分别增 48.58%/32.97%、充气床垫/户外箱包/枕头坐垫分别增 47.13%/59.57%/37.42%、主要客户迪卡侬增 29.15%），净利同增 37.59%至 2.20 亿元（21Q1-Q4 净利分别 +59.69%/+34.47%/+39.35%/+14.48%，Q4 增速收窄主要由于年终奖及自动化设备研发费用支出增加）；22Q1 增长继续提速，收入/净利同比分别 +46.61%/+37.82%。2021 年以来业绩高增主要受益于使用自筹资金提前完成募投项目 TPU 复合面料的项目建设、促使之前受制于中间品产能不足而无法释放的客户需求得以释放，有效推动收入增长。公司新产能投放有序推进，为收入持续增长提供保障：1）越南户外用品生产基地已投产（建成后计划年产 75 万条充气床垫、40 万只防水户外箱包）、处于产能爬坡阶段；2）柬埔寨美御塑胶基地目前进行建设投入追加，预计下半年可形成有效销售；3）户外用品生产基地改造项目建设已开始推进，3 月部分老厂开始拆迁，下半年将启动新建。盈利能力较强，短期内外因素因素影响毛利率表现。受益于技术优势、产品功能性较强，2016-2021 年公司毛利率稳定于 36-41%的较高水平。近 2 年毛利率趋势有所下滑，2021 年同比 -1.93pct 至 38.76%、22Q1 同比 -4.75pct 至 36.47%，主要受到内外部因素综合影响：1）与履约成本相关的运输费用调整至营业成本，2）公司主要原材料 TPU 粒子、TDI 等价格大幅上升 30-40%抬升成本，3）2021 年人民币处于升值通道产生汇兑损失，其中运费分类/原材料/汇率因素分别影响 22Q1 毛利率 -1.1/-1.9/-1.7pct。预计随后续原材料价格趋稳、人民币汇率出现贬值拐点，毛利率趋势将有望改善。 盈利预测与投资评级：疫情之下催生户外消费风潮，国内外行业需求火热，公司为户外用品细分领域龙头，深耕 TPU 面料领域，具有一定技术壁垒，并进一步拓展水上充

气产品、保温箱包等新品类，大客户粘性高且仍存在上升空间。产能扩张、品类拓展有望推动业绩持续增长，预计 2022-2024 年归母净利润分别同增 32.67%/26.07%/22.01%，EPS 分别为 2.88/3.63/4.43 元，对应 PE 为 22/17/14X，维持“买入”评级。风险提示：疫情反复、汇率波动、产能扩张低于预期、部分股票解禁。

(证券分析师：李婕 研究助理：赵艺原)

包钢股份 (600010)：2022 年一季报点评：原燃料上涨拖累业绩表现，稀土业务收入大增

事件：公司发布 2022 年一季度报告，2022Q1 公司实现收入 202 亿元，同比 15%；归母净利润为 3.3 亿元，同比下滑 55%。点评：钢铁业务：原燃料价格上涨拖累业绩表现，减产下有望企稳回升。2022Q1 动力煤、硅铁等价格分别同比上涨 19%、27%；且考虑钢厂的备货周期，公司原燃料成本实际上涨幅度应该更大；因此导致公司 2022Q1 毛利率仅为 7.7%，较 2021 年下滑 3.5pct。发改委例会表示 2022 年将继续产量压减工作；目前看来平控是底线，继续减产概率较大。疫情缓解后，钢铁将迎来季节性、年初项目延后叠加出口的三重需求回升，全年预测钢铁需求增长 1-2%；钢铁基本面有望迎来钢价涨、盈利增的局面。公司有望钢铁业务有望迎来企稳回升的局面。稀土业务：调价后增长迅猛，景气持续。2022Q1 公司稀土业务实现收入 16.7 亿元，超过 2021H1 的稀土业务收入。公司与北方稀土续签《稀土精矿供应合同》，拟自 2022 年 1 月 1 日起双方稀土精矿销售价格调整为不含税 26887.20 元/吨、交易总量不超过 23 万吨。此次续签后，稀土价格与交易量上限分别上涨 65%、28%。考虑北方稀土的稀土精矿消纳能力，我们认为 2022 年公司稀土收入有望达到近 70 亿元，同比增长超过 100%。稀土价格维高位，即使经过季节性调整，4 月份氧化镨钕均价仍高达 86 万元/吨的水平，仍处历史高位；目前氧化镨钕库存仅为 3411 吨，同比下滑 16%，低库存水平托底稀土价格。由于公司于北方稀土的关联交易存在调价机制，我们认为稀土供需格局良好，价格易涨难跌，则公司稀土业务有望持续贡献较高盈利。盈利预测与投资评级：我们预测公司 2022-2024 年收入分别为 870/900/905 亿元，同比增长 1%/3%/1%；考虑公司 2022Q1 业绩，我们将公司 2022-2023 年归母净利润从 75/80 亿元调整至 35/45 亿元，即公司 2022-2024 年归母净利润分别为 35/45/40 亿元，同比增长 22%/28%/-11%；对应 PE 分别为 24/18/21x。考虑稀土业务景气高增，钢铁业务受益行业基本面改善有望企稳回升，盈利有望持续改善；且公司还拥有萤石、钽等资源尚待价值重估。因此维持公司“买入”评级。风险提示：需求不及预期，原材料成本波动，产品价格波动。

(证券分析师：杨件 研究助理：王钦扬)

天下秀 (600556)：2022 年一季报点评：营收稳健增长，研发持续投入，虹宇宙有望年内全面开放

投资要点 事件：2022Q1 公司实现营业收入 11.59 亿元，同比增长 36.16%。环比下滑 8.07%，归母净利润 0.93 亿元，同比增长 12.43%，环比下滑 6.13%，扣非归母净利润 0.98 亿元，同比增长 17.91%，环比增长 6.84%，业绩基本符合我们预期。业绩稳健增长，持续研发投入探索红人经济边界。2022Q1 公司营收同比稳健增长，环比有所下滑，我们认为主要系营收季节性波动所致，毛利率 23.16% (yoy-0.66pct, qoq+3.49pct)，销售净利率 7.61% (yoy-1.77pct, qoq+0.33pct)。费用端，2022Q1 公司销售费用率 6.96% (yoy+0.67pct, qoq-2.38pct)；管理费用率 5.11% (yoy+1.04pct, qoq+3.76pct)，主要系伴随业务增长，人员薪酬增加，创新业务人员增多所致；研发费用

率 3.09% (yoy-0.05pct, qoq+2.28pct)，主要系加大 WEIQ 平台、虹宇宙等项目投入。2022Q1 公司收现比达 111.96%。经营活动产生的现金流量净额为 0.26 亿元。公司持续加大研发投入，升级改造 WEIQ 平台和数据产品，布局红人经济产业链，创新业务布局成果已初步显现，我们看好 WEIQ 平台订单匹配与并行处理能力稳步提升，驱动营收稳健增长，同时看好创新业务持续贡献业绩增量，巩固公司红人新经济龙头地位。布局元宇宙赛道，虹宇宙有望年内全面开放。公司持续探索 Web3.0 时代的创作者经济生态，推出 3D 虚拟社交软件“虹宇宙”和自媒体数字藏品工具集“TopHolder 头号藏家”。其中“虹宇宙”已与红酒品牌拉菲、地产公司龙湖集团达成合作，同时红人 IP 天才小熊猫等已入驻；TopHolder 已正式接入虹宇宙，助力平台 UGC 内容生态建设，并与微博达成战略合作，为微博用户提供原创数字藏品生成、发行、传播及沉淀等服务。公司基于红人与商家“超级连接器”的战略定位，持续投入研发，前瞻布局区块链技术，探索内容创作者新变现模式。公司预计虹宇宙有望年内全面开放，我们认为虹宇宙作为用户共建的沉浸式虚拟生活社区，有望借助数字资产赋能、连接红人 IP、品牌及普通用户，持续关注虹宇宙全面开放后用户数据及商业化表现。盈利预测与投资评级：我们维持此前盈利预测，预计 2022-2024 年 EPS 分别为 0.27/0.34/0.43 元，对应当前股价 PE 分别为 25/20/15X。我们看好公司作为红人新经济龙头，红人生态布局逐渐完善，创新业务与主营业务协同效应凸显，维持“买入”评级。风险提示：应收账款回收风险，宏观经济不景气，行业竞争加剧。

(证券分析师：张良卫 证券分析师：周良玖)

华锐精密 (688059)：2022 年一季报点评：Q1 业绩基本符合预期，静待高端业务放量

投资要点 春节假期+疫情影响下，收入增长稳健符合预期 2022Q1 公司实现营收 1.34 亿元（同比+22.32%，环比+6.35%），在春节假期和疫情影响下，公司收入仍实现了稳步增长。我们判断主要系：①公司加大市场开拓力度，直销与经销并重发展，提高产品覆盖率；②下游行业终端需求有所回暖，中高端刀具产品进口替代加速，公司产品性能不断提升，推动销量增长；③公司产品年初涨价以覆盖原材料成本涨价压力。原材料涨价毛利率短期承压，经营性现金流充裕 2022Q1 公司实现归母净利润 0.40 亿元，同比+15.68%、环比-2.17%，销售净利率为 29.52%，同比-1.70pct、环比-2.64pct，盈利能力略有降低，但仍维持在较高水准。具体来看：①毛利端：2022Q1 公司销售毛利率为 48.53%，同比-3.07pct、环比+0.73pct，同比有所下滑，我们判断主要与原材料、运费上涨有关，毛利率下降是公司净利率下降的最主要原因；②费用端：2022Q1 公司期间费用率为 13.09%，同比-1.17pct、环比-0.76pct，规模效应下各项费用率下降。其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.82%/4.84%/5.51%/-0.07%，同比-0.16pct/-1.76pct/+1.26pct/-0.51pct。研发费用率增长主要系研发人员规模扩大、本期支付的研发人员薪酬增加所致。此外，公司现金流状况良好，2022Q1 经营性现金流达 0.20 亿元，同比+41.73%，主要系本期销售商品、提供劳务收到的现金增加所致。订单饱满，高端产能释放下业绩有望加速兑现 2022 年初以来刀具行业需求有所回暖，公司目前排产在 1 月+，订单饱满，单月产量爬坡至 800 万片/月。同时随着厂房建成、设备落地，公司 IPO 募投项目将于 8-9 月开始量产，预计能为 2022 年贡献 700-800 万片的新增高端产能，2023 年完全达产将实现新增 3000 万片高端产能，这部分高端刀片的单价有望比原有产能增加 50%以上。公司可转债项目拟募集资金不超过 4 亿元，用于

精密数控刀体生产线建设项目、高效钻削刀具生产线建设项目和补充流动资金。两大项目预计将于 2023 年释放产能。达产后有望实现每年精密数控刀体 50 万件和高效钻削刀具 140 万支生产，合计实现年收入 4.08 亿元，净利润 1.15 亿元。随着进口替代的不断深化，国产大型终端企业对国产刀具的认可度逐步提高，我们认为国产刀具的需求将持续乐观。长期来看随着我国机床数控化率持续提升、刀具市场消费升级，行业景气度延续性较强。而公司作为国产民营刀具的龙头，有望受益于国产替代大趋势。盈利预测与投资评级：考虑到疫情影响，我们预计公司 2022-2024 年的归母净利润为 2.08（下调 8%）/3（下调 5%）/4.11（下调 5%）亿元，对应当前股价 PE 分别为 20/14/10 倍，维持“增持”评级。风险提示：下游需求不及预期风险；原材料价格波动风险

（证券分析师：周尔双 证券分析师：朱贝贝）

上海家化（600315）：2022 年一季报：盈利能力提升，持续发力产品和渠道创新

投资要点 归母净利同增 17.81%，业绩符合市场预期：2022Q1 公司实现营收 21.17 亿元（同增+0.11%），归母净利 1.99 亿元（+17.81%），扣非归母净利 2.12 亿元（+6.55%）。公司收入、归母净利增速基本符合市场预期。归母净利增速较扣非归母净利更快，预计主要系平安众消、国泰君安等股票波动较 2021 年同期减少 1610w 左右。2022 年我们预计公司收入增速整体呈现前低后高趋势，2022Q1 收入面临疫情、特渠调整、超头高基数、汇率因素影响，预计下半年起超头和特渠因素可逐步得到释放。盈利能力持续提升，经营指标较为良性：2022Q1 公司毛利率为 62.66%，同口径同比提升+1.57pct；2022Q1 净利率为 9.42%，同比提升 1.42pct。2022Q1 公司销售/管理/研发费用率分别同比变化+0.08pct/-1.66pct/-0.48pct，费用管控良好。2022Q1，经营性现金流为 5.5 亿，同增 10.84%。截至 2022Q1，公司存货金额为 9.65 亿元（同增+5.74%）；应收账款为 11.43 亿元（同增+1.56%）。2022Q1 个护家清表现较好，电商剔除超头影响增速较快：（1）分品类看：个护家清品类表现最好，2022Q1 实现量价齐升，六神玻璃瓶、喷雾产品实现个位数提价，同时通过联名代言人实现线上运营和线下突破。护肤品牌佰草集、玉泽、典萃通过聚焦头部 SKU 实现毛利率提升，玉泽 3 月推出“大分子白金盾”防晒霜，在天猫小黑盒当天跻身天猫防晒第一名。（2）分渠道看：我们预计线下商超渠道表现较好，我们预计电商剔除超头影响后仍有十位数的增长，特渠持续调整规模有所下降。营销模式持续创新，自播持续发力：2022Q1 公司持续创新营销模式，例如与佰草集、玉泽、美加净品牌联合快手纪实频道诠释“她力量”，与抖音联手打造新国潮形象等，联合多个代言人持续深化品牌形象等。在线上渠道运营方式上，公司也持续发力自播，以降低对单一打法的依赖，我们预计 2022Q1 公司自播占电商 GMV 比例已超 15%。盈利预测与投资评级：公司持续聚焦核心 SKU 和爆款打造，并创新渠道和营销模式。考虑疫情最新情况，我们下调 2022-2024 年归母净利润至 8.02/11.01/14.96 亿元，2022-2024 年归母净利润分别同增 23.55%/37.22%/35.94%，当前市值对应 PE 分别为 26、19、14 倍，维持“买入”评级。风险提示：疫情影响消费，行业竞争加剧，新品推广不及预期等。

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：张家璇）

新华保险（601336）：2022 年一季报点评：资产负债两端双承压，关注优计划实施成效

事件：公司披露 2022 年一季报，实现归母净利润 13.44 亿元，同比下

降 78.7% (业绩预减公告下滑 70%-80%); 归母综合收益-65.68 亿元, 同比由盈转亏。利润同比明显下滑系基数较高, 权益市场大幅波动拖累利润释放。

投资要点 新单长缴业务降幅逾六成, 我们预计 NBV 同比下降 60%。1Q22 公司实现总保费收入 648.90 亿元, 同比增长 2.4%。新冠疫情各地散发, 压制代理人展业与居民保险消费需求, 叠加 2021 年同期新单和价值高基数, 1Q22 公司长期险首年保费同比减少 2.9%, 其中期交新单 85.66 亿元, 同比减少 18.3% (十年期及以上期交新单同比大幅下降 63.3%至 8.8 亿元, 主要系健康险新单销售持续遇冷); 趸交新单 125.30 亿元, 同比增长 11.5%; 续期保费 423.64 亿元, 同比增长 8.0%, 对总保费贡献占比达 65.3%, 夯实总保费增长的基础; 短期险保费 14.30 亿元, 同比减少 41.4%。我们预计 1Q22 公司 NBV 同比下降 60%, 低于上市同业。(我们预计上市同业 NBV 降幅逾三成), 预计中报 NBV 降幅有望收窄。

从渠道角度来, 银保渠道新单贡献近七成, 个险增长乏力。1Q22 公司个险/银保长险首年保费增速分别为-22.6%/8.4%, 个险/银保/团险新单贡献占比为 28.6%、67.7%和 3.7%。疫情影响代理人活动开展和公司清虚人力背景下, 个险渠道转弱, 对于新单的贡献由 1Q21 的 36.4%降至 1Q22 的 28.6%。同期, 由于疫情影响和宏观经济增速放缓, 企业客户经营压力加大, 团体渠道承压, 新单贡献同比-1.6pct 至 3.7%。1Q22 银保渠道新单贡献达 67.7%, 仍难以逆转新单颓势。在极低同期基数和队伍规模边际企稳作用下, 二季度行业单月新单有底部企稳改善迹象, 仍需观察有效人力企稳和改善的持续性。二季度公司将围绕“选才、培育、客户配置、活动管理、政策支持和科技赋能”六大方面开展“优计划”, 打造强大人才队伍。选才与培育方面, 公司将聚焦年轻化、专业化、城市化三化人群, 且针对“优”增新人建立长达三年的职业成长规划, 通过专项培训活动和专职班主任等措施优化队伍培养体系。公司放大精英队伍的奖励系数, 在津贴设置与晋升奖励等方面给予专项支持; 研发新人专属产品降低新人销售难度, 补充中高端客户产品提升精英队伍产能。

权益市场波动拖累净利润, 期末归母净资产较年初小幅下滑 6.1%。1Q22 沪深 300 和创业板指分别下跌 14.5%和 20.0%, 而 1Q21 同期分别小幅下跌 3.1%和 7.0%, 且公司兑现浮盈, 同期利润基数较高。1Q22 公司投资收益+公允价值变动损益合计同比下降 43.1%, 总投资收益率为 4.0%, 同比大幅下降 3.9 个 pct。值得注意的是, 期末公司归母净资产从年初的 1,085 亿元下降至 1,019 亿元, 主要系 1Q22 可供出售金融资产公允价值变动亏损高达 194.98 亿元, 我们测算的全口径年化综合投资收益率仅为 2.2%, 是当期经营业绩的主要拖累。

盈利预测与投资评级: 此前公司已披露业绩预减公告, 股价已反映较为悲观的预期。我们维持此前业绩预减点评中的盈利预测, 预计 2022 年至 2024 年归母净利润分别为 119、179 和 190 亿元, 同比增速为 -20.4%、50.0%和 6.3%; 截至 2022 年 4 月 28 日, 公司股价对应 2022-2024 年 PEV0.33、0.30 和 0.27 倍, 考虑到估值性价比, 继续维持“买入”评级。

风险提示: 权益市场大幅波动, 健康险销售持续低迷。

(证券分析师: 胡翔 证券分析师: 葛玉翔 证券分析师: 朱洁羽 研究助理: 方一字)

开润股份 (300577): 2B 韧性凸显、增长可期, 2C 仍待恢复

投资要点 箱包行业领军者, 2B、2C 双龙头。公司 2005 年以箱包代工业务起家, 2015 年依托小米生态链推出米牌箱包产品, 并于 2019 年延伸打造出自有品牌“90 分”, 开启 2B、2C 双业务模式。15-19 年高速发展, 营收、归母净利 CAGR 分别达 38.2%、40.4%。2020 年受到疫情冲击, 营收、归母净利分别同比-27.87%、-65.51%。2021 年业

绩呈现复苏，其中 2B 收入端创历史最高、已完全恢复至疫情前水平，2C 收入端较 2020 年小幅上升，整体来看尚未完全恢复，营收 22.89 亿元/yoy+17.76%/较 19 年-15.06%、归母净利 1.80 亿元/yoy+131.03%/较 19 年-20.31%，其中 2B/2C 收入分别占比 64%/33%、分别同比 +24.02%/+3.19%。22Q1 营收/归母净利/扣非净利分别同比 +35.56%/+2.78%/-40.63%至 6.12 亿/4651 万/1260 万元，其中 2B/2C 收入分别同增 45%~50%/低个位数，扣非净利出现下滑主要受到 2C 业务拖累、22Q1 公司收到 0.38 亿元政府补助促归母净利实现增长。2B 业务：较具韧性，拓客户、扩产能、扩品类同步推进。2B 业务为公司传统优势业务，除 2020 年受疫情影响外，18-21 年呈较好增长态势，2021 年收入同比+24.02%/较 19 年+11.03%，已恢复至疫情前水平，主要受益于拓客户、扩产能、扩品类同步推进：1) 拓客户：长期与耐克、迪卡侬、戴尔等优质客户合作，疫情爆发后加速行业落后产能淘汰和供应商优化，进而推动公司加速客户拓展。疫情下公司品牌客户资源更趋完善，20 年拓展 VF 集团子品牌 Kipling、21 年拓展 VF 集团子品牌 Eastpak、Dickies，2022 年拓展 VF 集团子品牌 Jansport、The North Face，并进入 PUMA、YETI、Homedepot 等新客户供应商体系，客户结构持续巩固优化。2) 扩产能：产能主要分布在国内滁州、印度、印尼，2021 年滁州/海外产能分别占比 40%/60%。印尼、印度产能均在有序扩建中，截至 22 年 4 月底印尼生产线从 21 年底的 120 条扩充至 160 条、公司预计 2022 年底进一步翻番至 240 条以上，同时到 22 年底印度产能较 21 年底的 40-50 条生产线同样有望实现翻番。3) 扩品类：为寻求长远发展，公司积极开拓新品类，19 年收购印尼宝岛工厂切入 NIKE 软包供应链，20-21 年联合并购基金完成对上海嘉乐（优衣库/GU 生产商）的收购、切入服装及面料制造领域。随着拓客户、扩产能、扩品类全方位积极推进，我们预计 2B 业务未来仍将成为公司业绩重要增长点，收入贡献将进一步提升。2C 业务：调整波动，亏损状况有望改善。受疫情影响，2C 业务近三年呈较大波动，19/20/21 年收入分别同比+25.53%/-43.06%/+3.19%，21 年较 19 年-41.24%、较疫情前仍有较大差距。2C 业务主要通过线上、分销两个渠道进行销售，其中线上主要销售自有品牌“90 分”+授权品牌“大嘴猴”产品，分销模式主要为小米产品、以“成本价采购/毛利分成”模式与小米合作。21 年线上/分销收入分别占 2C 业务的 46%/54%、收入分别同比+63.41%/-21.36%、较 19 年+62.22%/-61.86%。费用投放较多促“90 分”业务收入端表现较好、但 21 年净亏损数千万元、对公司业绩形成拖累。公司未来计划优化渠道、降本增效、90 分品牌 22Q1 末已停止海外业务，小米品牌将优化 SKU 并重回海外市场，22 年有望实现 2C 端大幅减亏。净利率水平低位回升。1) 毛利率：2015-2020 年基本在 28%-31%之间波动，其中 2018 年为 25.98% (yoy-3.63pct)、主因低毛利米牌业务占比提升。2021 年同比-1.9pct 至 26.58%，主因 2B 业务毛利率同比下滑 3.24pct 至 25.97% (产能利用率下滑、人民币升值、海运费上涨共同影响)。22Q1 同比-2pct 至 25.04%，主要受到原材料价格+海运费上涨影响。我们判断未来随前述短期因素消除、毛利率有望逐步回升。2) 费用率：2015-2019 年在 15%-17%之间波动，2020 年因疫情影响、“90 分”加大推广投放拉高销售费用，期间费用率同比+7.5pct 至 24.61%，21 年回落 1.3pct 至 23.29%、22Q1 继续-1.39pct 至 22.22%，但仍处较高水平。随着公司加大费用管理，我们预计未来费用率有望持续优化。3) 归母净利率：2012-2019 年在 8%-12%之间波动，2020 年因费用提升及资产减值损失同比下滑 4.38pct 至 4.01%，2021 年回升 3.86pct 至 7.87%、22Q1 受毛利率回落

影响、同比下滑 2.43pct 至 7.6%，未来随毛利率及费用控制改善有望进一步回升。 盈利预测与投资评级：公司为国内箱包龙头，疫情加速推进公司 2B 客户拓展进度、但对 2C 需求端造成较大影响。2B 业务优势突出具有较强韧性、21 年已恢复至疫情前水平，2C 业务波动调整、尚未完全恢复。22Q1 营收端较快增长、主要来自 2B 业务老客户订单增长+新增客户贡献，我们预计随 2C 端逐步减亏、公司盈利能力有望回升。综合考虑疫情影响，我们预计 2022-24 年归母净利润分别同比增长 14%/22%/23%，EPS 分别为 0.85/1.04/1.28 元/股，对应 PE 16/13/11X，首次覆盖，给予“增持”评级。 风险提示：疫情恶化、经济疲软、费用控制不及预期等。

（证券分析师：李婕 研究助理：赵艺原）

科顺股份（300737）：2021 年报及 2022 年一季报点评：22Q1 收入增速超预期，拟可转债募资扩产补流

投资要点 事件：公司发布 21 年报&22 年一季报。21 年实现营收 77.71 亿元，同比+24.57%，归母净利 6.73 亿元，同比-24.45%；22Q1 实现营收 17.35 亿元，同比+18.71%；归母净利 9905 万元，同比-40.82%。21Q4 主动防风险控发货，22Q1 收入增速超预期。2021 年 Q1-Q4 营收增速分别为 80.57%/24.30%/14.64%/9.78%，Q3 以来公司做出“稳增长、控风险”的战略调整，主动控制发货，收入增速有所放缓。2022 年 Q1 公司收入增速 18.71%，在大 B 业务放缓之下公司维持较高增速主要得益于经销渠道及民建渠道的快速增长。 21Q4 减值计提拖累利润，22Q1 受原材料价涨及费用增加影响业绩。分季度看，21 年 Q1-Q4 销售净利率分别为 11.45%/13.17%/10.57%/-0.03%。主要原因有：1）核心原材料沥青、乳液、聚醚等价格自 Q2 以来大幅上涨；2）2021 年全年计提信用减值损失 2.49 亿元，其中 2021Q4 计提 1.36 亿元。22Q1 归母净利同比下滑 40.82%，主要原因系：1）22Q1 原材料均价相对于 21Q1 大幅上涨；2）22Q1 收入占全年比重较小规模效应未能充分发挥，加之年初新到岗人员增加导致期间费用率同比提升。 21 年全年经营性现金流保持稳定，22Q1 阶段性承压。公司 2021 年经营活动现金流量净额为 6.11 亿元，同比增长 10.68%，1）收现比情况：2021 年公司收现比 88.36%，较上年同期变动-0.96pct；2）付现比情况：2021 年公司付现比 85.47%，较上年同期变动-15.4pct。2022Q1 经营活动现金流量净额为-10.98 亿元，同比下滑 301.74%，主要系收到的的货款减少以及支付采购款增加。 盈利预测与投资评级：公司作为防水龙头受益于行业标准提升、客户集中度提升等；随着新建基地陆续投产以及经销渠道加速布局，加大对经销商的资源配置和扶持力度，公司有望不断提升市场份额，此外公司收购丰泽股份尝试品类延伸。同时，公司激励充分，管理改善，提质增效，为公司快速发展提供保障。公司此前提出 2022 年实现销售过 100 亿元，并力争在 2025 年达到 200 亿元营收，彰显公司发展信心。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 9.22/12.94/16.96 亿元，当前市值对应 PE 分别为 13X/9X/7X，公司拟发行可转债募资扩产补流，为公司经营发展助力，考虑到公司未来的成长弹性，首次覆盖给予“买入”评级。 风险提示：下游房地产行业波动的风险；原材料价格剧烈波动的风险；行业竞争加剧风险；计提大额信用减值损失的风险。

（证券分析师：黄诗涛 研究助理：任婕）

华策影视（300133）：2021 年年报&2022 年一季报点评：业绩稳健，长期 IP 资产变现空间广阔

投资要点 事件：公司 2021 年实现收入 38 亿元，同比增长 2%；归母净利润实现 4 亿元，同比持平；归母扣非净利润实现 3 亿元，同比

-19%。2022 年一季度实现收入 4.7 亿元，同比-66%，归母净利润实现 1.1 亿元，同比-17%；归母扣非净利润实现 0.9 亿元，同比-29%。电视剧市占率持续提升，出海有望贡献新增量。在国内电视剧总体播出项目数下降的背景下，公司 2021 年播出数量逆势增长，从 2020 年的 13 部 527 集增长至 2021 年的 19 部 665 集，其中 7 部电视剧占据各播出平台年度播出前 10。2022Q1 由于剧集确认较少以及下游视频行业走弱，短期业务收入有所下滑，Q2-Q4 随着储备项目逐渐上线，业绩有望回归正常区间。此外，2021 年公司在海外影视剧版权售价、部分电视剧海外发行和国际传播上均实现新的突破，长期看随着公司在海外电视剧行业影响力逐步提升，出海作品有望持续量价齐升，为业绩贡献显著增量。电影行业回暖，公司业务取得突破。2021 年国内电影院线票房 470 亿元，同比增长 132%，约占 2019 年总票房的 73%。截至 2021 年公司已累计发行 57 部电影，发行影片累计票房约 160 亿元。2021 年主投主控的《刺杀小说家》票房超过 10 亿大关，也是近年来海外同步上映规模最大的华语影片。2021 年内处于后期制作中的电影《如果有一天我将会离开你》、《寻秦记》等或有望于 2022 年释放业绩。海量版权 IP 资产的变现潜力有望得到进一步挖掘。2021 年公司完成了版权创业公司的组织和业务整合，已成为国内影视永久版权库体量领先的企业，并基于近 3 万集的版权资源探索更多变现可能。2021 年版权创业公司实现归母净利润 0.5 亿元，同比+39%，首次达公司总利润的 13%。同时公司也基于丰富 IP 储备开始布局元宇宙，公司将在虚拟人、数字藏品领域持续探索 IP 多元变现模式，新业务模式对 IP 资产的价值重估将带来公司数字资产的大幅升值，从而带来长期丰厚的盈利回报。短期盈利能力受电视剧毛利率下降影响，收入结构优化后有望改善。2021 年公司毛利率为 23%，同比下降 3.89pct，主要受电视剧业务毛利率下降影响。销售费用率和管理费用率分别为 9%/5%，分别同比增加 0.54pct 和 0.85pct，基本稳定。我们认为未来随着毛利率较高的电影、海外等业务占比提升，公司整体盈利能力有望实现边际改善。盈利预测与投资评级：考虑到公司虽然短期电视剧业务承压，但长期新业务进展较为顺利，我们预计公司 2022-2024 年 EPS 为 0.24/0.29/0.32 元，当前股价对应 2022-2024 年 PE 为 17/14/13 倍，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济波动风险，政策监管风险，视频平台内容采购收紧风险，新业务发展不及预期风险

（证券分析师：张良卫 证券分析师：周良玖）

新媒股份 (300770)：2021 年年报及 2022 年一季报点评：业绩延续高增长，派息率明显提升

投资要点 事件：2021 年公司实现合并营业收入 14.09 亿元，同比增长 15.43%，实现归属净利润 6.80 亿元，同比增长 18.23%；2022Q1 实现营业收入 3.88 亿元，同比增长 19.26%，实现归属净利润 1.72 亿元，同比增长 6.06%，公司业绩略超我们预期。同时，董事会建议派发 2021 年现金股息每股 1.2 元（含税），派息率达到 40%，相比 2020 年明显提升。IPTV 基础业务用户规模稳定增长，互联网视听及内容版权业务快速成长。2021 年公司 IPTV 基础业务收入 73,464.03 万元，同比增长 4.77%。2021 年末公司 IPTV 基础业务有效用户达到 1,958 万户，同比上升 6.41%，省内宽带渗透率为 45.77%。行业层面，截至 2021 年末三家基础电信企业全国 IPTV 总用户数达 3.49 亿户，比上年末净增 3,336 万户；互联网视听业务收入 53,719.06 万元，同比增长 18.75%，其中广东 IPTV 增值业务收入 34,585.54 万元，同比增长 17.33%，互联网电视业务收入 19,133.52 万元，同比增长 21.39%，截

至 2021 年底公司云视听系列 APP 全国有效用户达到 2.46 亿户，同比增长 17%。2021 年公司内容版权业务收入 11,774.13 万元，同比增长 116.60%，驱动收入快速增长。核心主业毛利率保持稳定，版权积累致综合毛利率略有下降，但长期前景值得期待。2021Q4/2022Q1 公司整体毛利率分别为 50.07%/51.37%，同比下降 8.14pct/4.14pct。2021 年公司 IPTV 基础业务/互联网视听业务/内容版权业务分别实现毛利率 60.61%/56.96%/6.83%，内容版权业务毛利率同比减少 20.65pct，主要系公司通过集成、投资、自制等手段整合内容版权资源，构建精品内容资源库，同时通过持续拓展与优质内容版权方的合作，打造了更丰富的内容产品矩阵，为公司长期成长奠定基础。费用控制出色，预计趋势将延续，盈利能力维持高位。2021 年公司销售费用同比持平，管理费用同比减少 55.17%，主要因为冲回以前年度计提的中长期激励基金所致，财务费用同比减少 33.76%，主要为 2021 年利息收入增加，上市以来公司费用控制成果显著，趋势在 2022Q1 得到延续，公司费用管理值得认可，盈利能力维持在高位。盈利预测与投资评级：考虑到公司稳健且有效的扩张策略，费用端控制优于预期，我们将公司 2022/2023 年 EPS 从 3.32/3.68 元上调至 3.46/3.92 元，预计 2024 年 EPS 为 4.38 元，当前股价对应 PE 分别为 10/8/7 倍，当前估值具有吸引力，维持“买入”评级。风险提示：新业务拓展不及预期，运营事故，市场系统性风险等。

(证券分析师：张良卫 证券分析师：周良玖)

华东医药(000963)：2021 年年报及 2022 年一季报点评：一季度工业板块环比改善，医美业务高速增长

投资要点 事件：2021 年，公司全年实现营业收入 345.63 亿元（+2.61%，括号内表示同比增速，下同），实现归母净利润 23.02 亿元（-18.38%），实现扣非归母净利润 21.89 亿元（-9.91%）；剔除已进入清算控股子公司华东宁波的同口径计算，营业收入同比增长 3.10%，扣非归母净利润同比下降 7.64%。2022Q1，公司实现营业收入 89.33 亿元（+0.4%）；归母净利润 7.04 亿元（-7.12%），实现扣非归母净利润 6.99 亿元（+0.39%）；剔除已进入清算控股子公司华东宁波的同口径计算，营业收入同比增长 3.79%，扣非归母净利润同比增长 1.74%。2021 年业绩低于我们预期，2022Q1 业绩基本符合预期。工业板块环比大幅改善，工业微生物发展势头强劲。2021 年，工业收入同比下滑 7.71%，我们估计主要是阿卡波糖失标和百令胶囊降价后在 2021 年销量增长没有完全抵消价格下跌，以及泮托拉唑钠大幅降价后收入下滑等。2022Q1，工业核心子公司中美华东收入同比下降 9.73%，主要由于百令胶囊 3 月前未降价的高基数原因；但环比收入增长 19%、扣非利润增长 48%，大幅改善。2022Q1，工业微生物板块发展势头向好，外部订单较快增长，营业收入同比增长 99%。加上工业微生物贡献，我们认为自 2022 年 Q2 起工业板块有望实现触底回升。2021 年，公司销售毛利率与销售净利率分别为 30.69%、6.77%，分别同比下降 2.36pct、1.87pct，主要由于工业板块大品种价格下降等因素影响。2022 年 Q1，公司销售毛利率与销售净利率分别提升至 33.78%、7.99%，随着医美业务、工业微生物及创新产品收入占比提升等，公司毛利率有望继续提升。医美板块收入端高速增长，利润端呈现较强盈利能力。2021 年，医美业务总体收入 10.02 亿，同比增长 123.28%；国内伊妍士少女针上市 4 个月即实现收入 1.85 亿元，并且正式运营当年即实现盈利。国际医美业务实现收入 6.66 亿元，同比增长 108.51%，经营性利润为 Sinclair 公司历史上最好表现。2022Q1，国内伊妍士少女针 3 月受疫情影响，但 Q1 仍实现收入 1.57 亿元，并且展现较好盈利能力。

力；海外医美收入约 2.6 亿元，同比增长 163.1%，创历史单季度最高水平，同比大幅扭亏为盈，我们认为医美板块将自 2022 年将为公司带来显著业绩增量贡献。盈利预测与投资评级：考虑集采和医保谈判品种销售进展、疫情影响等，我们将 2022-2023 年公司归母净利润由 33.32/41.37 亿元，下调至 28.35/ 34.81 亿元，预计 2024 年为 41.83 亿元，对应当前市值的 PE 估值为 20 倍、16 倍、14 倍，维持“买入”评级。风险提示：集采政策的不确定性，疫情反复加剧的风险，医美市场竞争加剧的风险，医美医疗事故的风险。

（证券分析师：朱国广 研究助理：冉胜男）

密尔克卫(603713)：2022 年一季报点评：归母净利润+72%符合预期，疫情影响整体可控

投资要点 业绩简评：2022 年 4 月 10 日，密尔克卫发布 2022 年一季报。公司 1Q22 实现收入 30.60 亿元，同比+111.9%；归母净利润 1.34 亿元，同比+72.1%；扣除政府补助、非流动资产处置损益后，实现扣非净利润 1.30 亿元，同比+69.6%；经营性现金流量净额为 1.59 亿元，同比+6.37%。公司归母净利润和扣非净利润均符合业绩预告。营业收入高增预示着公司化工品电商业务规模的快速增长：公司业务板块主要可分成物流板块和交易板块，从历年财务数据上看，两大板块的利润率相对较为稳定，公司利润率的变化主要是由业务结构变化而带来。交易业务会把商品的货值计入收入和成本，收入高、利润率费用率低。本季度收入增速高于利润增速，反映公司化工交易业务的快速增长。公司利润率、费用率均小幅下降：1Q22，公司销售毛利率/净利率分别为 9.67%/ 4.38%，同比-2.31/-0.98pct。毛利率的下降主要是因为化工品电商业务占收入之比提升所致，该业务毛利率大约为 5%，未来公司整体毛利率或仍将随着业务结构的变化而产生小幅下降。公司销售/管理/研发费用率分别为 0.86%/ 2.29%/ 0.34%，同比-0.51/-0.11/-0.24pct。疫情不停摆，积极抗疫保证履约和运营安全：据公司微信公众号，3 月 27 日晚公司第一时间成立“抗疫指挥部”，积极执行各项抗疫要求，组织疫情地区党员干部带头，返回生产工作岗位值班，在确保健康安全的前提下保证公司各部门运营有条不紊的展开。至 4 月 6 日，上海地区所有仓库、车辆、报关、进出口业务保持基本运转。于上海及长三角区域，公司申请了一批跨省作业通行证，保证口岸出运紧急需求；公司其他沿海口岸也在积极运转，分担相关进出口需求。公司也积极参与方舱建设、核酸样本流通、抗疫民生物资流通等工作，积极践行社会责任。公司疫情期间的正常运作有助于赢得产业客户的口碑与信任，而化工品线上交易“零元素”平台也有望借助疫情赢得更多客户，积蓄增长势能。盈利预测与投资评级：我们看好公司物贸一体化的发展前景。目前工业品电商的渗透率不断提升，行业处于迅速发展阶段，而密尔克卫是业内少有的具备物流基础的工业品电商企业，具备稀缺性和扎实的发展基础。处于对上海疫情的谨慎考虑，我们将 2022 年归母净利润从 5.96 亿小幅下调至 5.84 亿元，维持 2023-2024 年归母净利润预测 8.21/10.87 亿元，预计 2022~2024 年归母净利润同比+35%/41%/32%，4 月 28 日收盘价对应 P/E 为 30/22/16 倍，维持“买入”评级。风险提示：疫情反复，新业务拓展不及预期，并购整合不及预期，生产安全风险等。

（证券分析师：吴劲草 研究助理：阳靖）

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上;

中性:预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>