



证券研究报告

产品团队

单丹：产品分析师
执业编号：S1500512060001
联系电话：+8683326845
邮箱：shandan@cindasc.com

市场指数表现

指数	收盘价	涨跌幅
上证综指	3047.06	2.41%
深证成指	11021.44	3.69%
创业板指	2319.14	4.11%
沪深300	4016.24	2.43%
中证500	5627.90	3.86%
科创50	947.15	4.88%
香港恒生	20869.52	-1.10%

行情数据为2022年4月29日收盘价

5月十大金股

行业	简称	调入时间
化工	赛轮轮胎	20220504
能源	兖矿能源	20220504
石化	中国海油	20220504
军工	苏试试验	20220504
食品	贵州茅台	20220504
家电	小熊电器	20220504
传媒	美团	20220504
能源	平煤股份	20220504
有色	立中集团	20220504
机械	申昊科技	20220504

信达证券股份有限公司
CINDASECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

晨会速递

2022年5月5日

重要财经资讯：

- 4月份长三角铁路累计发送货物超1700万吨 同比增加79.3万吨
- 财政部副部长许宏才：截至4月中旬全国一般公共预算支出7.24万亿元 同比增长7.7%
- 财政部副部长许宏才：截至4月25日各省份累计发行专项债券约1.3万亿元 较去年同期增加了约1.17万亿元
- 北交所上市公司2021年总体经营稳健 业绩平稳增长 创新属性明显
- 海南一季度货物贸易进出口同比增长65.4%
- 工信部：一季度水泥产量3.87亿吨 同比下降12.1%
- “互联网+”打开就业新空间 让灵活就业者更有干劲
- 我国科考队员成功架设全世界最高海拔气象站
- 央行增加1000亿元专项再贷款额度 支持煤炭开发使用和增强煤炭储备能力

报告速览：

- 【石化】2022年中期策略报告：资本开支不足，油价开启上行周期(陈淑娴)
- 【医药】2022年中期策略报告：精选优质赛道，寻找价值回归(周平)
- 【社服&零售】2022年中期策略报告：拨云见日终有时，雨霁初晴彩虹来(范欣悦)
- 【电新】2022年中期策略报告：从正极产业趋势看新能源车未来发展(武浩)
- 【传媒互联网及海外】2022年中期策略报告：云开雾散时，春暖花即开(冯翠婷)
- 【金工】金工深度报告：因子选股系列之一——基于分钟线的高频选股因子(于明明)
- 【军工】苏试试验(300416)公司深度报告：试验隐形冠军，开启三大成长曲线(张润毅)



- **【传媒互联网及海外】快手-W(1024.HK)公司深度报告：个性鲜明的短视频龙头，持续打造超级商业综合体(冯翠婷)**
- **【宏观】宏观专题报告：疫情之下需求比供给更弱(解运亮)**
- **【策略】策略专题报告：上下游 ROE 差距扩大，但速度收敛——2022 年 A 股一季报分析(樊继拓)**
- **【策略】策略专题报告：基金 Q1 加仓金融周期，减仓成长(樊继拓)**
- **【宏观】宏观点评报告：政治局会议通稿：一揽子稳增长政策呼之欲出(解运亮)**
- **【金工】金工点评报告：后半周基差继续收敛，对冲开仓性价比(于明明)**
- **【金工】基金点评报告：信达金工 FOF 组合推荐更新——市场扫榻以待，黑马蓄势待发(于明明)**
- **【非银&中小盘】中国平安(601318)公司点评报告：投资端拖累净利润，“保险+”助力寿险发展(王舫朝)**
- **【化工】赛轮轮胎(601058)公司点评报告：千淘万漉虽辛苦，吹尽狂沙始到金(张燕生)**
- **【医药】阳光诺和(688621)公司点评报告：盈利能力提升，多线布局升级(周平)**
- **【食品饮料】古井贡酒(000596)公司点评报告：Q1 预收款蓄势，奠定全年高增长(马铮)**
- **【家电】九阳股份(002242)公司点评报告：Q1 营收增速转正，费用管控成效显著(罗岸阳)**
- **【纺服】森马服饰(002563)公司点评报告：疫情影响业绩表现，品牌夯实发展基础(汲肖飞)**
- **【轻工】欧派家居(603833)公司点评报告：Q1 零售强劲带动收入超预期(李宏鹏)**
- **【社服&零售】锦江酒店(600754)公司点评报告：境内业绩承压，境外强势复苏(范欣悦)**
- **【电新】汇川技术(300124)公司点评报告：逆流而上，勇攀巅峰(武浩)**
- **【通信】中天科技(600522)公司点评报告：业绩符合预期，海缆龙头乘风远航(蒋颖)**
- **【传媒互联网及海外】三七互娱(002555)公司点评报告：22Q1 符合预期，积极拥抱游戏全球化及版号常态化带来的戴维斯双击(冯翠婷)**
- **【机械】华荣股份(603855)公司点评报告：业绩稳定增长，新应用成长稳健(刘卓)**



重要财经资讯

4 月份长三角铁路累计发送货物超 1700 万吨 同比增加 79.3 万吨

4 月份，长三角铁路累计发送货物超 1700 万吨，同比增加 79.3 万吨，同比增长 4.88%；日均装车卸车、单日装车卸车等多项货运指标均创历史新高。5 月 1 日装车完成 13731 辆，刷新单日装车量历史最高纪录，货运业务量呈现强劲增长态势，铁路服务经济发展和民生保障能力更强。

财政部副部长许宏才：截至 4 月中旬全国一般公共预算支出 7.24 万亿元 同比增长 7.7%

财政部副部长许宏才表示，今年以来，各级财政部门保持适当支出强度，加快支出进度，优化财政支出结构，加大对重点领域支出保障力度，体现了政策发力适当靠前的要求。支出进度进一步加快。截至 4 月中旬，全国一般公共预算支出 7.24 万亿元，同比增长 7.7%，为预算的 27.1%，进度快于去年同期。科技攻关、现代农业、卫生健康和教育等民生领域及区域重大战略的支出得到有力保障。

财政部副部长许宏才：截至 4 月 25 日各省份累计发行专项债券约 1.3 万亿元 较去年同期增加了约 1.17 万亿元

财政部副部长许宏才表示，今年专项债额度下达早、发行节奏紧、拨付使用快。去年 12 月，财政部已提前下达今年新增专项债券额度 1.46 万亿元。今年 3 月又将剩余额度下达各地，在时间上比去年大幅提前。截至 4 月 25 日，各省份累计发行专项债券约 1.3 万亿元，占提前下达额度的 89%，较去年同期增加了约 1.17 万亿元。预计各地二季度完成大部分新增专项债券的发行工作，并于三季度完成扫尾。3 月底，各级财政部门已累计向项目单位拨付债券资金 8528 亿元，占已发行新增专项债券的 68%。后续发行的债券，也会按照“资金跟着项目走”的要求，加紧拨付和使用，尽早发挥效益。财政部会加强指导督促。

北交所上市公司 2021 年总体经营稳健 业绩平稳增长 创新属性明显

据北京证券交易所网站 5 月 2 日发布公告，截至 2022 年 4 月 30 日，全部 89 家北交所上市公司均披露了 2021 年年报。上市公司共实现营业收入 668.9 亿元，净利润 72.5 亿元，同比分别增长 31.1%、23.8%，净利润中位数 4629 万元。88 家上市公司 2021 年实现盈利，盈利面达 99%。整体上看，面对复杂严峻的国内外形势和诸多风险挑战，上市公司经营保持稳健，创新驱动作用增强，负债结构向好，规范性水平持续提升，体现出较强的韧性和活力。

海南一季度货物贸易进出口同比增长 65.4%

今年一季度，海南外贸实现“开门红”，货物贸易进出口 435.1 亿元，较去年同期增长 65.4%，增速高于全国 54.7 个百分点，跃居全国首位。今年以来，海南坚持稳中求进工作总基调，统筹疫情防控和经济社会发展，全面深化改革开放，加快建设具有世界影响力的中国特色自由贸易港。

工信部：一季度水泥产量 3.87 亿吨 同比下降 12.1%

工信部数据显示，一季度，建材工业增加值同比增长 1.6%，3 月份增加值同比增长 2.1%。一季度水泥产量 3.87 亿吨，同比下降 12.1%，3 月份水泥产量 1.87 亿吨，同比下降 5.6%；平板玻璃产量 2.53 亿重量箱，同比增长 2%，3 月份平板玻璃产量 8722 万重量箱，同比增长 2.2%。

“互联网+” 打开就业新空间 让灵活就业者更有干劲

国务院新闻办公室近日发布的《新时代的中国青年》白皮书提出，新时代中国青年在与互联网的相互塑造中成长，快速兴起的新产业、新业态，催生了大量新职业，集聚了大量灵活就业青年，充分体现了时代赋予青年的更多机遇、更多选择。

我国科考队员成功架设全世界最高海拔气象站

5 月 4 日 12 时 46 分许，我国科考队员在珠峰成功架设世界海拔最高的自动气象站。海拔 5200 米的珠峰大本



营前方指挥部称，我国科考队员成功在珠峰海拔超过 8800 米处架设自动气象观测站，气象站已成功传回实时数据。这是全世界海拔最高的自动气象观测站，也是“巅峰使命”珠峰科考活动中架设的最后一个气象站。

央行增加 1000 亿元专项再贷款额度 支持煤炭开发使用和增强煤炭储备能力

经国务院批准，人民银行增加 1000 亿元支持煤炭清洁高效利用专项再贷款额度，专门用于支持煤炭开发使用和增强煤炭储备能力。新增额度支持领域包括煤炭安全生产和储备，以及煤电企业电煤保供。此次增加 1000 亿元额度后，支持煤炭清洁高效利用专项再贷款总额度达到 3000 亿元，有助于进一步释放煤炭先进产能，保障能源安全稳定供应，支持经济运行在合理区间。

报告速览

【石化】2022 年中期策略报告：资本开支不足，油价开启上行周期(陈淑娴)

全球原油库存历史低位且持续去库，助力油价高位运行。根据我们对 2010-2022 年油价和原油库存数据进行测算，OECD（经合组织）商业原油库存、美国商业原油库存都与布伦特原油价格呈现高度的线性拟合性，相关系数达到-0.7~-0.8。原油库存与布伦特油价的变化存在显著负相关关系。若原油库存出现持续下降趋势，通常就意味着油价会持续上涨。疫情后，随着全球原油需求回暖和 OPEC+联盟进行大规模减产，全球原油库存大幅去库。2022 年，OECD 商业原油库存降至过去 10 年低点，去库速度仍有 50 万桶/日左右。截至 2022 年 4 月，美国原油总库存（商业+战略储备）已低于 10 亿桶，是近十年最低点，美国商业原油去库存速度 30 万桶/日。当前，美国战略原油库存也已处历史低位，若在 2022 年 5-10 月按 100 万桶/日速度持续释放 6 个月，那么美国战略库存将达到 1982 年美国建库以来历史低点，进一步释放能力有限，助力油价高位运行。

资本开支增长有限，原油供给趋紧。2015-2021 年全球原油上游投资不足导致当下原油供应紧张，2021 年油价回暖并未带动上游资本开支积极性。2022 年油价进一步上涨，2022 年初至今，Brent 均价在 100 美元/桶，相比 2021 年中枢涨幅 41%。我们统计的 6 家国际石油巨头和 5 家美国大型页岩油公司大多都增加了资本开支，但是 2022 年资本开支计划较 2021 年平均仅增长了约 24%，仍明显低于 2019 年疫情前水平。对应到 2022 年产量计划有增长，但是产量增幅有限，且低于资本开支增幅。我们认为，在新旧能源结构转型过程中，2025 年后原油需求或将达峰，如果现在加大力度投资，传统油田开发生产周期需 3-5 年，投产后需求反而下降，传统原油项目长期回报率存在不确定性。面对这一问题，欧系石油公司大刀阔斧地进行绿色能源转型削减了油气产量，美系石油公司虽坚持以传统油气为主，但受低碳、政策等因素影响，资本开支增幅有限，对应原油产量增长有限，资本开支不足造成的产量有限将加剧原油供给紧缺问题。

俄乌冲突对原油市场影响或将于 5 月体现。俄乌冲突前，俄罗斯原油产量已达产能瓶颈。战争后，随着外资的撤退，俄罗斯上游资本开支将进一步出现下降，导致原油产能和实际产量也会下降。俄罗斯约有 50%的原油及成品油向欧洲出口，此次俄乌冲突及欧美经济制裁将对俄罗斯产生较大打击，同时，基于中国和印度长期分散化的原油进口结构，以及管道、港口、码头、船只等基础设施建设的问题，还有融资支付手段、高昂的运输成本和声誉风险等问题，亚洲很难全部承接从欧洲原油转移的原油量。我们认为，战争对俄罗斯原油的生产和出口影响将于 2022 年 5 月起逐步显现，供应量将下降 300 万桶/日，俄罗斯、中国、欧洲和美国等国家和地区的油气贸易流向也将发生改变，俄乌冲突将对原油市场产生持续深远的影响。

OPEC+联盟增产不及预期，供给弹性下降。根据目前的增产规则，整体 OPEC+联盟在 2022 年 9 月相比 2022 年初可增加原油产量 360 万桶/日。但在实际执行中，OPEC+联盟内部出现分化，2022 年增产目标实现难度较大。沙特和阿联酋具有增产能力，但是希望维持高油价，拒绝加快增产速度，而对于俄罗斯、安哥拉、尼日利亚等国已经出现多次增产不及目标甚至产量下降的情况，想增产却无力增产。中长期看，沙特和阿联酋的剩余能力也有限，沙特未来 5 年计划要把原油产能从 1150 万桶/日增加至 1300 万桶/日，每年计划产能增量仅为 30 万桶/



日，阿联酋则计划用 3-5 年时间增加产能 100 万桶/日，传统油田开发生产周期长达 3-5 年，原油供给弹性下降。

美国资本开支计划存分歧，原油增产有限存瓶颈。根据达拉斯联邦储备银行调查，2022 年美国页岩油公司整体增产意愿不强，而限制页岩油增产的最核心因素为资金。在投资者愈加严格的资本约束下，美国主要页岩油气公司选择将更多的收益返还给股东，而非扩大投资。但同时高油价也是增产的重要激励，页岩油公司未来发展规划出现分歧，对于高支出高增产的公司，并购或海外优质区块成为产量增长的主要贡献来源，而公司本身页岩油区块增产幅度有限。对于低增产的公司，分红或还债成为现金流的主要去向，资本开支则用于弥补损耗、应对通胀和成本上涨。综合来看，2022 年油价上涨后，页岩油公司资本开支有增加，但是存在分歧，美国本土页岩油整体增产较为有限，后劲不足问题凸显。另外，面对高涨的油价和通胀压力，拜登政府在 4 月决定放开联邦土地油气租赁，但考虑联邦土地油气产量占比很小，此次批准土地租赁量少，拜登政府放开土地租约禁令的推行力度有限。并且根据美国土地管理局统计，2021 年，美国联邦土地租约投产数量仅占总租约量的 66%，租赁土地投产面积仅占总租赁面积的 51%；美国联邦土地获批钻井许可证投产数量仅占 2021 年获批总量的 34%；到 2022 年 2 月，美国联邦已批准未使用的钻井许可证达到了 8340 张。我们认为，当前美国能源公司手持大量未投产或未使用的租赁土地和钻井许可证，拜登政府放弃清洁能源计划，大幅扭转能源政策方向，放开美国联邦土地租售，短期内对能源公司的原油增产能力影响有限，并不能直接加快页岩油大幅增产。长期来看，据 EIA2022 年 3 月发布的长期展望预测，由于存在投资规模、技术瓶颈、操作成本上升、资源区块质量、管输基础设施等问题，美国页岩油增产能力也将在 2023 年后存在瓶颈，预计将达到峰值 1350 万桶/日，还有新增生产能力 200 万桶/日，此后将会出现产量衰减。

高油价下全球原油需求增速放缓，但仍将继续增长。考虑俄乌冲突、油价高涨拖慢了全球经济复苏进程，IEA 在 2022 年 3 月和 4 月连续下调 2022 年全球原油需求的预期，从 10050 万桶/日累计下调 120 万桶/日至 9935 万桶/日，相比 2021 年同比增长从 320 降至 190 万桶/日。我们将全球原油需求增速/全球 GDP 增速定义为“全球原油需求/GDP 弹性系数”，考虑到 2022 年处于疫情后修复阶段，我们预计弹性系数将进一步降低至 0.6 左右，根据对 IMF 对全球 2022 年经济增速 3.6% 的最新预测，我们预计 2022 年全球原油需求增速将下滑至 2.16%，对应 2022 年原油需求增量为 200 万桶/日左右。考虑到 2023-2025 年全球经济将基本恢复至疫情前水平以及全球能源消费结构石油比例将逐步下降，我们预计 2023-2025 年原油需求/GDP 弹性系数将逐步回落 0.4-0.5，低于 2000-2019 年中枢水平。根据对 IMF 对全球 2023 年经济增速 3.6% 的最新预测，我们预计 2023-2025 年每年原油需求增量约 100-150 万桶/日左右。

全球供需缺口将长期存在，油价高位运行中枢抬升。战争前，2022 年全球原油供需缺口就已经存在并将维持去库趋势。俄乌冲突爆发后，全球原油供需两端均发生变化，我们认为，即使考虑到需求恢复速度放缓，全球原油供需缺口仍将进一步加大，油价上行通道将再次打开。中长期来看，中东地区传统油田开发生产周期长，每年新增原油供给量有限；受能源政策、投资者压力、成本上升、优质区块损耗等影响，美国页岩油长期增产能力有限且存在瓶颈，且未来几年美国存在战略补库需求；低碳转型压力迫使欧系石油公司减产；俄罗斯将因资本开支不足加速产能衰减，长期产量或将下降。我们预计即使考虑到经济增速放缓和新能源转型，2023-2025 年全球原油需求每年仍将维持 100-150 万桶/日的增量，原油供给能力较难满足需求增量，因此我们认为从中长期来看，全球原油供需缺口将长期存在，油价将长期高位运行，中枢将继续抬升。

产能周期引发能源大通胀，看好原油等能源资源的历史性配置机会。无论是传统油气资源还是美国页岩油，资本开支是限制原油生产的主要原因。考虑全球原油长期资本开支不足，全球原油供给弹性将下降，而在新旧能源转型中，原油需求仍在增长，全球将持续多年面临原油紧缺问题，2022 年国际油价迎来上行拐点，中长期来看油价将长期维持高位，未来 3-5 年能源资源有望处在景气向上的周期，继续坚定看好本轮能源大通胀，继续坚定看好原油等能源资源在产能周期下的历史性配置机会。我们认为未来几年油价将长期处于高位，油价中枢抬升，利好上游板块。

高油价+低估值+高股息持续兑现，中海油迎来历史机遇。中海油保持着相对强劲的成本竞争优势，使得公司能



够在中低油价水平下仍具有持续盈利的能力，提升盈利和对抗油价波动风险。我们认为，当前全球海上油服行业仍相对过剩，虽然油价上涨，但油服作业费用涨幅有限。同时据我们测算，公司新投产油田项目桶油折旧摊销持续下降，这体现了公司的资本开支效率水平的提升，继续巩固相对竞争优势。另一方面，在国内增储上产政策和在中国海洋石油集团有限公司“七年行动计划”的推动下，中海油将保持原油产量稳步增长，油气产量增长将带动公司业绩规模进一步扩大。海上油气开采起步晚、潜力大，进一步奠定了公司可持续发展能力。同时，无论横向还是纵向比较，中海油 A 股和 H 股 PE 估值都存在大幅修复空间，公司承诺 40% 以上的股息支付率和不低于 0.7 港币/股（含税）的高股息提供绝对收益保障。我们维持对中海油 A 股和 H 股的“买入”评级。

风险因素：疫情反复、经济波动和油价下行风险；经济制裁和地缘政治风险。

【医药】2022 年中期策略报告：精选优质赛道，寻找价值回归（周平）

政策支持药械创新，头部企业纷纷出海。药械审评加速、医保目录动态调整、医保谈判等政策助力创新药和创新器械研发并加快上市。各企业纷纷布局创新研发，研发投入持续加大，但也导致国内靶点布局同质化严重，大多数研发管线为 me-too 类产品，真创新才有远大的未来。优质企业开启海外临床和授权，追寻更广阔的国际市场认可。建议关注创新药恒瑞医药、百济神州、信达生物、君实生物等；创新器械迈瑞医疗、南微医学、海泰新光、微创机器人、海尔生物等。

创新趋势下的医药 CXO 欣欣向荣。医药研发投入持续增长，为提高效率、减少成本、降低风险，医药企业将部分环节外包，推动 CXO 行业发展。我国 CXO 行业具有人才和成本优势、质量控制水平优秀、政策支持以及融资畅通等优点，成为全球药企的理想外包场所，行业持续高增长，产能供应不求。建议关注药明康德、凯莱英、博腾股份、泰格医药、康龙化成、美迪西、昭衍新药等。

科研服务产业持续高增长。科研服务企业处于研发最上游，担任卖水人角色。全国科研服务市场总规模超千亿元，保持 15-20% 复合增速。国内龙头企业持续加强研发投入，提供了多样化高质量的产品，凭借性价比、配送供应、服务优势，逐步实现进口替代。科研服务细分领域多，未来有望通过并购扩张，复制全球行业龙头的发展路径。建议关注诺唯赞、百普赛斯、义翘神州、泰坦科技、阿拉丁、诺禾致源等。

医药大消费是高成长性的黄金赛道。医药消费不受医保限制，低渗透率高成长，满足居民对高富帅和白富美的追求，医药消费行业持续升级。疫苗、医美、眼科、口腔等细分市场将迎来持续高增长。建议关注智飞生物、万泰生物、爱美客、爱尔眼科、欧普康视、通策医疗、时代天使等。

中药赛道受政策利好，细分市场呈分化态势，建议关注两条主线：1) 配方颗粒行业试点放开生产与销售限制，量价齐升具备数倍扩容潜力，龙头企业在“生产工艺+成本管控+溯源体系+市场覆盖”四维打造护城河，新进入竞争者短期难以赶超。建议关注中国中药（红日药业、华润三九等龙头企业，以及以岭药业等具备品牌势能和产业链优势，配方颗粒新业务存在增长潜力的企业）；2) 2021 年至今中药 OTC 赛道在多方面发生利好变化，我们认为利好 OTC 端具有品牌力、发展电商营销、且成本费用管控较好的标的。建议关注：同仁堂、九芝堂、寿仙谷、佐力药业。

风险因素：政策及国际关系风险，行业竞争加剧风险，研发进度不及预期风险，经济恢复不及预期风险，黑天鹅事件风险，企业经营管理风险，疫情影响风险等。

【社服&零售】2022 年中期策略报告：拨云见日终有时，雨霁初晴彩虹来（范欣悦）

21 年&22Q1 总结：疫情反复影响行业恢复。21 年国内游恢复至疫前 5 成，22Q1 疫情再次扰动。21 年新冠疫情出现多次反复，我国旅游行业相比 20 年小幅恢复，国内旅游人次恢复至 19 年同期的 54%，旅游收入恢复至 19 年同期的 51%。22 年 3 月国内疫情反复再次影响国内的出行及旅游。21 年旅游行业扣非净亏损同比明显收窄（剔除中国中免后测算）。22Q1 受疫情反复影响，旅游行业公司经营再度受损，收入同减 12.4%，扣非净亏损扩大至-17 亿元。



22年下半年投资策略：我们认为，与22Q1相似，22年下半年依旧以疫情修复逻辑为主。免税版块，国内疫情向好、新店投入使用将带动海南离岛免税量价齐升；酒店版块，供需格局明显向好，连锁化率提升，酒店集团加速整合单体，国内疫情向好将贡献较大业绩弹性；景区版块，客流受疫情压制的状态有望得到改善，带来业绩的逐步恢复；连锁餐饮版块，仍维持较快的拓店速度，同店数据向好；出境游版块，更加取决于全球疫情进展及出入境放开的预期。

投资建议：从配置角度来看，建议重点关注：（1）在疫情中业绩具有韧性的公司，如免税版块（中国中免）、人力资源服务版块（科锐国际）；（2）疫情中仍逆势快速扩张，疫情修复后弹性较大的公司，如酒店版块（首旅酒店、锦江酒店、华住集团-S）、连锁餐饮版块（九毛九、海伦司）。从博弈角度来看，建议重点关注其他疫情受损股的疫后修复，如景区版块（宋城演艺、天目湖等）、出境游版块。

风险提示：行业较大程度受到疫情反复影响；人力资源服务行业客户较为集中的风险；教育行业的政策变动的风险；宏观经济下行对消费者服务行业的负面影响。

【电新】2022年中期策略报告：从正极产业趋势看新能源车未来发展(武浩)

新能源车发展如火如荼，正极材料是产业链涨价的关键。碳中和在2019年以来成为全球范围内的共识，并进入加速发展期。交通行业的碳减排对国内3060双碳政策有重大意义，新能源车市场空间广阔。2020年下半年以来供需错配导致产业链涨价明显，其中正极材料环节对电池成本影响最大。

三元正极行业长坡厚雪，技术不断迭代升级。我们预计2026年全球三元电池装机量将达1079Gwh，三元正极材料需求将达173万吨，2021-2026年年复合增速为31%。三元正极技术升级总体为两大方向：1）能量密度的提升：通过高镍、高电压提升能量密度。当前国内三元高镍渗透率接近四成，在热扩散技术、大圆柱电池技术、欧美市场的爆发等推动下，有望助推高镍渗透率继续提升。2）稳定性、循环性、安全性等方向的提升：主要通过掺杂、包覆、单晶等技术进行改性。

三元正极材料行业进入一体化时代。1）纵向，通过前驱体-正极材料一体化提升企业盈利深度。同时向上游镍资源延伸也成为趋势。2）横向，三元正极企业具备客户渠道和技术研发优势，逐步扩张至磷酸铁锂材料领域，打造锂电正极材料平台企业。截至2022年3月，三元正极企业已公布至少106万吨磷酸铁锂扩产计划。

三元正极材料市场格局持续优化。1）当前原材料价格上涨背景下，三元材料成本传导相对顺利，部分企业低价库存效益得到发挥，吨利润水平有所提升。2）随着海外市场的逐步崛起，国内企业逐步进入海外供应链，开启全球化的竞争之路。3）以往国内三元正极集中度不高，2021年TOP3市占率为37%。未来在高镍化、产业一体化趋势下，行业集中度有望提升。

投资建议：碳中和已成为全球共识，新能源汽车产业链中长期成长性明确，三元正极材料对电池技术路线选择与成本的影响较大，在高镍、一体化等趋势下行业格局持续优化。重点推荐宁德时代、蔚蓝锂芯、长远锂科、当升科技、中伟股份，建议关注容百科技。

风险提示：公司产能扩张不及预期的风险；行业竞争加剧导致盈利下降的风险，原材料价格大幅波动风险。

【传媒互联网及海外】2022年中期策略报告：云开雾散时，春暖花开即开(冯翠婷)

2022年政策暖意明显，进入“支持为主、监管为辅”的新阶段。2021针对平台经济的监管政策密集出台，互联网各细分行业的监管要求和发展路径正在逐步清晰。在政策的担忧和情绪的波动下，板块内重点公司下跌30-80%，与历史估值和海外公司相比均具备一定的性价比，公司频频回购彰显信心。2022年平台经济方针彻底转向，从“严管”走向“呵护”，预计更多有利于行业健康发展的措施即将出台。

预测2022年下半年将出现几大趋势：

（一）降本增效，追求高速增长向追求高质量增长转变。降本增效是互联网行业2022年的主题。降本增效的主

要措施包括：通过业务调整有序增减员工数量，优化人力成本；减少营销费用，关注用户价值和生命周期的高质量运营；加大研发投入，提升自主创新能力。

（二）修炼“内功”，寻找稳健可持续的发展路径。“强化反垄断和防止资本无序扩张”的原则会在未来的反垄断工作中保持并延续，头部互联网平台开始有意收缩对外投资和并购，进行业务的优化调整，在新兴业务上强势发力。

（三）短期内抽佣不是商业化的主要抓手，广告变现提升空间或更大。国内各个电商平台的货币化率仍有提升空间，但在互联网监管大环境下预计短期难有显著提升。佣金率的提升短期内可能更多的需要通过结构优化，如提升高毛利率、高佣金率品类的占比；广告费率未来提升的空间或大于佣金费率，广告主结构优化及宏观经济回暖后预计得以修复。

（四）共同富裕，鼓励互联网公司强化社会责任，赋能产业链上下游。在良性的监管环境下，互联网公司将凸显各自的价值。2022 年上海疫情下互联网公司在供应链、物流等方面充分发挥自身社会责任。赋能产业链上下游，是互联网公司未来绕不开的任务。短期来看，平台经济的盈利周期或将加长，但长期来看平台与社会是利益共同体，赋能社会与产业才能帮助平台长远发展。

（五）后疫情时代行业复苏节奏：本地生活、电商、广告行业有望逐步受益。局部地区疫情爆发以及防疫的严格措施给经济各方面带来阶段性影响，关注需求端的反弹和供给端的恢复。本地生活线上消费，需求旺盛但供给存在一定短缺；电商消费，需求有回补但受制于物流限制；广告行业，主要受到经济影响导致需求端低迷。

电商：短期待消费反弹，差异化与重运营是竞争趋势。2021 年电商行业面临宏观消费低迷，行业内卷加剧。在存量竞争之际，降低获客成本、投入基础设施的高质量运营是助力行业发展长远的关键。直播电商、社区团购、即时零售有望打开电商行业的增量空间：直播电商通过优化购物体验提升消费者购买频次，当前行业呈三足鼎立格局，头部主播销售额占比不高，扶持品牌自播是未来的趋势；社区团购打开下沉市场和生鲜品类的线上化空间，2022 年市场规模有望达到 5000 亿，维持行业“3+N”格局不变，降低履约成本和实现品类扩充是盈利的关键；即时零售满足消费者的即时性需求，将与中心化电商等多种业态会共存发展，重点品类差异化策略是 O2O 的增长机会。

本地生活：疫情常态化不改刚性需求，复苏潜力或更大。外卖行业虽然亦受到宏观和疫情的冲击，但是其刚需的特征保证短期影响过后的反弹空间更大，行业竞争格局稳定，骑手社保政策、纾困政策等对美团外卖单均盈利能力影响有限；到店业务行业竞争趋势是行业关注的重点，到店市场空间巨大，抖快更多的是创造了增量市场，美团依托大众点评的用户心智，竞争格局短期不会有大变化。

广告：短期持续低迷，中期看疫情后修复，长期潜在空间可期。2021 年下半年增速放缓，主要原因有三：宏观消费疲软，行业监管趋严，特定行业投放预算缩减。对于 2022 年，我们预计消费大盘有望于下半年回暖，广告大盘将滞后于同期的宏观经济恢复；《个人信息保护法》虽会导致精准营销和个性化推送的准确性有所下降，但总体影响有限，且广告主预算预计将进一步向头部平台倾斜；长期来看广告依旧是优质的营销手段，随着经济回暖，广告景气度有望与经济景气度实现共振，或略滞后于经济景气度，会有更多的行业具备更强的广告投放能力。

视频：短视频两分天下，视频号迅速崛起；中长视频全力减亏，向商业化探索前进。2021 年短视频行业用户增速放缓，但用户的使用黏性仍较强。用户规模上，短视频行业的 DAU 天花板仍较高，或达到 11 亿左右，抖音和快手通过极速版进一步拓展用户规模，均有较大的渗透空间。竞争格局上，在抖快两分天下之际，视频号正在迅速崛起，用户规模实现迅速提升。商业化进程上，商业化进程相对成熟的抖音和快手将继续通过直播电商和广告变现；处于商业化初期的视频号，未来将主要通过广告进行变现。中长视频 2022 年全力减亏，调整战略定位，控制支出，降本增效。哔哩哔哩今年或将对新的货币化形式进行探索，压缩品牌和游戏推广费用，预计三费和 Margin 均出现较大的改善。



游戏：拥抱版号常态化戴维斯双击，游戏出海系核心催化。随着人口红利的消失，手游市场进一步饱和，供给侧改革等影响内容供给导致行业增速放缓；全球化战略成效显著，游戏出海成为行业主要增量。对板块来说，18 年版号停发行业增速底部刚好对应前期估值底部，版号常态化后增速有望回暖；对个股来说，估值周期与产品流水周期有高度相关性，核心产品上线→收入增长→净利增长→估值提升实现戴维斯双击。受 21 年 8 月版号停发、830 新政等影响，过去一年游戏行业估值呈下行趋势，整体估值偏低，重申强烈推荐。

新消费：关注疫情后恢复，看好体育、国潮等细分赛道。居民消费水平提高及政府支持体育行业，持续促进运动消费需求增长。运动装备本土四大龙头品牌安踏、李宁、特步、361 度及国内体育设备类公司舒华体育有望追赶国际头部品牌。生活圈媒体龙头分众传媒、潮玩龙头泡泡玛特等受疫情影响 22H1 业绩短期承压，看好经济后周期的业绩修复。

投资评级：我们认为赛道内的优质公司将在 2022 年实现价值回归，维持行业“看好”评级。

互联网方面建议关注：1、业绩增速好、长期竞争力强的中生代消费互联网公司：美团-W、京东集团-SW；2、减亏预期明确，商业模式超群，估值持续压制的短视频平台：快手-W；3、业绩和估值还在底部，耐心等待右侧的行业龙头公司：腾讯控股、阿里巴巴-SW；4、业绩增速和利润率稳定，低 PE 质优公司：网易-S、拼多多；5、顺应政策基调布局新科技领域的：百度集团-SW。

传媒方面建议关注：1、游戏版号常态化及游戏出海核心催化，优先推荐估值锚点：腾讯控股、网易-S，版号弹性及出海龙头：三七互娱、完美世界、吉比特、心动公司及 β 弹性：宝通科技、姚记科技、世纪华通、哔哩哔哩-SW、中手游、百奥家庭互动等；2、疫情恢复 22H2 影响消化：分众传媒、星期六、三人行、视觉中国等；3、元宇宙主题机会，看好 VRAR 产业链、NFT、数字虚拟人、人工智能等：三人行、视觉中国、星期六、科大讯飞、蓝色光标、凯撒文化等；4、中长视频平台回暖：芒果超媒、哔哩哔哩-SW。

新消费方面建议关注：1、经济后周期及消费共振：分众传媒；2、体育受赛事大年及政策支持影响，关注：安踏体育、李宁、特步国际、361 度、Keep、舒华体育、中体产业、姚记科技等；3、潮玩龙头疫情后恢复及 IP 出海：泡泡玛特。

风险因素：行业政策风险、监管趋严；疫情反复，控制进程缓慢；宏观经济恢复不及预期；核心游戏、新游表现或上线进程不及预期、海外市场不及预期；核心人才流失风险；汇率波动影响海外收入；原材料价格持续上升等。

【金工】金工深度报告：因子选股系列之一——基于分钟线的高频选股因子(于明明)

本文是因子选股系列第一篇。量化选股的是从包括量价数据、基本面数据、文本数据或是另类数据等一系列中提炼出具有预测效果的信息，进而对股票未来收益率进行预测，并基于该预测构建股票组合的过程，其中因子选股模型是量化选股版图中的一个非常重要的组成部分。

本文试图从高频分钟线数据入手，挖掘在日内具有高信息增益的因子，在不同的频率(30 分钟，日度)上检测因子的预测效果。从结果来看，改进后的高频因子有很强的收益预测效果，由于 A 股难以做空，通常会造成多头和空头力量的不匹配，从这个角度出发，我们可以对分钟收益进行一个划分，将分钟线收益分为大于 0 和小于 0 的情况分别测算，发现基于成交量改进后的因子在多头和空头两种情形下分别呈现了反转和动量两种情形。

在回测区间 2013/01/01~2022/02/28 内：

加上成交量和收益筛选后的改进正收益反转因子中性化后在日度频率上 RankIC 均值可达 5.99%，ICIR 为 0.74。

加上成交量和收益筛选后的改进负收益动量因子中性化后在日度频率上 RankIC 均值可达 4.60%，ICIR 为 0.62。

加上成交量筛选后的改进波动率因子中性化后在日度频率上 RankIC 均值为 6.52%，ICIR 为 0.70。

尾盘成交额占比因子中性化后在日度频率上 RankIC 均值为 5.45%，ICIR 为 0.50。

因子组合及费率分析：

去除改进收益反转因子后的两因子（改进波动率和尾盘成交额占比因子）前 10%等权纯多头组合相对中证全指的累积超额收益在双边 0.05%的手续费下可达 187.93%，年化 20.5%。

相关性加权的三因子前 10%等权纯多头组合相对中证全指的累积超额收益在双边 0.05%的手续费下可达 261.93%，年化 28.57%。

因子附录：在上述因子及其改进的基础上，本文还给出了一些常见指标的统计量，从 RankIC 以及 ICIR 的角度去衡量其作为因子的效用。从表中可以看出，常见指标中也存在一些效用较为显著的因子。

风险因素：以上结果通过历史数据统计、建模和测算完成，在市场波动不确定性下可能存在失效风险。

【军工】苏试试验(300416)公司深度报告：试验隐形冠军，开启三大成长曲线(张润毅)

跨越 60 余年的试验领域隐形冠军，“设备+服务”双驱动，开启“黄金十年”新征程，“三驾马车”均有望超预期，给予“买入”评级。1) 2014-2021 年公司营收由 2.5 亿增至 15 亿，归母净利润由 0.4 亿升至 1.9 亿，7 年 5 倍，CAGR 各为 28.9%和 25%，明显优于同行。2) 与众不同的观点：市场担心公司的长期成长空间，但我们判断，伴随军工、半导体等下游高景气与国产替代加速，公司正全力打造国内稀缺的“芯片—部件—终端整机”全产业链、多领域服务能力，公司行稳致远、厚积薄发，有望成为第三方检测领头羊。3) 我们预计，2022-2024 公司归母净利润 2.81/3.94/5.33 亿，CAGR 为 38%，参考同行，给予 2022 年 38 倍 PE，目标价 37.5 元，空间 40%，“买入”评级。

第一成长曲线：从振动到综合，龙头地位稳固。1) 设备乃公司发展基石：2021 年公司设备收入 5.3 亿，2012-2021CAGR 为 15%；尽管利润占比已降至 26%左右，但正因为公司深耕环试设备数十年，对产业有深刻的洞察和理解，才得以迅速打开试验服务市场，先发优势明显；2) 推陈出新，丰富产品线：公司由振动起家，始终是振动设备“单打冠军”，2019 年收购重庆四达，跻身气候设备前列，行业天花板从几十亿拓展至百亿，并在国内首创三综合设备，订单饱满，进口替代可期，预计将保持稳健增长。

第二成长曲线：从设备到服务，第三方检测方兴未艾。1) 完美蜕变，服务成为公司收入和利润的最主要来源：2021 年服务类收入与利润占比分别升至 59%、71%，其中，环试服务收入 6.56 亿（+41.7%），2012-2021CAGR 高达 36.4%，毛利率 57.1%，超同行近 10pct，服务占比提升将不断推高公司 ROE。2) 下游高景气催生百亿市场：航天航空、汽车、电子等下游需求旺盛，军民融合与国产替代催生国内第三方检测超百亿的巨大市场。3) 多点开花、点面结合，收获期已至，将全面提速：2009 苏州首家实验室成立，2021 年底已在北京、西安、成都等 14 个城市建成 16 个实验室，完成全国网络布局，公司稳扎稳打，扩张模式与服务品质均已成业内标杆。

第三成长曲线：从环试到平台型服务商，海纳百川。1) 半导体检测成为业绩增长的新引擎，收购宜特的协同效应初显：2021 年上海宜特营收达 2.2 亿，净利润 5537 万（+147.17%），净利率从收购前的不足 10%大幅提升至 21%，并获海思、寒武纪、地平线等国内一流 IC 企业的高度认可。2) 进军新服务领域，成长可期：公司凭借环试服务与芯片检测积累的客户基础，全面进军 EMC 测试、材料疲劳、软件测试、元器件筛选等新领域。

催化剂：切入新服务领域；推出设备新品类；国内疫情得到有效控制。

风险提示：下属实验室经营不及预期；原材料成本上涨风险。

【传媒互联网及海外】快手-W(1024.HK)公司深度报告：个性鲜明的短视频龙头，持续打造超级商业综合体(冯翠婷)

投资要点：快手是中国第二大短视频平台，中国移动互联网用户总时长第三的公司，短视频行业的先驱。经过多年的产品迭代和社区运营，快手构建了一个个性鲜明、内容丰富、生态活跃的短视频+直播的超级商业综合



体，拥有自身独特的用户基础和内容调性。近年来，快手平台用户和时长保持稳定增长，广告、电商等货币化业务快速发展，成本和费用端不断优化，是短视频行业拥有鲜明差异化特点的头部公司。

短视频是 5G 时代的“时间杀手”，并且拥有极强的变现能力。快手的商业模式为短视频，这是移动互联网时代最重要的产品创新之一。短视频不仅充分占有了移动互联网用户的各种碎片化时间，成为“时间杀手”级应用，持续挤压其他移动产品的时长；而且能与互联网广告、直播打赏、电商等业态深度融合，拥有多元化、潜力巨大的货币化空间，并且给这些业态的原有玩家造成了极大的冲击。

短视频竞争格局“三足鼎立”，快手依靠差异化拥有稳定基本盘。国内短视频市场目前呈现抖音、快手、微信视频号“三足鼎立”的格局，但各家的用户基础、产品形态、内容调性、生态丰富度等均有显著差别。快手作为立足“下沉”市场、主打社区生态、内容更“接地气”、生态维度更多元的综合性平台，与竞争对手具有显著区隔，拥有自身稳定的用户群和创作者基本盘。

广告和电商将成为主要的货币化手段，直播打赏业务占比下降。我们认为快手凭借自身的流量基础和运营能力，将在互联网广告和电商行业中拥有较大发展空间，市场份额将不断上升。基于市场空间和行业监管环境的变化，公司主动调整直播打赏业务，预计未来直播打赏的收入总量将基本保持稳定，在整体收入中的占比将持续下降。

降本增效持续推进，盈亏平衡近期可期。随着国内短视频行业的用户红利逐渐减少，快手已经调整增长策略，更加注重拉新获客的效率和成本控制；同时对海外业务的投资也逐渐趋于理性。我们预计在降本增效的推动下，快手整体的亏损情况有望得到大幅改善。我们预计 22Q4 国内业务率先达到盈亏平衡；2023 年下半年快手有望实现单季度整体盈利。

盈利预测和估值：我们预计快手 22/23/24 整体收入为 1000/1180/1397 亿元，同比增长 23%/18%/18%；Non-GAAP 归母净利润为-130/-49/72 亿元，Non-GAAP 归母净利润率为-13.0%/-4.2%/5.2%。我们按照分部加总方法（SOTP）对快手进行估值，计算出快手 2023 年的目标市值为 3095 亿元人民币/3700 亿港元，对应 2023 年目标价为 86.7 港元。

投资建议：我们认为快手作为短视频行业的头部公司，将持续受益于短视频行业用户和总时长的进一步增长、自身优异的商业模式，以及差异化的竞争力。我们预计快手的广告、电商业务将保持较快的增长，直播打赏业务基本维持稳定，同时公司盈利能力将不断得到改进。我们对快手给予“买入”评级，目标价 86.7 港元，予以重点推荐。

风险因素：短视频和直播行业监管风险；短视频行业竞争格局恶化风险；广告和电商行业景气度变化；用户增长停滞风险；降本增效成果不达预期的风险；中概股市场系统性风险等。

【宏观】宏观专题报告：疫情之下需求比供给更弱(解运亮)

疫情冲击下，PMI 数据表现出需求还要弱于供给，企业被动补库存。但随着上海疫情拐点的显现和稳增长政策的发力，预计后续需求的复苏会拉动企业进入被动去库存。

疫情之下制造业 PMI 连续下滑，二季度经济下行压力大。4 月制造业 PMI 下滑 2.1 个百分点至 47.4%，下降幅度超过 3 月。新订单指数和新出口订单指数俱大幅下滑，内外需低迷。新订单无力消化产成品库存，企业生产动能不足。

需求比生产更低迷，预计后续产成品价格下跌。新订单指数和生产指数的差值环比下滑 1.1 个百分点至-1.8%，需求比供给更弱。出厂价格指数回落，后续产成品价格下跌可能性极大。供货商配送时间显著缩短，流通环节更加顺畅。

建筑业景气度回落，服务业持续消沉。4 月建筑业 PMI 较 3 月环比回落 5.4 个百分点，但仍处扩张区间，推测



为一季度基建高峰期已过所致。疫情冲击下，商务活动和服务业持续消沉。综合 PMI 大幅下滑。

风险因素：疫情持续加重，政策落地速度慢。

【策略】策略专题报告：上下游 ROE 差距扩大，但速度收敛——2022 年 A 股一季报分析(樊继拓)

全部 A 股（非金融两油）2022Q1 归母净利润同比增速为 6.29%，较去年年底的累计同比增速下降 14.05pct，且呈现加速下行的态势。

主板净利润增速强于创业板，优势扩大。主板 2022Q1 归母净利润同比增速为 3.64%，创业板为-5.23%，主板盈利增速较创业板高 8.87pct，且盈利增速的优势边际扩大。此外，创业板盈利增速在 2022Q1 转负，是 2020 年二季度以来首次。

行业景气度从分化走向收敛，周期延续高位回落，必选消费环比改善。周期板块 2022Q1 归母净利润同比增速为 44.0%，较去年年底的累计增速环比增加 85.42 个百分点，是连续三个季度环比下降。必选消费板块 2022Q1 归母净利润同比增速为-0.35%，较去年年底的累计增速增加 8.66 个百分点，是所有板块中唯一实现净利润增速环比改善的板块。

中下游与上游的盈利增速差出现边际改善。消费板块 2022Q1 盈利增速相较于周期板块低 46.90 个百分点，较去年年报的差距收窄。中游制造板块 2022Q1 盈利增速相较于周期板块低 34.68pct，较去年年报的 34.22pct 的差距略有扩大，但斜率明显放缓。

从细分行业来看，2022Q1 的行业景气度从分化走向收敛。1) 周期板块营收增速、盈利增速双双回落，仅剩黄金与煤炭存在业绩韧性；周期板块单季度净利润占全 A 的比例从高位回落，结束了过去两年的持续上行。2) 中游制造业中，传统制造业的盈利增速已连续回落四个季度，军工、电气设备等高端制造业的盈利增速持平去年，2021Q3 的逆势走高未能维持至今。3) 消费板块中医疗器械、白酒、白色家电净利润增速环比提升，其他必选消费行业的净利润增速回落幅度为 10pct 左右，其他可选消费行业净利润增速回落幅度为 30pct 左右。

全 A 净资产收益率延续回落，资产周转率与权益乘数共同构成拖累。全部 A 股（非金融两油）ROE(TTM) 为 7.31%，已连续回落三个季度，不过 2022Q1 的降幅有所放缓。从 ROE 的影响因素来看，全部 A 股（非金融两油）销售净利率较去年底环比微增，权益乘数环比下降 0.032，资产周转率环比下降 0.002。

1) 板块方面，上游周期板块是唯一一个 ROE 仍在上行的板块，但上行斜率有所放缓。必选消费板块的 ROE 边际企稳。TMT 板块 ROE 首现环比下降，可选消费板块的 ROE 降幅未见收敛。

2) 细分行业方面，ROE 持续走高的行业有采掘、化工、有色金属、电气设备、国防军工。但对比历史，截至 2022Q1，ROE 还能实现连续多期走高的行业已大幅减少。ROE 在本季度首次转弱的行业有纺织服装、休闲服务、电子、传媒。

风险因素：报告基于对历史数据的分析，历史数据或已被股票市场定价。

【策略】策略专题报告：基金 Q1 加仓金融周期，减仓成长(樊继拓)

主动偏股型基金份额相比去年四季度比较平稳，新成立基金发行放缓、存量基金净赎回压力继续减弱。(1) 主动偏股型基金份额合计为 32454 亿，略低于去年四季度。(2) 一季度新发基金份额 1699 亿份，较去年四季度继续回落。(3) 一季度存量基金净赎回 262.8 亿份，赎回压力仍然较低。存量基金净赎回率中位数继续收窄。

股票仓位回落，不同规模基金均有减仓。(1) 2022Q1 普通股票型、偏股混合型、灵活配置型基金持股比例分别为 90.32%、88.5%、80.49%，较 2021Q4 分别下降 1.2、1.83 和 3.67 个百分点。(2) 规模大于 100 亿元和规模不足 100 亿元的偏股基金持仓水平在 90%以上的数量占比分别环比下降 3.85 和 8.73 个百分点。

基金持仓对中等市值风格配置比例明显增加。(1) 一季度主动偏股型基金超配中证 100 和沪深 300 指数成分股

比例均环比下降 2.37 个百分点。(2) 一季度主动偏股型基金对 200-500 亿元市值股票的超低配幅度回升最大, 达到 2.41 个百分点; 对 2000 亿元以上市值股票的超配幅度略下滑 0.37 个百分点; 对 100 亿元以下市值股票的低配幅度较去年四季度扩大 2.6 个百分点。

一季度基金重点加仓中上游周期和金融地产等低估值防御板块。(1) 煤炭、有色金属和化工等周期资源品行业持仓占比均有提升。(2) 低估值防御板块继续获得增配, 包括稳增长相关的金融地产、基建产业链、公用事业等板块。(3) 消费板块分化, 医药生物、农林牧渔获增持。而食品饮料、汽车、家电等板块受到减持。(4) 成长板块除了前期超跌的通信之外, 普遍获得减持。电子减持幅度较大, 电力设备配置比例平稳。

基金一季度大幅增配金融、周期, 减配成长。一季度公募基金在必选消费、可选消费、成长、金融、周期的持股市值占比环比变化依次为 0.19pct、-0.49pct、-3.9pct、1.34pct、2.42pct。一季度基金大幅增配了周期板块, 可选和必选消费超配比例也有提升, 成长板块被减配。由于持仓占比提升幅度低于市值占比, 金融板块低配幅度扩大。

行业和个股持仓集中度下降。(1) 行业层面来看, 一季度行业偏离度(前三行业)为 18.45%, 相较去年四季度环比减少 2.43 个百分点。(2) 个股层面来看, 一季度重仓股数量占全部 A 股的比例为 44.8%, 相较四季度环比增加 2.5 个百分点, 个股持仓集中度仍处在下降趋势中。

风险因素: 基金重仓股所反映出的信息与全部持仓对应的信息有偏差; 基金持仓信息的公布存在时滞, 无法反映最新情况。全 A 盈利增速已连续下降四个季度。

【宏观】宏观点评报告: 政治局会议通稿: 一揽子稳增长政策呼之欲出(解运亮)

第一, 这是一次市场期盼已久的会议, 在社会充满迷茫的时刻及时指引了未来发展方向。按照惯例, 每年 4 月中下旬, 中央政治局都会召开会议, 分析研究经济工作, 为下一阶段经济工作思路定调。3 月份以来, 新一轮疫情和乌克兰危机持续发酵, 而两会召开时这些影响还没有体现, 经济形势更趋复杂严峻, 社会上对于如何应对新的挑战充满迷茫, 这一次会议及时指引了未来发展方向, 可谓市场期盼已久。以往会议通稿一般都是晚上发布, 这次罕见地选择中午发布, 也体现出政策层面呵护市场的浓浓暖意。

第二, 会议肯定了一季度经济工作, 但指出我国经济发展环境的复杂性、严峻性、不确定性上升。去年底中央经济工作会议提出“需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力”, 这次会议没有直接提及“三重压力”, 但指出“我国经济发展环境的复杂性、严峻性、不确定性上升”, 经济压力实际上进一步加大了。其原因, 按中央表述, 就是“新冠肺炎疫情和乌克兰危机导致风险挑战增多”。基于此, 中央首次提出“三稳新挑战”, 即“稳增长、稳就业、稳物价面临新的挑战”——稳增长, 对应于疫情对经济冲击加大, 稳增长力度需要进一步加大; 稳就业, 对应于新一轮疫情冲击下城镇调查失业率上升, 就业压力凸显; 稳物价, 对应于乌克兰危机下, 全球粮食价格和能源价格明显上涨, 有关部委已专门召开专家座谈会研讨对策。

第三, 针对社会关切的“共存”和“清零”之争, 会议再次强调“坚持动态清零”, 中央已经在防疫方针上做出了清晰的战略抉择。3 月 17 日中央政治局常委会会议上已经提出“坚持动态清零”, 这次会议继续强调。“动态清零”是由中国基本国情所决定, 更是由中国始终坚持的“人民至上、生命至上”防疫理念所决定。我国 60 岁及以上人口达 2.67 亿, 少儿人口超过 2.5 亿, “一老一小”群体规模很大, 这就决定了我国实现“动态清零”十分必要。会议同时强调, 疫情要防住、经济要稳住、发展要安全, 这是党中央的明确要求。这意味着, 防疫、经济和发展这三者是统筹兼顾, 一个都不能少的关系。

第四, 针对社会关切的要不要保 5.5% 增长目标的问题, 会议明确要求“努力实现全年经济社会发展预期目标”, 稳定了市场预期。在新一轮疫情和乌克兰危机影响下, 一季度我国 GDP 增速录得 4.8%, 明显低于全年增速目标, 二季度本来基数就高, 受疫情影响时间还比一季度长, 二季度经济仍有下行压力, 实现全年目标的难度客观上确实在加大。因此, 近期市场上也出现了要不要保 5.5% 增长目标的争议。这次会议中央一锤定音, 给出了明确的回答, 加大政策力度, 努力实现全年目标。在市场迷茫的时刻, 这一表态无疑将对稳定和提振市场

预期将起到非常重要的作用。

第五，针对社会关切的如何进一步发力稳增长的问题，会议提出了涵盖存量政策和增量政策的一揽子政策措施，政策部署周到细致。存量政策方面，要求要加快落实已经确定的政策。增量政策方面，要求要抓紧谋划增量政策工具，加大相机调控力度，把握好目标导向下政策的提前量和冗余度。针对疫情冲击下个别地区出现的交通物流不畅、产业链供应链不稳等问题，4月上旬国务院已印发《关于切实做好货运物流保通保畅工作的通知》，本次会议再次做出细致部署，要求“要坚持全国一盘棋，确保交通物流畅通，确保重点产业链供应链、抗疫保供企业、关键基础设施正常运转。”

第六，关于货币政策，会议要求“用好各类货币政策工具”。这次会议对货币政策的表述不多，只有“用好各类货币政策工具”一句，而且是放在“加快落实已经确定的政策”的要求下讲的。因此，货币政策的未来重点，可能是充分发挥好已经确定的各项政策措施的效力。近期，监管部门集中出台了降准、降拨备、降存款利率浮动上限等货币政策措施，用好这些工具，我们预计可引导下个月 LPR 报价下调，从而切切实实地降低社会综合融资成本。

第七，关于增量政策，会议要求是“要抓紧谋划增量政策工具，加大相机调控力度，把握好目标导向下政策的提前量和冗余度”。1998 年两会定的增长目标是 8%，但那年亚洲金融危机对我国的冲击远超预期，还发生了大洪水，上半年增速远低于 8%。后来中央及时作出重大决策，调整预算，增发国债，用募集资金搞基础设施建设，于是下半年经济强力回升，全年实现 7.8%，接近了预定目标。努力完成今年预定目标，1998 年的经验可资借鉴，我们推测增量政策工具属于财政政策领域，财政政策刺激力度可能进一步加大。

第八，关于基建政策，会议要求是“要全力扩大国内需求，发挥有效投资的关键作用，强化土地、用能、环评等保障，全面加强基础设施建设”。4 月 26 日中央财经委员会会议定调全面加强基础设施建设，这次政治局会议再次予以强调。实际中，面对经济下行压力，促消费见效相对较慢，促出口难度较大且作用有限，关键还是得靠促投资，基建投资也确实是为数不多的能够快速见效的抓手之一。结合前面提到的“谋划增量政策工具”的提法，我们推测增量工具也将以基建投资为主要抓手，新一轮基建稳增长已经呼之欲出了。

第九，关于房地产政策，会议继续强调“房住不炒”，但提出“支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管，促进房地产市场平稳健康发展”的新要求。房地产业事关宏观经济稳定大局，出于稳增长、稳就业和稳信贷等考虑，都需要稳住房地产产业链。去年底中央经济工作会议提出“因城施策促进房地产业良性循环和健康发展”，这次会议更进一步，明确支持各地从当地实际出发完善房地产政策，并提出了“优化商品房预售资金监管”的具体措施。在这一精神指引下，各地进一步放松房地产调控政策将顺理成章、水到渠成。

第十，总体看这次会议，我们认为对 A 股构成明确利好。开年以来，受美联储加息、乌克兰危机、国内新一轮疫情等一系列因素影响，A 股经历了一波显著调整。站在当前时点上，美联储加息预期反映已较为充分、乌克兰危机高峰已过、上海疫情出现明显缓解，利空因素趋于减弱。这次中央政治局会议，解决了市场的一系列关切，做出了切实有效的政策部署，稳定和提振了市场预期。伴随后续一揽子政策措施出台落地，企业困境将得到明显缓解，宏观经济有望触底回升，股市也将迎来久违的配置机会。

风险提示：疫情恶化加大经济下行压力、输入性通胀引发政策调整等。

【金工】金工点评报告：后半周基差继续收敛，对冲开仓性价比高(于明明)

股指期货合约基差持续震荡，相对低点有所收敛。2022 年 4 月 29 日，我们预测中证 500 指数未来一年分红点位为 89.31，沪深 300 指数分红点位为 76.43，上证 50 指数分红点位为 65.88。近日 IC、IF、IH 合约分红调整年化基差多数震荡上行，各合约相对低点均有相应水平的收敛。IC 合约持仓额略高于去年七月以来中位数，而 IF 与 IH 合约持仓额均处于去年七月以来较低水平。其中，IC、IF 及 IH 季月合约分红处理过的基差年化贴水率分别为-3.2%、0.4%以及 2.45%。

期现对冲策略表现：2018 年 1 月开始，三大指数季月合约连续对冲表现优于当月合约，近两周三大指数基差变动出现分化，IC 与 IH 基差贴水幅度整体收敛，IF 贴水维持窄幅震荡。其中，今年以来 IC 合约当月连续对冲收益-0.98%，季月合约对冲收益-1.57%，最低贴水策略收益-0.58%。截止 4 月 29 日，最低贴水策略选择 IC 与 IH 选择当月合约进行对冲，IF 选择季月合约进行对冲。

跨期套利策略表现：自 2018 年 1 月以来，跨期套利策略表现最优且较为稳定。其中，今年以来 IC 合约跨期套利策略收益 2.64%，IF 跨期套利收益率 1.91%，IH 套利收益率 1.48%。截止 4 月 29 日，IC 跨期套利策略选择当月合约空头与次季月合约多头进行对冲，IF 则选择季月合约空头与当月合约多头进行对冲，IH 则选择当月合约空头与次月合约多头进行对冲。

基差收敛变动分析：截止 4 月 29 日，三大期指合约市场收益率因子影响开始减弱，基差因子影响逐渐增强，两种力量开始相互制衡，后续对冲应关注当前市场情绪变动，若市场持续走弱，应使用远月合约进行对冲。

风险因素：以上结果通过历史数据统计、建模和测算完成，在市场波动不确定性下可能存在失效风险。

【金工】基金点评报告：信达金工 FOF 组合推荐更新——市场扫榻以待，黑马蓄势待发(于明明)

因子选基正当时。近几年来，随着基金发行速度的加快、新锐基金经理的不断涌现，可供选择的基金数量也大幅上升，单纯定性化地选择优秀的基金经理十分困难。在此背景下，多因子选基模型提供了量化初筛优秀基金的方案，将定性选基的认知定量化、系统化。在 2022 年 3 月，我们推出了基金多因子系列报告第一部《偏股基金的多因子体系——如何评价基金调仓换股的“实力”？》，求索优异的基金因子。

行业与风格β轮动加速的行情下，基金经理的选股能力愈发重要。我们构建了评价基金经理“行业内调仓换股能力”的实力因子，以期选出较为勤奋、不断进行行业内个股比较、对持仓进行迭代进化的基金经理。在实力因子基础上，我们构建了实力 FOF 组合。2014 年至今，信达金工实力 FOF 组合年化收益率 18.92%，年化超额基准偏股混合型基金指数 6.48%。2021 年实力 FOF 组合超额基准 25.09%，上一期实力 FOF 推荐组合持有期收益率-21.39%，超额基准-0.41%。

我们构建了有百余细分因子的因子池，并通过对筛选出的多个有效因子进行复合，构建了信达金工黑马 FOF 组合。纳入复合的因子为基金经理实力因子、选股 Alpha_日、基金规模、基金管理人员持有比例。2014 年至今，信达金工黑马 FOF 组合年化收益率 21.04%，年化超额基准偏股混合型基金指数 8.18%。2021 年黑马 FOF 组合超额基准 18.03%，上一期黑马 FOF 推荐组合持有期收益率-19.70%，超额基准 1.28%。

最新一期及历史实力 FOF 组合和黑马 FOF 组合持仓可在报告正文或在 Wind PMS 搜索“信达金工”获取。

风险因素：市场面临不确定性；基金历史业绩不代表未来。

【非银&中小盘】中国平安(601318)公司点评报告：投资端拖累净利润，“保险+”助力寿险发展(王舫朝)

事件：中国平安发布 2022 年一季报，实现归母营运利润 430.47 亿元，同比+10.0%；归母净利润 206.58 亿元，同比-24.1%。基本每股营运收益 2.46 元，同比+11.3%。

点评：

归母营运利润稳健增长，归母净利润同比下降。2022 年第一季度，集团归属于母公司股东净利润 206.58 亿元，同比-24.1%，主要受资本市场波动影响（2022 年一季度投资收益为-98.98 亿元，同比-148.28%）。但由于华夏幸福减值影响已过，归母净利润降幅有所收窄。2022 年第一季度归母营运利润 430.47 亿元，同比+10%（2021 年全年同比+6.1%），其中寿险与健康险业务实现营运利润 296.78 亿元，同比+16.0%。基本每股营运收益 2.46 元，同比+11.3%。

新业务价值和人力数量继续承压。渠道改革阵痛及重疾销售疲软压力持续，2022 年第一季度寿险及健康险 NBV



同比-33.7%至 125.89 亿元，降幅较 2021 年全年的-23.6%进一步增大，NBVM 同比-6.8pct 至 24.6%，较 2021 年全年-3.2pct。主要因为 2021 年一季度重疾炒停造成同期高基数、产品结构变化，储蓄类产品占比上升（如 2022 年一季度上市的增额终身寿产品“盛世金越”）、代理人队伍调整等原因。人力发展方面，平安寿险坚定推动代理人队伍高质量转型，实施代理人队伍分层精细化经营，推动队伍结构优化。截至 2022 年 3 月末，大专及以上学历代理人占比同比上升 3.5pct。2022 年第一季度公司继续推进清虚工作，个险代理人数量-10.4%至 53.79 万人。未来，公司在个险渠道将继续培育钻石队伍和新人队伍；在银保渠道继续加强和平安银行合作；在其他渠道探索社区网格化经营模式，提升继续率，并持续探索下沉渠道创新发展模式。

产险原保费收入恢复，综合成本率上升。2021 年一季度，平安产险原保险保费收入+10.3%至 730.18 亿元，主要因为车险综改周期性影响已过，车险保费收入增速恢复至两位数以上（+10.4%）。意健险保费收入增速较快，达到 38.5%。整体综合成本率（COR）同比上升 1.6pct 至 96.8%，主要因为新冠肺炎疫情引起的保证保险业务赔付支出同比上涨。营运利润同比-41.1%至 30.17 亿元。

受资本市场波动影响，投资收益有所下滑。2022 年一季度，受资本市场波动影响，年化净投资收益率为 3.3%，同比-0.2pct。年化总投资收益率为 2.3%，总投资收益率同比-0.8pct。

坚持构建管理式医疗模式，以医疗健康打造价值增长新引擎。公司将医疗健康服务与保险业务有机结合，为个人及企业客户提供完善的风险保障和一站式的医疗健康服务，赋能金融主业。1) 生态圈与主业协同效应显现，2.23 亿个人客户中，超 64%的客户同时使用了医疗健康生态圈提供的服务，2022 年一季度健康险保费收入超 400 亿元。2) 医疗服务和专业医生团队覆盖持续提升，截至 2022 年 3 月末，平安已实现国内百强医院和三甲医院 100%合作覆盖。3) 线上线下相结合，线上专属家庭医生团队实现覆盖咨询、诊断、诊疗、服务全流程。线下与医院合作，布局高端医疗服务和健康管理中心。

投资建议：2022 年一季度，新冠疫情冲击叠加地缘政治风险造成资本市场波动加大，外部形势复杂。公司内部代理人渠道改革和产品结构转型升级压力依旧存在，叠加权益市场的波动影响，NBV 增速和归母净利润增速继续承压。考虑到：1) 人力端，坚持代理人渠道改革，坚持“三高”队伍建设，加强钻石队伍和新人队伍建设，代理人改革初见成效；2) 产品端：围绕客户多元化的保险需求，持续创新与升级产品体系，丰富保障性和储蓄型产品体系。一季度依据客户需求推出长期储蓄型产品，获得客户的广泛认可；3) 服务端：依托集团医疗健康生态圈，通过“保险+健康管理”、“保险+高端养老”、“保险+居家养老”三大核心服务构建差异化竞争优势，提升客户满意度和客户黏性，助力寿险主业发展；4) 科技端：运用领先科技全面提升金融业务端到端服务水平，赋能销售、运营和服务。我们预计队伍清虚成果将逐步显现，队伍规模下降趋势有望趋缓，3 月后高基数压力降低，负债端将迎来边际改善。投资端房企信用风险拖累已弱化，一季度资本市场波动影响仅为短期，未来仍应关注资本市场恢复情况。当前估值已反应悲观预期，建议关注。

风险因素：代理人展业增员进度不及预期；寿险改革不及预期；代理人产能持续下滑幅度加大；资本市场大幅波动带来投资收益急剧下降；利率下行将缩窄固定利率工具利差空间，并影响会计利润。

【化工】赛轮轮胎(601058)公司点评报告：千淘万漉虽辛苦，吹尽狂沙始到金(张燕生)

事件：北京时间 2022 年 4 月 29 日，赛轮轮胎发布 2022 年一季报。公司 2022 年一季度实现营业收入 48.63 亿元，同比增加 17.21%，实现归属于上市公司股东的净利润 3.22 亿元，同比减少 19.57%，环比增加 3.54%。2022 年一季度末总资产 275.21 亿元，比 2021 年末增加 5.15%，归属于上市公司股东的所有者权益 110.52 亿元，比 2021 年末增加 2.99%。

点评：

22Q1 继续实现环比修复，Q1 之后有望恢复双增长正轨。我国轮胎行业在 2021 年 Q2 开始风云突变，国内需求下滑，海外需求虽旺盛但海运陡然紧张，货柜一柜难求，运费翻倍上涨，并且公司还遇到了越南疫情封锁对越南工厂开工、出货的影响，2021 年行业、公司普遍都出现了盈利下滑。2021 年底越南疫情影响消退，并且在 2022



年初越南疫情结束，公司越南工厂的开工快速恢复。同时海运紧张情况也在 22Q1 末出现缓解趋势。公司 22Q1 实现营业利润 3.54 亿，从最困难的谷底 2021 年 Q3 连续两个季度实现环比增长。公司 22Q1 实现归母净利润 3.22 亿，同样是连续两个季度实现环比增长。并且公司扣非归母净利润的同比降幅也连续两个季度收窄。在收入方面，公司也实现了行业独一份的连续 4 个季度环比增长。收入增长，代表公司正占领更多市场份额，成本端的各项困难减弱后，盈利能力恢复，下一季度及之后公司业绩有望实现同比、环比双增长，回归成长正轨。

下半年海运费有望恢复正常，公司海运压力将消退。2021 年轮船出口面临港口拥堵、集装箱紧缺等困难，海运费出现大幅上涨。2021 年海运压力体现在运力难求和运费高涨，对公司经营构成负面影响。我们预计海运费的压力将在 2022 年下半年开始得到缓解。一方面，我们观察到 2022 年以来美国港口拥堵情况正在以超过市场预期速度疏解，中美间航船周期正在恢复正常，运力紧张的情况将得到修复。另一方面，海运企业的业绩预期和海运相关指数也能佐证我们的判断。全球最大的集装箱海运公司马士基基于 2022 年下半年海运业务恢复正常的假设做出了 2022 年业绩预期，同时也将全球集装箱需求增长前景从 2%-4% 下调至 -1%-1%。此外，波罗的海货运指数 (FBX) 自 2022 年 3 月 18 日起连续下滑，4 月 29 日滑落至 8955 点，已低于 2021 年下半年均值 9727 点。因此，我们认为 2021 年对公司利润造成重要影响的运费因素在 2022 年将显著改善。

扩产节奏加快，有望持续扩大优势。公司目前国内有青岛、东营、沈阳、潍坊四个工厂，目前实际达产年产能分别为 730 万条全钢胎、3450 万条半钢胎、5 万吨非公路轮胎；海外有越南和柬埔寨两个生产基地，目前实际达产年产能分别为 425 万条全钢胎、1250 万条半钢胎、5 万吨非公路轮胎。根据公司的产能规划，公司目前国内外均有在建产能，国内在建项目均有望在 22 年达产，年产能将增加 240 万条全钢胎、850 万条半钢胎、1 万吨非公路轮胎。海外的越南三期（100 万条全钢胎、400 万条半钢胎和 5 万吨非公路轮胎）和柬埔寨项目（165 万条全钢胎和 900 万条半钢胎）有望在 23 年建成。公司 2022 年 3 月新布局的柬埔寨全钢胎项目位于柬埔寨 1 号公路南侧，过境越南不须开柜查验，公司可充分利用现有的轮胎生产技术和人力、物力资源，结合柬埔寨自身低税率的特点，提升公司国际市场占有率，助力公司占据更有利的竞争位置。

液体黄金产品获市场高度认可，正持续推进。2021 年 11 月，德国 TüV 莱茵在第四届中国国际进口博览会上发布了测试周期一个月、全程一万多公里的实车测试结果：液体黄金轮胎百公里综合油耗较国际一线品牌在中国重卡市场反馈最好的同类产品低 18.26%，较国内一线品牌在中国重卡市场反馈最好的同类产品低 16.56%，较国内一线品牌在配套市场的主销同类产品低 11.24%。12 月，公司联合广东省新能源汽车发展服务中心、深圳南山交通运输有限公司共同开展深圳绿色出行道路测试，本次测试选用 4 辆新能源出租车，测试结果显示液体黄金轮胎百公里耗电较其原配套轮胎降低 12.26%（对应省电 2.04 度）。公司的液体黄金轮胎产品，无论是在全钢还是半钢、在燃油车还是在新能源车的实测效果都获得了市场的高度认可，2022 年，公司液体黄金产品有望进一步提升市场份额并在海外市场有所斩获。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别达到 236.31、283.20、338.38 亿元，同比增长 31.29%、19.84%、19.48%，归属母公司股东的净利润分别为 18.98、28.08、39.88 亿元，同比增长 44.54%、47.95%、42.04%，2022-2024 年摊薄 EPS 分别达到 0.62 元、0.92 元和 1.30 元。对应 2022 年的 PE 为 16 倍，给予“买入”评级。

风险因素：新建产能投产不及预期；橡胶价格大幅波动的风险。

【医药】阳光诺和(688621)公司点评报告：盈利能力提升，多线布局升级(周平)

事件：阳光诺和发布 2022 年一季度报告。公司 2022 年 Q1 实现营收 1.48 亿元，同比增长 54.49%；实现归母净利润 0.33 亿元，同比增长 62.65%；扣非归母净利润 0.31 亿元，同比增长 54.97%。2022 年 Q1 经营活动产生的现金流量净额为 334 万元，同比减少 41.51%。

点评：

收入高增长，利润率均上扬。2022Q1，公司收入高增长，同时，综合毛利率达 56.59%，同比增加 2.07pp，归母

净利率 22.57%，同比增加 1.13pp，扣非归母净利率 21.07%，同比增加 0.07pp，公司三大利润率均呈现上涨趋势，盈利能力提升。

重点推进创新药及大临床投入，旺盛需求推升订单增长。2022Q1 实现研发支出 1679 万元，同比增长 73.91%，主要是公司加大了对自主立项创新药、改良型新药、特色仿制药的投入。据 2021 年年报披露，公司积极推进一类、二类新药药学研发，截止至 2021 年底，有 5 项新药申报 IND，其中一类新药 2 项、二类新药 3 项，3 项已取得临床批件；8 项新药进 I 期临床试验，2 项新药进 II 期临床试验，6 项药物已进入 III 期临床试验，其中 1 项为“国家重大科技专项-重大新药创制专项”。同时，公司积极拓展大临床业务，投资成立南京先宁子公司，与公司现有临床团队形成协同，共同推进临床 CRO 业务建设。公司订单受公司研发、服务能力增强推动，2021 年底共有新签订单 9.29 亿元，累计在手订单 15.68 亿元。

产能建设持续，提升供给能力。据 2021 年年报披露，截止至 2021 年底，在产能方面，公司拥有 3.60 万平方米的研发实验室，其中已投入使用的实验室面积为 1.83 万平方米，正在建设的实验室面积为 1.77 万平方米；人员方面，公司员工 873 人，其中研发人员 716 人，硕士及博士 111 人，占研发人员的比例为 15.50%。公司持续提升产能及人员能力，提高综合服务能力。

盈利预测与投资评级：我们预计 2022-2024 年公司营业收入为 6.77/9.22/12.51 亿元，同比增长 37.2%/36.1%/35.7%；归母净利润分别为 1.48/2.06/2.87 亿元，同比增长 40.1%/39.2%/39.1%，对应 2022-2024 年 PE 分别为 51/37/27 倍。

风险因素：行业竞争加剧、医药行业研发投入及外包需求下降风险、国内国际政策、核心技术人员流失等风险。

【食品饮料】古井贡酒(000596)公司点评报告：Q1 预收款蓄势，奠定全年高增长(马铮)

事件：公司发布 2021 年年报及 2022 年一季度业绩报告，2021 年公司营收 132.70 亿元，同比+28.93%，归母净利润 22.98 亿元，同比+23.90%。其中 21Q4 营收 31.68 亿元，同比+42.51%，归母净利润 3.29 亿，同比+3.77%。22Q1 营收 52.74 亿元，同比+27.71%，归母净利润 10.99 亿元，同比+34.90%。

点评：

21Q4 预计由于费用前置净利率水平低，现金流指标优秀。公司 21 年营收与净利润基本与快报一致，21 年毛利率同比略微下降至 75.2%，主要系其他业务毛利率有所下降。21 年销售费用率为 30.2%，管理费用率为 7.7%，净利率为 17.89%，费用率端整体保持平稳。21 年末合同负债 18.25 亿元，环比下降 9.67 亿元，销售回款 155.33 亿元，同比+43.73%，经营净现金流 52.54 亿元，同比+44.96%，销售回款和经营净现金流指标表现优秀。单 Q4 销售费用率同比+0.96pct，预计主要系春节费用前置影响，管理费用率同比-1.88pct，规模效应有所体现，净利率同比-3.27pct 至 10.92%，主要系财务费用率同比降低影响。

21 年年份原浆高双位数增长，黄鹤楼和明光贡献增量。21 年年份原浆实现营收 93.08 亿元，同比+19%，古 8 卡位主流价格带，尽享省内消费升级红利，预计保持较高增速，古 16+古 20 卡位次高端，古井省内品牌力强，我们预计 21 年报表端体量超过 15 亿，年份原浆产品升级下毛利率提升 1.7pct 至 83.2%。古井贡酒营收 16.09 亿元，同比+17%，毛利率下降 1.6pct 至 58.6%。黄鹤楼在 21 年武汉疫情恢复下，实现营收 11.34 亿元，同比+169%，毛利率提升 6.5pct 至 75.1%。21 年古井收购明光酒业，亦对营收有所贡献。年份原浆、黄鹤楼吨价均有所提升，但古井贡酒吨价有所下滑。经销商数量 21 年底达到 4007 家，21 年新增经销商 1237 家，减少 657 家，经销商体系整体流动性较大。

22Q1 合同负债环比提升显著，徽酒龙头势头强劲。22Q1 毛利率同比提升 0.91pct 至 77.9%，延续产品升级态势。营业税金率同比-1.21pct 至 14.42%，销售费用率同比+0.64pct 至 30.16%，管理费用率同比+0.46pct 至 6.08%，整体费用率端仍旧保持高举高打的态势，22Q1 净利率为 21.46%，同比+1.14pct。Q1 合同负债/收入达到高峰 79%（2018-2021 同期分别为 50%、30%、47%、42%），蓄势明显，且考虑到年初渠道存在卖断货的情况，公司

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 18

轻库存、高回款的状态显示公司具备高抗风险能力，在稳增长、增加基建投资的政策导向下，古井有望充分受益。

22 年有望超额完成经营计划，中长期持续受益安徽省内消费升级。三月份以来，国内疫情多点爆发，短期来看，疫情可能对白酒商务和喜宴消费产生影响，徽酒节庆日购买习惯较为明显，短期建议关注疫情对端午的影响，公司提出 22 年经营计划，其中计划实现营收 153 亿元，同比+15.3%，利润总额 35.50 亿元，同比+11.94%，回溯 17 年以来公司制定的经营计划，大多超额完成，预计 22 年亦有望超额完成。中期 3-5 年来看，近年安徽省内经济活力强劲，持续推动白酒消费升级，古井作为徽酒龙头，古 8 及以上产品有望实现快速增长，古 16+古 20 有望凭借品牌势能在次高端价位带持续放量，推动古井实现双百亿的目标。

盈利预测与投资评级：我们预计 2022-2024 年每股收益分别为 5.96、7.49、9.07 元，维持对公司的“买入”评级。

风险因素：宏观经济不确定风险、疫情反复、省内竞争加剧。

【家电】九阳股份(002242)公司点评报告：Q1 营收增速转正，费用管控成效显著(罗岸阳)

事件：22Q1 公司实现营业收入 23.29 亿元，同比+3.83%，实现归母净利润 1.66 亿元，同比-7.7%。

点评：

营收增速转正，外销有望加速增长。Q1 公司营收同比+3.83%，环比 21Q4(-15.27%)增速转正，公司内销呈现缓慢复苏，但受疫情等因素影响，我们认为线下仍旧承压，Q1 线上京东+淘宝双平台销售同比+9.14%。外销方面，根据公司披露关联交易，Q1 公司与 JS Global 交易额约 3314 美元，同比增长约 29.2%，全年预计产生交易额 2.11 亿美元。我们认为，受益于 SharkNinja 的订单转移和美国对于空气炸锅等品类的关税减免，公司外销有望实现高速增长。

短期成本承压，费用管控成效显著。受原材料成本等因素影响，Q1 公司毛利率下滑明显，同比-4.81pct 至 26.53%。费用端，公司对于销售费用进行严格把控，同时保持研发费用投入，实现降本增效，Q1 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 11.03/3.56/3.80/-0.20%，分别同比-4.72/-0.07/+0.27/+0.06pct。Q1 实现归母净利润率 7.14%，同比-0.89pct。

经营性现金流净额大幅增长。1) Q1 公司货币资金+交易性金融资产合计 30.60 亿元，较期初+23.38%，主要由公司营业收入增长所致；Q1 期末应收账款合计 20.17 亿元，较期初-14.89%；Q1 期末存货合计 9.46 亿元，较期初-9.71%。2) 从周转情况来看，22Q1 公司存货/应收账款/应付账款周转天数较 21 年分别+5.39/+9.93/-17.96 天，存货和应收账款周转效率下降，受本期支付货款影响应付账款周转加快。3) 22Q1 经营活动产生的现金流量净额为 4.96 亿元，去年同期为-1.80 亿元，主要系本期营业收入增加及本期收回票据保证金所致。

盈利预测和投资评级：公司作为行业龙头具有品牌、渠道、供应链等多方面优势，且积极拓展清洁电器等新品类，调整渠道结构，承接 Ninja 订单转移，我们认为公司有望实现长期稳步增长。我们预计公司 22-24 年营业收入分别为 116.01/133.01/148.89 亿元，分别同比+10.1%/+14.7%/+11.9%；归母净利润 8.41/9.42/10.61 亿元，分别同比+12.8%/+12.0%/+12.7%，对应 PE 为 13.79/12.31/10.93 倍。维持“买入”评级。

风险因素：国内外疫情反复、原材料价格大幅上涨、行业竞争加剧，新品开拓不及预期等。

【纺服】森马服饰(002563)公司点评报告：疫情影响业绩表现，品牌夯实发展基础(汲肖飞)

事件：2022Q1 公司实现收入 33.09 亿元、同降 0.03%，归母净利 2.09 亿元、同降 40.74%，扣非净利 1.85 亿元、同降 45.01%，EPS 为 0.08 元。受 2022 年 3 月以来新冠疫情扩散等影响，公司收入同比基本持平，销售费用率提升、资产减值损失增加导致净利同比下降。

点评：

疫情影响下休闲服饰收入同比下降，童装业务保持增长。1) 我们估计 2022Q1 公司休闲服饰收入低个位数下降，主要由于疫情影响线下客流，线下收入同比下降；2) 2022Q1 儿童服饰收入估计同比低个位数增长，主要由于线上收入实现同比增长，公司童装业务优势地位明显，线上积极拓展新零售渠道，线下门店开始直播引流，在疫情影响下整体收入保持增长趋势。

毛利率下降、费用率提升，存货同比增加。1) 2022Q1 公司毛利率同降 1.32PCT 至 42.65%，主要由于原材料成本上涨、疫情影响线下销售。2) 2022Q1 公司销售、管理、研发、财务费用率为 24.10%、4.44%、1.41%、-0.29%，同增 4.70PCT、0.50PCT、0.05PCT、0.68PCT。公司销售费用率提升较多，主要由于线上营销投入增加，其他费用率较为稳定。3) 2022Q1 公司资产减值损失同增 98.10%至 1.46 亿元，主要由于库存同比增加、计提减值损失增长。4) 2022 年 3 月底公司存货 40.52 亿元，同增 66.02%，主要由于疫情影响产品销售、库存积压。

休闲装优化品牌定位，童装强化品类、零售优势。2022Q1 新冠疫情扩散导致服装整体消费疲软，公司收入增长压力较大，重点投入资源强化品牌，并控制租金、营销等费用投入。公司明确森马品牌定位为“舒服时尚”，拓展抖音、B 站等直播平台，线上线下全域营销强化品牌认知，渠道方面森马继续升级门店形象，提高精细化运营水平。2021 年巴拉巴拉品牌借助天猫、抖音整合线上线下营销资源，升级品牌形象，童装业务突出心智产品，强化羽绒服、连衣裙等重点品类，并加强门店数字化投入，提升门店零售能力。

盈利预测与投资评级：由于 2022Q1 新冠肺炎疫情疫情影响服装销售，我们下调公司 2022-2024 年 EPS 预测为 0.47/0.59/0.71 元（原值为 0.57/0.71/0.82 元），目前股价对应 22 年 14.02 倍 PE，目前公司估值已处于较低水平，公司不断强化休闲装、童装业务领先优势，未来国潮趋势更为明显，公司业务成长空间较大，维持“买入”评级。

风险因素：疫情影响超预期风险，市场竞争加剧风险，存货减值风险等。

【轻工】欧派家居(603833)公司点评报告：Q1 零售强劲带动收入超预期(李宏鹏)

事件：公司公告一季报，2022 年一季度实现营业收入 41.44 亿元，同比增长 25.60%；归母净利润 2.53 亿元，同比增长 3.88%；扣非后归母净利润 2.34 亿元，同比增长 11.99%。

点评：

零售渠道增长亮眼，整装大家居产品布局持续向好。22Q1 公司实现 25.6%同比增长，主要因零售渠道快速增长带动，体现龙头强劲增长韧性。分产品看，22Q1 橱柜、衣柜及其配套家具产品、卫浴、木门收入分别为 13.24 亿元、23.20 亿元、1.67 亿元、2.18 亿元，分别同比增长 5.13%、40.85%、1.19%、32.29%。分渠道看，22Q1 直营店、经销店、大宗业务收入分别为 1.23 亿元、32.23 亿元、6.73 亿元，分别同比变动+51.15%、+34.10%、-6.98%。门店方面，22Q1 环比 21 年底，欧派橱柜减少 10 家至 2449 家，欧派衣柜减少 58 家至 2143 家，欧派卫浴净增 5 家至 810 家，欧铂丽减少 15 家至 974 家。22Q1 公司合同负债余额达 13.58 亿元，同比增长 12.85%，订单储备丰富对未来收入增长形成较好支撑。

22Q1 毛利率略降，控费提质收效良好。毛利率方面，22Q1 公司毛利率为 27.66%，同比-2.53pct，环比-1.33pct，主要由于原材料价格上涨、业务结构变化以及销售折扣等因素影响。费用率方面，22Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 9.13%（-0.55pct）/7.12%（-0.3pct）/4.94%（-0.14pct）/-0.78%（-0.52pct），控费效果良好。利润率方面，22Q1 归母净利润 2.53 亿元，同比增长 3.88%；归母净利率-1.28pct 至 6.11%；扣非净利润为 2.34 亿元，同比增长 11.99%；22Q1 非经常损益为 1962 万元，同比-16%，主要为政府补助及相关金融产品波动。营运方面，公司夯实基础管理，整体运营效率优化，Q1 营运资本周转率同比提升 0.02 次至 1.42 次。



看好龙头份额加速提升，维持“买入”评级。欧派家居对于商业模式创新迭代能力业内领先，近年公司成功打造在整体橱柜、全屋定制两大核心品类的龙头地位，叠加营销、制造、渠道等多方核心优势，积极推进大家居战略升级。我们认为，家居行业产品差异不大，公司利用阶段性低毛利业务正在快速构建渠道护城河，长期有望进一步强化“欧派”品牌效应，带动市场份额加速提升。预计公司 2022~2024 年归母净利分别为 31.34 亿元、36.51 亿元、42.32 亿元，同比分别增长 17.6%、16.5%、15.9%，目前股价对应 2022 年 PE 为 23.5x，维持“买入”评级。

风险因素：地产销售大幅下滑风险，行业竞争加剧风险。

【社服&零售】锦江酒店(600754)公司点评报告：境内业绩承压，境外强势复苏(范欣悦)

事件：公司发布一季报，22Q1 实现收入 23.2 亿元、同增 1.0%，实现归母净利润-1.2 亿元、同比减亏 6268.5 万元，实现扣非后净利润-2.2 亿元、同比亏损增加 5668.0 万元。

点评：

拓店同比略有放缓，储备店数量提升。22Q1 新开业酒店 232 家（21Q1 新开业 347 家），净增开业酒店 144 家（21Q1 净增 157 家），其中直营酒店减少 4 家，加盟酒店增加 148 家，轻资产深化。截至 22 年 3 月末，已经开业的酒店合计达 1.08 万家，较 21 年末增长 1.4%，已开业酒店客房数达到 103.3 万间，较 21 年末增长 1.3%。签约规模进一步提升，截至 22 年 3 月末，已签约未开业酒店规模达 4780 家，较 21 年末增长 2.3%，为扩张奠定基础。

大陆酒店出租率承压，境外酒店 RevPAR 恢复至疫前近 8 成。22Q1 大陆疫情反复而境外疫情管控逐步放开，境外 RevPAR 恢复情况较境内更优。中国大陆酒店 RevPAR 达 104.4 元，同减 10.7%，为 19 年同期的 72.6%；ADR 同增 3.6%，出租率下滑 8.1pct。境外酒店 RevPAR 达 26.0 欧元，同增 47.3%，恢复至 19 年同期的 79.8%，主要由于 ADR 与出租率双升；境外 ADR 同增 12.0%，出租率提升 11.4pct。

境外收入强势复苏。22Q1，有限服务型酒店业务实现收入 22.6 亿元、同增 1.3%。其中中国大陆实现收入 16.9 亿元、同减 8.2%，境外实现收入 5.7 亿元，同增 46.1%。

毛利率下滑。受境内疫情反复，及新收入准则变动的影响，22Q1 毛利率同减 14.4pct 至 23.3%。管理费用率同增 2.5pct 至 25.2%，销售费用率同减 14.5pct 至 6.8%，研发费用率同减 0.1pct 至 0.5%，财务费用率同减 2.5pct 至 4.9%。

受益于非经常损益，归母净利润同比减亏。公司实现归母净利润-1.2 亿元、同比减少亏损 6268.5 万元，主要是取得动迁补偿收益等所致。净利率同增 2.4pct 至-3.9%。

投资建议：22Q1 境内疫情多点反复，导致酒店业绩承压，而境外强势复苏。储备店充足，为快速拓店奠定基础。酒店行业供需格局明显向好，龙头集中度进一步提升，疫情向好业绩有望迅速回暖。考虑 Q2 疫情反复，下调 22~24 年 EPS 预测至 0.44/1.12/1.45 元/股，当前股价对应 PE 为 123x/48x/37x，维持“增持”评级。

风险提示：疫情反复对旅游行业影响的风险，宏观经济下行风险，扩张速度的风险，经营成本上升的风险，加盟店管理风险。

【电新】汇川技术(300124)公司点评报告：逆流而上，勇攀巅峰(武浩)

事件：公司发布 2021 年年报和 2022 年一季报，2021 年全年实现收入 179.43 亿元，同比增长 55.87%；归母净利润 35.73 亿元，同比增长 70.15%；扣非归母净利润 29.18 亿元，同比增长 52.55%。2022 年一季度营业收入为 47.78 亿，同比增长 40.01%，归母净利润为 7.17 亿，同比增长 11.00%，扣非归母净利润为 6.98 亿，同比增长 11.62%。

点评:

业绩保持高速增长。公司 21 年智能制造销售量 1576 万件, 同比增长 43.43%, 新能源&轨道交通销售量 61 万件, 同比增加 198.88%, 营收保持了去年的增长势头, 同比增速高达 56%。22 年一季度, 公司订单仍然强劲, 自动化/工业机器人/新能源车电驱&电源系统订单同比都有较快增长, 由此 22 年一季度营收同比增速也达到 40%。1) 自动化业务方面, 21 年收入 89.82 亿, 同比增长 65%, 毛利率为 44.98%, 较 20 年下降 2.24pct; 22 年一季度收入 24.67 亿, 同比增长 28%; 2) 电梯业务方面, 21 年收入 50 亿, 同比增长 14.35%, 毛利率 28.32%; 22 年一季度收入 11.8 亿, 同比增长 28%; 3) 新能源汽车&轨道交通业务方面, 21 年收入 35.18 亿, 同比增长 141.94%, 毛利率 21.91%; 22 年一季度收入 9.96 亿元, 其中新能源汽车业务 9.25 亿元, 轨道交通业务 0.71 亿元; 4) 工业机器人业务方面, 21 年收入 3.62 亿, 同比增长 110.53%, 毛利率 46.09%; 22 年一季度收入 1.05 亿, 同比增长 54%。公司的营收增长主要由自动化和新能源车业务板块贡献, 公司的毛利率(除工业机器人)都有所下降, 其主要原因是上游原材料价格持续上涨增加了公司的成本。

紧握国产替代时代红利, 多产品组合解决方案成就行业龙头。智能制造业中, 具有多产品解决方案、定制化/个性化、国产化的趋势, 公司作为自动化行业的国产龙头企业, 涵盖自动化/电梯/新能源汽车等领域, 充分享受行业趋势带来的机会。自动化业务方面, 公司在各个领域都有很大的竞争力, 21 年公司通过技术营销和行业营销策略, 靠公司品牌 and 产品质量, 提升了公司在通用伺服系统领域的市场份额, 达到 16.3%, 超过安川、松下等外资品牌, 成为行业龙头; 公司低压变频器市场份额位于第三, 内资品牌第一, 达到 12.9%; 小型 PLC 位于第五, 内资品牌第一, 达到 6.89%。疫情影响下, 国产替代进程加速, 汇川作为国内自动化行业的绝对龙头, 可以享受到时代红利, 未来市场份额有望进一步提升。

技术能力赢得市场认可, 新能源车电驱&电源系统未来可期。公司经过了 6 年的新能源车业务的战略投入, 已经搭建了完善的技术平台和产品平台, 在汽车体系方面已经获得了国内和国外一流整车厂的认可。目前, 公司的电驱系统的竞争对手主要是外资企业, 电机控制器国内第三(仅低于比亚迪和特斯拉), 电驱总成市场份额第五, 公司在行业具有一定的影响力。随着新能源汽车渗透率不断提升, 行业持续高景气, 公司的新能源车相关业务高速增长, 有望成为公司未来业绩增长的有力支撑。

数字化+能源管理战略投资加速, 带来公司未来新的业绩增长点。2021 年是公司数字化业务战略性投资元年, 开发了新一代工业互联网平台, 并建立纺织、电梯、空压机等样板点, 而且公司已经组建数字化事业部, 将全面构建公司的数字化架构。能源管理方面, 公司将能源管理业务升级为战略业务, 21 年公司积极推进大型储能 PCS、IPS 一体化储能集装箱等产品, 不断提升储能平台产品和电源产品竞争力。

2022 年业绩目标彰显信心, 国际化助力公司进入长期成长通道。公司制定 2022 年的营收目标为同比增长 25%-50%, 归母净利润同比增长 10%-30%, 在公司 21 年业绩高增的基础上设置高增目标, 足以彰显公司对未来业绩的信心。2022 年也是公司布局国际化的元年, 从公司 21-22 年的数字化、能源管理业务的落地情况, 可以看出公司对战略发展的较强的执行力, 我们认为随着公司的国际化战略逐步落地, 公司将打开全球市场, 步入长期成长赛道。

盈利预测与投资评级:我们预计公司 2022-2024 年营收分别是 236.63、298.18、389.74 亿元, 同比增长 31.9%、26.0%、30.7%; 归母净利润分别是 41.87、53.46、69.02 亿元, 同比增长 17.2%、27.7%、29.1%。当前股价对应 2022-2024 年 PE 分别为 36.33、28.45、22.04 倍, 维持“买入”评级。

风险因素:产能扩张不及预期, 工控需求不及预期, 市场竞争加剧带来的盈利不及预期风险。

【通信】中天科技(600522)公司点评报告: 业绩符合预期, 海缆龙头乘风远航(蒋颖)

事件:2022 年 4 月 29 日, 公司发布 2021 年年报和 2022 年一季报, 2021 年公司实现营收 461.63 亿元, 同比增长 9.7%, 实现归母净利润 1.72 亿元, 同比减少 92.43%; 2022 年一季度公司实现营收 92.90 亿元, 同比减少 13.32%, 实现归母净利润 10.16 亿元, 同比增长 105.69%, 扣非归母净利润 10.43 亿元, 同比增长 90.4%。

点评：

业绩符合预期，海风龙头未来成长可期。公司立足于绿色能源、通信网络两大发展主线，发挥机制优势，在“十四五”规划的新征程下，顺应“清洁低碳”新经济秩序，争当“双碳”超长赛道主力军，根据公司公告，在100%计提高端通信业务相关资产减值36.19元后，21年公司实现营业收入461.63亿元，净利润2.82亿元，归属上市公司股东的净利润1.72亿元，其中：

海洋业务营收94.19亿元，同比增长101.82%；新能源业务中铜产品营收48.52亿元，同比增长74.52%；新能源材料业务营收20.88亿元，同比增长38.67%；电力传输业务营收111.60亿元，同比增长11.57%；光通信及网络业务营收74.76亿元，同比减少7.24%。

公司22年Q1公现营收92.90亿元，同比减少13.32%，实现归母净利润10.16亿元，同比增长105.69%，扣非归母净利润10.43亿元，同比增长90.4%。公司四大板块业务中以海洋业务为增长核心，新能源业务持续突破，电力传输业务稳定支撑，且整体压制因素解除，乘风能源网络产业，未来成长可期。

公司作为稀缺的海缆龙头，受益海风建设发展强劲。公司海洋业务包括海缆、海洋观测和海洋工程三大板块，现已具备海缆—海底观测、勘探—海缆敷设—风机施工于一体的海洋系统工程总集成能力，同时公司深耕海底光电复合缆产品系列化、配套化、工程化的研发创新与应用推广，跻身全球超高压海缆领军企业行列。秉承“核心产品系统化，工程服务国际化”的战略方向，技术研发面向深远海，市场布局面向全球化。截至2021年12月底，公司海洋系列业务在执行订单约70亿元。随着海缆新生产基地及新造船机的投运，未来行业竞争力有望进一步加强。

1) 业绩表现出色，多地产业布局，深度受益海风建设浪潮。国家能源局2022年一季度公布数据显示，2021年我国海上风电新增装机容量16.9GW，超过了之前历年累计新增之和。其中，中天海缆服务的海上风电项目达21个（合计6.29GW，占比37%）；中天海洋工程服务6个海上风电项目（竖435台风机合计1.75GW，占比10%），在海上风电抢装高峰时期，公司统筹安排南通、广东海缆生产基地产能，协调海上装备能力，业绩实现能力出色。

积极布局海缆+海工制造基地，产能持续扩张。公司在江苏南通、江苏盐城、广东汕尾、山东东营形成四大海缆制造基地，持续巩固广东、江苏、山东三省的海上风电市场，同时，公司在江苏南通、江苏盐城、广东阳江深度布局海工基地，使得公司在海缆+海工方面产能规模持续扩张，为后续长期成长打下坚实基础。

深度卡位海风赛道，受益海风发展潜力大。近期风场资源优质的东部沿海地区出台的海风建设远期规划超预期。全国各沿海地区海上风电规划及支持政策陆续出台，其中广东、山东、浙江、江苏、广西等地已给出相应海风发展规划，同时随着海上风机价格及施工成本的逐步降低，我国“十四五”期间海上风电有望迎来爆发式发展，据我们不完全统计，“十四五”期间，全国海上风电规划总装机量近140GW，市场空间巨大，公司作为海风龙头有望直接受益。

2) 积极拓展海外市场，国际市场业绩创新高。2021年，公司积极布局海外市场，在加拿大、越南、菲律宾、印尼、卡塔尔、阿联酋等国家斩获超20个订单，总计约1.6亿美元，其中，菲律宾国家电力公司230kV海底电缆总包项目为公司在菲律宾第一个230kV高压总包业绩；卡塔尔油气的中压海底光电复合缆项目，总长度超过230km，是迄今为止公司签约的海外油气行业最大海缆的供货类项目，进一步巩固了公司作为国际油气行业主流海缆供应商的地位；同时公司积极布局欧洲海上风电市场，2021年执行德国Tennet两个总承包项目。截止2021年底，中天海缆供货业绩覆盖除南极洲以外的六大洲，总里程超20000千米。

3) 技术创新突破，积极加强总包能力，竞争实力持续加强。中天科技为首的研发团队突破了全海深ROV非金属铠装脐带缆关键技术。此外，公司中标中海油“IWOCs 脐带缆系统”集成项目，该项目的成功实施，满足国内深水油气田的检修服务；“超高压交联聚乙烯绝缘柔性直流光纤复合海底电缆”荣获第二十二届中国专利优秀奖、“±525kV 柔性直流交联聚乙烯绝缘海底电缆系统重大核心关键技术攻关项目”获2021年江苏省风电装备产

业链重点项目、海底电缆数字化智能制造系列项目获得电力行业设备管理与技术创新成果奖二等奖、石油与化工行业设备管理与技术创新成果二等奖等。

公司自 2019 年初完成了“两型三船”的建设以来，在海上风电施工领域取得了里程碑式的进展，已具备海洋资源开发和海上主体工程总包服务能力，并与风电关键设备生产制造商海力风电联手，海缆及海工一体化能力持续强化，整体行业竞争力有望进一步提升。

新能源业务持续突破，构建第二成长曲线。

1) 储能业务，21 年公司以新能源配储发展为契机，持续扩大储能产业规模，以高电压、长寿命、高安全的储能系统技术，实力破解电力消纳难题。

技术方面，为大型储能产品专门设计长寿命高安全电芯，匹配多层级安全防护系统及智能监控系统，同时为适应行业发展，研发并应用直流高压储能电池系统，满足新能源场站+储能的最优配置方式。公司主营产品 500KW/1MWh 集装箱储能系统产品采用自主知识产权高性能长寿命磷酸铁锂电池组，具有容量大、倍率放电性能好、循环寿命长的特点，实现了系统的转换效率“超高效”。

产品安全方面，从单体电芯的陶瓷边设计保障、电池模组防呆设计策略、系统集成标准化三级消防安全保障以及高配置安装调试现场防控等方面，实现系统产品生命周期内安全防护全覆盖。

2) 光伏业务，公司通过与央企发电集团等能源企业合作，将光伏资源转化 EPC 总包业务，充分体现资源价值，发挥多年来在全国广大的市场网络优势，通过产业合作等方式，在多地推进光伏资源开发。

公司以本土资源为基本点，其中重点瞄准如东区域光伏电站可开发资源。21 年公司与江苏东和投资集团有限公司成立合资公司，获得如东全域沿海滩涂光伏资源的扎口开发权；与丰利镇签订辖区地面资源开发协议，锁定辖区内 5 万亩滩涂资源；牵头编制了如东整县屋顶光伏开发试点方案并成功获批。

公司在技术端与投资端积极寻求外部合作，与行业内知名企业达成战略合作关系。21 公司与科华数据股份有限公司签署战略合作协议，在光伏、储能、综合能源业务、新能源项目合作开发等方面共赢合作、互相助力，充分利用各自的技术与资源优势，合力推动可再生能源项目的建设发展，为“十四五”目标达成储粮。公司与三峡电能在光伏、储能项目的投资开发、信息共享、建设运营、技术服务等方面达成共识，进一步整合光伏、储能相关行业上下游产业链优质资源，在江苏范围内共同推进可再生能源项目。

电网建设行业地位领先，市场竞争优势明显。公司围绕“输配融合持续创新”的电力业务发展战略，已形成完整的输配电一体化产业链，积极助力新型电力系统建设，为新能源接入电网系统提供保障。

针对新能源的出力具有随机性、波动性、年平均利用小时数低，“大装机、低电量”特点，公司研发的增容导线，可以在不更换杆塔，利用原有走廊，实现更大容量的传输；研发的 2.0 版节能导线，相比常规节能导线可以进一步降低线路损耗，提高线路运行效率，21 年特种导线国内市场中标 15.38 亿，市场份额第一，公司顶尖的高性能架空输电导线的产品性能优异。

为提升新能源大基地送出能力，国网、南网公司逐步加大对特高压项目的投资，我国电网建设迎来巨大的市场空间，线缆行业加速创新发展。21 年公司连续中标了白鹤滩~江苏、白鹤滩~浙江、荆门~武汉、南昌~长沙、南阳~荆门~长沙特高压工程，普通导线、特种导线、OPGW 市场份额保持第一，在特高压大跨越导线更是实现了全份额中标，合计 12.99 亿元，充分奠定了公司在电网建设行业的领先地位，市场竞争优势明显。

电力产品国际销售涵盖特种导线、OPGW、高压电缆、线路金具、绝缘子等，出口销售业绩同比稳步增长，其中主营产品导线出口行业领先；OPGW 在沙特等多个海外市场占有率名列前茅；特种导线、OPGW、金具、绝缘子等主营产品顺利入围英国供应商短名单；中标巴西 345kV 高压电缆项目，实现在南美高压电缆市场的重大突破。

围绕光通信、5G、工业互联网等领域，提升产品自主创新能力。公司围绕“全光网”建设，发挥光通信产业链

作用，为通信网络升级提供更全面的解决方案和产品服务。以“物理基础设施、无线网、承载网、物联网应用与平台”四大产品服务的解决方案为抓手，围绕光通信、5G、工业互联网等领域，不断完善天线、漏泄同轴电缆、5G 能源一体化机柜、光模块、数据中心、有源终端、高性能原材料等 ICT 技术产业集群，打造“5G+”硬核能力体系，巩固主营优势。

公司打造三大共性技术基础平台，公司逐步建设以气相沉积为核心的石英材料合成技术平台，以电磁场理论为核心的传输技术平台，以机械、电气设计为核心的结构成型和装备研发技术平台，支撑四大产品群及特种特品研发。2021 年公司通信网络方面共有 10 项新产品通过鉴定，其中 6 项新产品/新技术在关键技术水平、生产工艺、性能指标等达到国际领先水平，4 项新产品/新技术达国际先进水平。

随着光通信行业逐步回暖，公司主营产品光缆在中国移动、中国电信的集采中投标排名大幅提升；馈线及配件产品、ODN 等系列产品在集采分配总额均为行业第一，提升品牌影响力与行业地位；天线在中国移动 700M 天线项目、中国电信室分天线项目中均成功中标，为 2022 年业绩奠定基础。

盈利预测与投资评级：公司战略布局海洋、新能源、电力电缆、光通信四大业务，覆盖新基建和新能源两大核心赛道，作为海风龙头，将核心受益于海上风电行业长期成长，同时新能源业务逐步发展，有望打开公司成长新曲线。预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 37.63 亿元、43.24 亿元、50.13 亿元，当前收盘价对应 PE 分别为 14.83 倍、12.90 倍、11.13 倍，维持“买入”评级。

风险因素：海洋业务发展不及预期的风险；原材料价格波动风险；新冠疫情反复蔓延。

【传媒互联网及海外】三七互娱(002555)公司点评报告：22Q1 符合预期，积极拥抱游戏全球化及版号常态化带来的戴维斯双击(冯翠婷)

事件：三七互娱(002555.SZ)于 2022 年 4 月 29 日发布 2022 年第一季度业绩报告。

点评：

2022Q1 实现营收 40.89 亿元，同比增长 7.11%，归母净利 7.60 亿元，同比增长 550.80%，扣非归母 7.62 亿元，同比增长 19774.29%。

22Q1 销售费用 23.07 亿元，同比下降 17.62%，销售费用率 56.41%，同比下降 16.94pct。管理费用 1.08 亿元，同比增长 4.85%，管理费用率 2.64%，同比下降 0.06pct。财务费用-1505.41 万元，同比下降 35.74%，财务费用率-0.37%，同比下降 0.08pct。研发费用 2.76 亿元，同比下降 15.11%，研发费用率 6.74%，同比下降 1.77pct。

海外收入持续高增，关注储备新游表现。2021 年公司面向全球市场发行的《斗罗大陆：魂师对决》《Puzzles&Survival》《叫我大掌柜》《云上城之歌》等多款游戏表现优秀，报告期内公司海外市场营业收入超 14 亿元，同比增长超 45%，营收占比超 34%。根据 Sensor Tower，凭借多款游戏在各海外市场的全线增长，公司在 22 年 1 月进入中国手游发行商全球收入 TOP6，并在 2 月、3 月稳居 TOP4。目前，公司通过自研、代理、定制等方式面向海外储备了 16 款产品，囊括 MMORPG、卡牌、SLG、模拟经营等不同品类。其中《三国：英雄的荣光》已于中国港澳台、新马等地区上线，放置 SLG《Chrono Legacy》已于美国等地区上线，根据七麦数据，SLG《Ant Legion》自 2 月上线美国地区后经不断调优近期最高进入畅销榜 65 名。新游上线贡献营收增量，未来持续关注新游后续流水表现。

《Puzzles&Survival》《云上城之歌》收入稳步增长，持续突破海外本土垄断。根据 Sensor Tower，《Puzzles&Survival》在欧美及东南亚地区收入稳步提升，在 1 月/2 月/3 月中国手游海外收入中位列第 6/5/5 名，在日本位列由本土巨头垄断的解谜 RPG 手游收入榜第 4 名，在美国等其它海外市场成为末日生存同类手游收入最高的作品。《云上城之歌》凭借深度本地化，以及此前春节主题、代言人宣发活动，在 1 月/2 月/3 月中国手游海外收入中位列第 23/16/14 名，并入围韩国手游畅销榜 TOP5，成为韩国收入最高的中国手游，在日本市场的热度也逐渐升温。经过公司多年出海经验及本地化运营经验，公司已具备因地制宜研发、运营“多点开

花”全球爆款游戏的能力，随着《Puzzles&Survival》《云上城之歌》等主力产品游戏逐步释放利润，海外出海业绩有望持续增厚。

归母净利同比高增，多款游戏进入成长期稳步贡献利润增量。与 2021Q1 新上线游戏产品数量增加带来费用与收入增长差异相比，在 2021Q1 上线的《荣耀大天使》《斗罗大陆：武魂觉醒》等多游戏在 2022Q1 进入回收期，同时存量产品生命力不断激活、海内外业务同步推进，促进 2022Q1 归母净利为 7.60 亿元，同比上升 550.80%。而 22Q1 归母净利环比有所下滑我们认为主要系 2022Q1《Puzzles&Survival》《云上城之歌》加量推广及海外新游《Ant Legion》等上线致销售费用环比增加。在公司研运一体战略和精细化运营下，已上线运营项目表现优异，产品生命周期不断延长，为公司业务的稳健发展打下坚实基础。

投资建议：公司 22Q1 业绩超预期，海外营收占比持续提升，转型成果进一步验证，22 全年新游及业绩表现可期。公司具备多年丰富研发、运营经验，《Puzzles&Survival》《叫我大掌柜》《云上城之歌》《斗罗大陆：魂师对决》等爆款产品在海内外市场保持“多点开花”态势，尤其海外游戏收入持续保持高增长，有望驱动业绩进一步增长。储备方面，公司通过自研、代理、定制等方式面向海内外储备了近三十款产品，精品化、多元化、全球化战略深化。根据公司 4 月 26 日发布的最新员工持股计划考核目标，22/23/24 年营业收入增长率不低于 15%/25%/35%（营业收入不低于 186.48/202.70/218.92 亿元），或净利润增长率不低于 15%/25%/35%（净利润不低于 33.07/35.95/38.83 亿元），建议重点关注。

风险因素：核心游戏表现不及预期；新游戏上线进度不及预期；行业政策风险；核心人才流失风险。

【机械】华荣股份(603855)公司点评报告：业绩稳定增长，新应用成长稳健(刘卓)

事件：2022 年 4 月 29 日，公司发布 2021 年年报和 2022 年一季度报告。2021 年，公司实现收入 30.27 亿元，同比增长 32.62%。公司实现归属于上市公司股东的净利润 3.81 亿元，同比增长 46.19%；2022 年一季度，公司实现营业收入 6.63 亿元，同比增长 28.68%。实现归属于上市公司股东的净利润为 0.6 亿元，同比下滑 1.21%。

点评：

2021 年业绩符合预期，疫情影响一季度短期业绩。2021 年公司实现收入 30.27 亿元，实现归属于上市公司股东的净利润 3.81 亿元。2021 年公司厂用业务收入 16.87 亿元，内贸部门收入 11.16 亿元，同比增长 23.44%。外贸部门受到疫情影响，收入为 5.71 亿元，同比略微增长。2020 年公司能源业务收入 9.53 亿元，其中矿用防爆收入 2.46 亿元，新能源 EPC 收入 6.97 亿元。专用照明业务收入 3.35 亿元，同比增长 5.09 亿元。2021 年公司主要业务均维持增长，厂用防爆器中外贸更是在整体下行态势下保持略微增长，国内业务保持较高增速。公司 EPC 业务收入增长最快，达到了 192.96%，在新能源持续发展的背景下，有望继续保持高增长；2021 年一季度，公司实现营业收入 6.63 亿元，同比增长 28.68%。实现归属于上市公司股东的净利润为 0.6 亿元，同比下滑 1.21%。一季度国内疫情比较严重，“一带一路”部分项目暂停，小批量拼箱的货物受到船期影响，同时俄乌冲突也使得俄罗斯项目推迟。

防爆行业下游拓展加速，传统下游需求仍具韧性。石油、石化、煤化等行业是防爆电器的传统下游应用，近两年受到疫情和“碳中和”等政策影响，行业市场需求有所下滑。2022 年我国确立了稳增长政策，消费等行业受到疫情严重影响，石油石化等行业或许有成长的契机。2022 年 4 月 26 日，大连市举行 2022 年二季度重大项目集中签约开工暨大连现代农业产业中心项目开工仪式，大连市今年二季度全市拟签约和新开工中石油大石化搬迁等 766 个项目，总投资 5132 亿元，防爆产品需求有望回升。白酒、粉尘等行业在国家安防防护要求提高的背景下，对防爆电器的应用需求逐渐提升，2021 年和 2022 年一季度，白酒、粉尘等行业的收入实现快速增长，份额有明显提升。

专业照明业务渐入正轨，新能源业务迈入快车道。公司以防爆电器龙头企业的品牌和制造能力切入专业照明领域，在产品质量和用户口碑上具备优势。2021 年公司成立“华荣照明有限公司”，第一期已投入使用，第二期正在筹建。公司新能源 EPC 业务受益于近年来新能源行业的需求增长，收入规模快速提升，2021 年收入达到了

6.97 亿元，预计 2022 年仍然保持高速增长。随着国内“碳达峰、碳中和”工作的推进，新能源的发展成为必然趋势，公司也将进一步扩大光伏 EPC 业务的资质，充分利用自身专业技术和专业产品，在收入和盈利能力上实现持续性突破。

盈利预测与投资评级：我们预计 2022 年至 2024 年归母净利润分别为 4.46 亿元、5.48 亿元、7.19 亿元，相对应的 EPS 分别为 1.32 元/股、1.62 元/股和 2.13 元/股，对应当前股价 PE 分别为 16 倍、13 倍和 10 倍。维持公司“买入”评级。

风险因素：宏观环境恶化；疫情恢复不及预期；石油石化行业需求不及预期。

近期电话会议提示

近期电话会议预告及回顾

表：近期电话会议预告及历史一周会议

会议主题	行业	日期	参会方式
信达 TMT 每周谈电话会议	通信/计算机	5 月 8 日（周日）	请联系对口销售
信达能源周期半月谈	能源/石化/化工/有色/地产/建材	5 月 8 日（周日）	请联系对口销售
美畅股份	电新	5 月 9 日（周一）	请联系对口销售
信达大制造周度电话会议	军工/电新/机械	5 月 11 日（周三）	请联系对口销售

资料来源：信达证券研发中心



机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瞳	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准20%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。