

2022 年 4 月 13 日 星期三

分析师推荐

【东兴机械】机床刀具行业系列报告之一：工业母机之利齿，国内企业向上突围（2022 年 3 月 31 日）

刀具制造水平的发展对机床产业发展意义重大。切削加工约占整个机械加工工作量的 90%，是机械制造行业中的最基础的环节。刀具作为工业母机的牙齿，是各类机床最重要的核心零部件之一。虽然刀具成本仅占单个零件生产成本的 1%-5%，但刀具性能的好坏将直接制约机床向高速、高精密和高效方向的发展。作为新材料产业的下游和新装备产业的上游，刀具制造业也是国家实施制造强国战略的重点布局领域，以高精度、高可靠性、高效率为特点的现代切削刀具在现代制造体系中越发挥着不可替代的关键作用。

刀具行业市场空间广阔，国内企业向上突围。上游刀具材料：硬质合金材料凭借其高硬度、高耐磨性和低成本的高性价比特点在刀具上获得更多应用，全球占比超过 60%，国内占比超过 50%。我国的硬质合金工业起步较欧美发达国家晚，通过技术引进后的长期消化吸收，行业发展水平与国外差距持续缩小，为硬质合金刀具迈向中高端奠定了基础。中游刀具行业：行业格局相对分散，但从发达国家刀具行业发展路径来看，由于刀具行业壁垒较高，最终将形成高行业集中度的格局。目前刀具市场领先梯队中国品牌较少，这是受制于我国机床生产主要还停留在中低端的技术水平。在自主可控和产业升级的大背景下，刀具行业整体逐渐迈向高端化与集中化：一方面，技术方面追赶较快，尤其在中端产品上，部分产品性价比已超越原有主导的日韩企业，国产替代进程加速；另一方面，高端化发展也带来行业壁垒的进一步提升，后续刀具行业也会越来越集中，出现少数业内龙头。下游市场空间：刀具作为机床的核心部件，在汽车、通用机械、模具、工程机械、航空航天等诸多领域均有所应用。我国机床消费量已多年连续位居全球第一，截止 2019 年我国刀具消费额 393 亿元占机床消费比重为 25%，相较发达国家每年 50%左右的比例，我国的刀具消费比例还有很大的提升空间。

对标发达国家我国机床控化率仍较低，数控化率提升利好数控刀具。对标全球发达国家，日本机床数控化率超过 90%，德国机床数控化率超过 75%，美国机床数控化率超过 80%。相比之下，近年我国机床数控化率持续提升，从 2000 年的 7.79% 提升至 2021 年的 41.11%，但较发达国家的高数控化率仍有很大提升空间。数控刀具作为数控机床的牙齿将直接受益。

投资策略：刀具作为工业母机的牙齿，将随着我国机床产业迈向高端化而获得长足发展，未来空间广阔。国内企业在攻克刀具相关技术后，产品性能紧追欧美日韩，进军中高端市场。我们持续看好刀具行业的国产替代和数控化

A 股港股市场

指数名称	收盘价	涨跌%
上证指数	3,186.82	-0.82
深证成指	11,568.17	-1.60
创业板	2,466.84	-2.25
中小板	11,582.01	-1.67
沪深 300	4,139.74	-0.96
香港恒生	21,374.37	0.26
国企指数	7,314.82	0.69

国际市场

指数名称	收盘	涨跌%
道琼斯	34,220.36	-0.26
纳斯达克	13,371.57	-0.30
标准普尔	4,397.45	-0.34
日经平均	26,843.49	1.93
富时 100	7,576.66	-0.55
德国 DAX	14,124.95	-0.48

商品货币

商品名称	收盘	涨跌%
BRENT 原油	104.93	6.55
NYMEX 原油	100.98	7.10
COMEX 铜	4.69	1.24
COMEX 黄金	1,970.30	1.13
美元指数	100.34	0.36
美元中间价	6.38	-0.07

日内提示

无

率提升逻辑，深度布局硬质合金产业链一体化且具备先进技术实力和较强产品力的中钨高新，硬质合金锯齿刀片与数控刀具双擎驱动的欧科亿和聚焦硬质合金数控刀具的华锐精密有望直接受益。

风险提示：宏观经济下行、数控机床发展不及预期、产能扩张不及预期、市场竞争加剧。

(研究员：李金锦、研究助理：祁岩；执业编码：S1480521030003、S1480121090016；电话：010-66554142、010-66554018)

【东兴传媒】美团（3690.HK）：精细打磨供应链，社区电商业务进入新征程（2022年3月23日）

2021年底，美团战略由“Food+Platform”升级为“零售+科技”，社区电商作为美团零售板块表现最亮眼的业务，有望成为公司新增长极。本篇中，我们着重探讨社区电商业务本阶段比拼核心及美团如何通过供应链升级拓宽护城河。

我们认为，社区电商行业发展分为三个阶段。第一阶段为流量获取阶段，即培养用户心智，这一阶段货品的主要竞争力在于“省”，通过打造超高性价比爆品、积累用户，同时团购降低履约成本，即传统的社区团购阶段；第二阶段为由社区团购向社区电商转型，通过供应链升级，SKU快速上升，在“省”的基础上，货品向“多”及“好”升级，建立用户粘性、拓宽护城河；第三阶段，重构供应链，升级商业模式，对传统的社区零售行业进行更完全的数字化改造。

美团等巨头加入推动行业进入第二阶段，供应链能力成为比拼核心。社区团购市场空间广阔，与下沉市场消费者适配度较高，成为巨头必争之地。巨头孵化的美团优选、多多买菜等社区团购产品具备巨大流量优势，在用户获取上并不完全依赖团长，且用户可以直接在平台上下单后去团长处提货，团长的重要性被削弱，团长佣金率大幅下降，行业商业模式也从社区团购的以团长为中心转变为社区电商的以平台为中心，行业集中度快速上升，由平台型+创业型企业充分竞争向寡头垄断型格局发展，行业进入比拼供应链能力的第二发展阶段。

美团精细打磨供应链能力，社区电商业务走入新阶段。目前行业第一梯队为美团优选、多多买菜，二者合占约2/3市场份额。凭借美团多年在小B商家端积累的优势，美团优选快速覆盖大部分市县，基本完成第一阶段。当前，美团在货、仓、物流以及业务协同等方面精细打磨供应链能力：货的方面，快速扩充SKU，通过孵化自有品牌提升产品差异化能力和商品理解力；加大仓储投入，在加工仓、冷链物流等方面布局领先；布局同城物流，完善履约

体系，为供应链能力外溢做准备；同时，美团优选、买菜和快驴设立统一职能中台、进行整合，有望对各自积累的供应链能力产生复用，从而进一步提高效率，降低成本。

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司经调整后净利润分别为-173.1、-59.9和116.2亿元，对应EPS分别为-2.82、-0.98和1.89元。看好公司供应链能力提升前景，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：电商/零售行业政策出现重大变化；仓储设施建设进度不及预期；市场竞争加剧。

(研究员：石伟晶、辛迪；执业编码：S1480518080001、S1480521070008；
电话：021-25102907、010-66554013)

重要公司资讯

1. **贵州茅台**：2022年茅台集团第二季度及全年的重点工作内容，包括推动营销体制改革、加快供应体系改革等。(资料来源：Wind)
2. **中国人寿**：一季度累计原保险保费收入约为3150亿元，同比下降2.75%。(资料来源：Wind)
3. **中国平安**：1-3月原保费收入合计2464.77亿元 同比增长1.11%。(资料来源：Wind)
4. **工商银行**：6月12日0时起暂停个人外汇买卖业务新客户签约及全部交易品种开仓交易 (资料来源：Wind)
5. **君实生物**：特瑞普利单抗用于治疗小细胞肺癌获得FDA孤儿药资格认定 (资料来源：Wind)

经济要闻

1. **央行**：为维护银行体系流动性合理充裕，4月13日以利率招标方式开展了100亿元7天期逆回购操作，中标利率2.10%。当日100亿元逆回购和700亿元国库现金定存到期。(资料来源：Wind)
2. **银保监会**：向各人身险公司下发通知，将启用人身保险产品智能检核系统。这是保险监管部门推出的首个产品智能检核系统。(资料来源：Wind)
3. **工信部**：印发《工业互联网专项工作组2022年工作计划》，文件提出，支持符合条件的工业互联网企业首次公开发行证券并上市，在全国股转系统基础层和创新层挂牌，以及通过增发、配股、可转债等方式再融资。(资料来源：Wind)
4. **国家药监局**：再次审查批准2个新冠病毒抗原检测试剂产品，截至4月12日，国家药监局已批准26个新冠病毒抗原检测试剂产品。(资料来源：Wind)
5. **IEA月报**：将2022年全球石油需求增速预测下调26万桶/日；预计2022

年全球平均石油需求为 9940 万桶/日;全球石油库存已连续 14 个月下降;
2 月份, 经合组织库存下降 4200 万桶, 至 26.1 亿桶; 需求下降、欧佩克+及其他国家的产量增加, 以及国际能源机构成员国的库存释放, 应该可以防止出现巨大的供不应求。(资料来源: Wind)

每日研报

【东兴汽车】长城汽车（601633）：产销环比改善，3月多款新车上市（2022年4月13日）

事件：长城汽车发布2022年3月产销快报，公司3月销量100,930辆，同比-8.9%。分品牌看，哈弗品牌3月销量54,544辆，同比-18.8%；WEY品牌销量4,755辆，同比+36.1%；长城皮卡销量14,264辆，同比-16.1%；欧拉品牌销量14,264辆，同比+9.3%；坦克品牌销量8,922辆，同比+78.3%。

产销环比改善，海外销量占比超10%。公司3月销量同比和环比分别为-8.9%、+42.6%，产量同比和环比分别为-5.5%、+47.2%，缺芯导致的供应不足有所缓解。3月公司海外销售新车10,535辆，同比增长30.8%，占总销量的比重超10%。

智能化带动品牌向上，2022年新车周期将延续。一季度公司智能化车型占比达84.5%，柠檬、坦克和咖啡智能三大技术品牌车型占比达70.4%。目前已经确定将于2022年上市的车型中：哈弗品牌方面，哈弗酷狗是哈弗狗类的第二款重磅车型；欧拉品牌方面，芭蕾猫、朋克猫、闪电猫将陆续上市，进一步丰富公司在纯电领域的产品矩阵；WEY品牌方面，搭载了柠檬混动DHT的摩卡DHT-PHEV于3月1日正式上市，卡位高端新能源市场，圆梦也将于年内推出；坦克品牌方面，定位中大型商务豪华越野的坦克500于3月18日上市，首批车辆预计在4月中下旬开始交付；长城皮卡方面，时尚商用皮卡金刚炮于3月22日上市，拥有汽油、柴油两种动力，两驱、四驱多种版本。公司新平台加持下的新车型拥有较强的产品力，终端消费者对公司新产品认可度较高，新车型的上市将进一步丰富公司产品矩阵。

公司盈利预测及投资评级：看好公司在2022年的新车型投放节奏，产品结构优化带动业绩提升。预计公司2022-2024年归母净利润分别为87.3、110.8和126.5亿元，对应EPS分别为0.94、1.20和1.37元。2022年4月12日收盘价对应2022-2024年PE值分别为27、21和18倍，维持“推荐”评级。

风险提示：行业缺芯缓解情况不及预期；乘用车销量不及预期；原材料价格上涨；新能源技术发展不及预期。

（研究员：李金锦、张觉尹；执业编码：S1480521030003、S1480521070004；电话：010-66554142、021-25102897）

【东兴地产】弱现实、强预期之下，博弈短期还是拥抱未来（2022年4月12日）

当前行业处在弱现实、强预期的状态。商品房销售下滑、疫情之下压力进一步凸显，更多城市限购限贷限售的放松和房贷利率的进一步下行已经逐渐成为现实性的选择。在需求收缩和预期转弱的冲击之下，供需两端都面临极大的冲击，“稳地价、稳房价、稳预期”的政策目标将面临极大挑战，市场支持力度进一步加强已经是刻不容缓。

从历史来看，地产板块走势与政策松绑相关性强，而政策面的松绑则与开发投资与房价的走势息息相关。降杠杆政策的陆续出台，加速暴露了高杠杆房企的流动性问题。供需两端多重因素的叠加，进一步推动了需求的快速下滑，销售的急剧下滑导致行业恶性循环的风险逐渐发酵，政策的关注点正从房企资金面的风险转移

到需求端的失速下滑带来的恶性循环风险。伴随着中央和部位的表态与各地放松政策的发布，市场对于政策加码的预期逐渐明朗，地产板块开始走出明显的超额收益。

短期而言，随着政策的陆续释放与支持预期的提升，这段时间行业政策氛围较为友好，市场对于民企违约风险的降低会存在较大的博弈。但诸多风险较大的低信用民企，接下来依然面临着极大的流动性压力，可能难以支撑到市场回暖的时候就会继续暴雷；而且频繁的负面消息与几乎丧失的拿地能力，也极大的损害了企业的市场声誉与未来的发展空间。我们认为，长期而言，持有高信用的房企才是更为稳健的策略。在各企业频繁暴雷的行业背景之下，在销售端，高信用房企更能获得购房者的信任；在供给端，高信用房企不断获得金融机构的融资支持，在当前的市场环境下依然拥有公开市场拿地和并购获取项目的能力。市场声誉与经营实力为未来的发展奠定了基石。

我们认为融资的优势将推动高信用房企在土地和并购市场获得优势，持续的拿地推盘能力与优质的信用背书也有望在需求回暖之时抢占先机，进一步提升市场份额。推荐万科 A，保利发展，金地集团。融资端的支持，也在满足了头部的稳健央企地产企业后，逐渐向经营稳健的民企溢出，市场对经营稳健的民企也将逐渐恢复信心，建议持续跟踪经营稳健的民营房企龙头如龙湖集团、碧桂园。

风险提示：行业政策落地不及预期的风险、盈利能力继续下滑的风险、销售不及预期的风险。

(研究员：陈刚；执业编码：S1480521080001；电话：010-66554028)

【东兴纺服】申洲国际 (2313.hk)：外部因素扰动业绩，看好未来产能提升和盈利恢复 (2022 年 4 月 2 日)

事件：公司 2021 年销售额为人民币 238.45 亿元，同比上升约 3.5%。毛利率约为 24.3%，比去年同期下跌了约 6.9 个百分点。净利润为人民币 33.72 亿元，比去年下跌约 33.7%。建议末期派息 0.57 港元，连同之前中期的派息 1.06 港元，2021 年全年的派息比率为 60.3%。

订单收入受到疫情停产影响增速有所放缓，实际接单和产能扩张符合预期。公司订单收入在 2021 年实现 3.5% 的增长，量价拆分看，人民币计的产品单价因汇率影响下降 1%，量方面同比升 4.5%。从生产量的影响因素看：1) 海运问题使得 2% 的货量交付延迟到下一年度，2) 柬埔寨、越南疫情停工的影响了 7% 的生产量，综合考虑以上因素之后公司的产量增长可达到 14%，与预期基本一致。我们认为公司的接单情况和产能扩张都是按照预期进行，外部不利因素影响了公司产能利用率和收入确认。公司在困境之下做到积极应对，展望后期公司订单收入扰动因素都在弱化。订单收入分产品和地区看，运动产品仍是增长主力，欧美订单增长强劲：1) 分产品，运动/休闲/内衣收入分别增 10.5%/5.4%/0.7%，以口罩为主的其他类产品同比减少 70%。2) 分地区，欧洲和美国市场需求强劲，增速分别为 28.6% 和 22.1%，内销维持了 3.4% 的稳健增长，收入占比 31.8% 仍是最重要地区。从产品看公司最擅长的运动品类增长强劲，从客户看，虽然国际客户在大中华区销售面临压力，但是公司国内品牌客户拓展顺利，Lululemon 等新客户合作进展顺利，未来订单需求无虞，短期关注仍在供给方面。

利润率受到多重因素影响，预计 22 上半年部分外部因素仍存，下半年恢复良好。公司的毛利率为 24.3%，同比下跌了 6.9 个百分点，股东应占溢利率为 14.1%，同比下跌了 8 个百分点。毛利率影响因素包括疫情带来的柬埔寨及越南局部停产、原材料及人工等生产成本上升及人民币汇率走强。1) 柬埔寨、越南停工影响

带来 10 亿元的额外开支，占到毛利率下降的约 50%；2）原材料及工资上涨（棉花价格涨 40%以上，棉纱价格涨 13%，人员工资平均涨 10%），除了受到棉纱等原材料价格本身的上涨，又叠加了停工导致的订单延迟生产和交付影响了价格的传导，该因素占到毛利率下降约一半。3）21 年汇率升值明显，影响收入端，对报表端的毛利率影响预计不到一个点。利润率除了毛利端，还有汇兑损失、政府补贴减少、疫情津贴增加和综合所得税率提升这些非经营事项的影响，合计影响归母净利润率约 1 个点。目前时点看，22 年初国内仍有停工因素影响，目前订单追赶完成大部分，产能利用率恢复正常，22 年上半年毛利率尚未恢复，预计下半年有较好恢复，原材料和汇率的影响随着生产正常推进对毛利率影响钝化。长期来看，21 年多重因素影响下影响了价格传导，公司本身价格传导能力并没有变化，公司未来自动化、信息化和垂直一体化的加强，使得公司仍能维持 30%的毛利率水平。

22 年柳暗花明，产能和客户开拓正常化。产能建设稳步推进，越南、柬埔寨新工厂员工的扩充顺利。越南 6000 人新工厂土建已完成、设备安装过半，招工在即；柬埔寨 1 万 8 员工的工厂目前招工 1 万 2，效率稳步提升。国内效率提升和海外招工及产能利用率恢复，综合之下 22 年的产能将有 15%左右增长。客户订单需求方面，综合 Nike、Adidas 等国际运动品牌的财报，以及目前公司接单（排产已至 Q3），原主要客户的订单需求饱满，新客户方面 22 年是申洲与 Lululemon 合作第一年，未来合作量扩大可期。我们认为，2022 年对于公司是柳暗花明的一年，客户对于申洲的垂面料开发及生产质量、交期都有很高的认可度，订单会维持饱满，更重要的是公司的生产安排方面的顺利与否，我们认为外部的不利因素都在减弱，公司对于疫情之下的排产也更有经验。看好 2022 年产能增长回到正常节奏，利润率的恢复也维持乐观判断。

公司作为全球优质供应链资源之本色未变。2021 年在各方面不利因素扰动下，公司的经营业绩遇到了上市以来最大困难。但是，公司垂直一体化生产能力在行业内依然突出，疫情带来考验也进一步强化了公司精细化管理的水平。同时，公司在 ESG 尤其是降低能耗、完善劳工权益保障方面继续做出努力，公司仍然是中国优秀制造的代表。

盈利预测与投资评级：公司目前排产顺利，因疫情停工带来的滞后订单追赶顺利，产能增长正常化可期。预计公司 2022-2024 年净利润分别为 50.97、63.82、78.40 亿元人民币，增速分别为 51.18%、25.20%、22.85%，目前股价对应 PE 分别为 25.06、20.02、16.29 倍，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：东南亚疫情超预期，人民币汇率大幅波动，原材料价格剧烈波动。

（研究员：刘田田、常子杰，研究助理：沈逸伦；执业编码：S1480521010001、S1480521080005、S1480121050014；电话：010-66554038、010-66554040、010-66554044）

【东兴金工】日新月异系列：3 月份 A 股网下打新收益回暖，次新股精选组合超额显著（2022 年 4 月 1 日）

2022 年 3 月份全市场网下打新收益回暖。3 月份 A、B、C 三类账户全市场打新收益率分别为 0.20%、0.15%、0.08%，均较 2 月份显著提高。2022 年 1-3 月 2 亿规模 A、B、C 三类账户全市场打新收益率分别为 0.53%、0.41%、0.26%，低于去年同期水平。3 月份新股上市数量和募资规模的提高，对打新收益的回升有较大的贡献。

2022 年 3 月份创业板打新收益贡献最高。2022 年 3 月，2 亿规模 A 类账户，科创板打新收益率为 0.03%，创

业板打新收益率为 0.13%，主板打新收益率为 0.03%，均较 2022 年 2 月份有所提高，但均不及 2021 年同期水平。

2022 年 3 月份新股上市数量及募资规模环比上升。2022 年 3 月份共 30 只新股上市（网下询价方式发行），募资总规模为 476.44 亿元，较 2 月份提高了 140.51%。30 只新股中，包含 13 只创业板新股、13 只科创板新股、4 只主板新股。3 月份创业板与科创板新股发行规模均高于去年同期水平。

2022 年 3 月份各板块新股上市后涨幅的平均值下降。我们根据新股上市首日（注册制）或开板日（主板）的成交均价计算新股上市的表现。从平均水平来看，2022 年 3 月份创业板上市新股首日平均上涨 39.36%，较 2 月份（42.79%）小幅回落；科创板新股首日平均上涨 11.85%，不及 2 月份平均涨幅（12.23%）；主板新股开板日平均涨幅为 100.71%，较 2 月份（110.81%）有所下降。

2022 年 3 月份注册制新股大量“破发”。2022 年 3 月份上市的 26 只注册制新股中，共 12 只新股“破发”。截至 2022 年 3 月 31 日，自询价新规实施以来已有 40 只注册制新股在上市首日出现了“破发”，其中 13 只来自创业板，27 只来自科创板，科创板新股的破发比例较高。

科创板网下初步询价账户数量下降，网下申购热度下降。从平均水平来看，科创板 3 月份上市新股网下超额认购倍数下降，参与初步询价的配售对象数量环比下降 9.04%，3 月份上市科创板新股平均有 9862 个账户参与初步询价，而 2 月份有 10842 个账户。2022 年 3 月创业板新股网下超额认购倍数的平均值继续小幅回升，参与初步询价的配售对象数量与 2 月份基本持平，3 月份上市的创业板新股平均有 9353 个账户参与初步询价。

3 月份创业板平均网下配售比例环比下降，科创板平均网下配售比例环比上升。2022 年 3 月，创业板新股平均网下配售比例环比下降，平均来看，A、B、C 三类账户网下配售比例分别为 0.044%、0.035%、0.024%。科创板新股平均网下配售比例环比上升，平均来看，A、B、C 三类账户网下配售比例分别为 0.062%、0.057%、0.042%。

3 月份科创板新股报价入围率下降，报价入围难度提升。2022 年 3 月份上市科创板新股报价入围率环比下降，平均报价入围率为 55.76%，报价入围难度提高。3 月份上市的创业板新股报价入围率环比上升，平均报价入围率 70.83%，报价入围难度下降。

2022 年 3 月次选股精选组合相对中证 1000 超额收益率为 1.01%。2019 年以来次新股精选组合表现显著好于沪深 300 指数和中证 1000 指数，年化收益率达到 20.56%，夏普率为 0.74，相对两个指数的年化超额收益率分别为 8.33%和 5.87%。从策略累计净值走势来看，次新股精选组合 2020 年上半年表现较好，随后半年间处于回撤调整阶段，2021 年以来表现抢眼。在 2019 年至 2021 年三年间，次新股精选组合表现均显著好于中证 1000 指数，在风格切换频繁的 2021 年取得显著的超额收益，策略表现整体较好。

风险提示：以上结果通过历史数据统计、建模和测算完成，在政策、市场环境发生变化时模型存在失效的风险。

（研究员：高智威、研究助理：贺争盛、赵妍；执业编码：S1480521030002、S1480121070099、S1480121060026；

电话：0755-82832012、18768114667、010-66554050)

【东兴轻工】思摩尔国际 (06969)：海外业务增长可期，加大研发投入构筑长期壁垒 (2022 年 4 月 1 日)

事件：公司发布 2021 年度业绩，全年实现收入 137.55 亿元，同比+37.42%；经调整净利 54.43 亿元，同比+39.79%。其中 2021 年下半年实现收入 68.02 亿元，同比+10.97%，环比上半年-2.18%；经调整净利 24.67 亿元，同比-4.57%，环比上半年-17.07%。

海外收入整体稳健增长，国内收入下半年环比减少。2021 年公司对海外、国内市场的销售收入分别为 90.82、46.73 亿元，同比分别+16%、+112%。其中下半年对海外、国内市场的销售收入分别为 49.66、18.36 亿元，同比分别+11%、+11%，环比上半年分别+21%、-35%。

- 海外：最大客户增长强劲，部分客户受市场环境变化冲击。2021 年公司第一大客户英美烟草 (BAT) 电子烟业务表现亮眼，主要由于市占率持续提升+行业规模增长，公司全年对其销售收入 47.23 亿元 (占海外收入的 52%)，同比+36%。公司对其他海外客户销售 (占海外收入的 35%) 有所下滑，或主要由于一次性和使用合成尼古丁的口味电子烟销售火爆，部分客户市场份额承压。此外，公司自有品牌凭借产品创新与渠道开拓，全年销售收入 11.62 亿元 (占海外收入的 13%)，同比+37%。
- 国内：行业去库存+监管政策变动，下半年销售疲软。2021 年上半年国内主要客户激进扩张门店并大规模备货，致使 Q3 去库存影响公司国内销售。11 月底至 12 月初电子烟国标与管理办法征求意见稿发布，监管政策变动或部分扰动 Q4 下游需求。

预计未来一段时间公司收入增长主要由海外市场驱动，国内市场暂时承压：

- 海外：(1) 最大客户市占率有望持续提升。BAT 的 Vuse 电子烟在美国的市占率从 2021 年 Q1 的 29.5% 逐季提升至 Q4 的 35.8%，在一次性小烟的冲击下展现出强大竞争力，同时考虑到设备端 Vuse 烟杆的占有率已达到 57.4%，Vuse 烟弹的市占率有望持续提升。(2) 监管进展或有利于大客户。PMTA 审批方面，公司代工生产的数款 LOGIC 电子烟产品近期成功获得营销许可令，看好公司代工的 Vuse Alto (占 Vuse 美国销售额的 90%以上) 未来通过审批。同时，FDA 将使用合成尼古丁的电子烟纳入监管，有利于减轻大客户竞争压力。(3) 一次性产品上市补充产品线。公司计划 2022 年向海外市场推出一一次性电子烟产品，顺应市场变化对产品线进行补充。看好公司凭借技术和制造优势在新产品上获得成功。
- 国内：监管政策变化下行业短期承压，关注中长期发展。2022 年 3 月《电子烟管理办法》修订后正式发布并将于 5 月起实施，产业上下游目前处于调整适应期，同时新增的口味禁令或将影响消费者需求，公司国内销售短期或受拖累。中长期来看，国内电子烟渗透率提升空间仍然较大，关注后续监管政策的出台和行业监管审批的情况。

下半年销售波动影响毛利率，自动化生产有助于未来降本增效。2021 年公司毛利率为 53.6%，受益于生产规模效应和产品结构变化，同比+0.7 个百分点。其中下半年毛利率为 52.3%，同比-3.1 个百分点，或主要由于国内销售承压导致相应产能的利用率下降。2021 年，公司自主研发的最新一代自动化生产线投入运营，生产效率领先全行业。未来生产自动化和智能化水平的持续提升有助于进一步降本增效。同时，自动化生产

能力有助于加深大客户合作关系。根据 BAT，2021 年自动化生产线的应用助力 Vuse 产品成本下降 22%。

持续加大研发投入巩固壁垒，奠定雾化技术应用拓展基础。2021 年公司研发费用率达到 4.9%，同比+0.7 个百分点；其中下半年研发费用率升至 6.4%，同比+3.0 个百分点。强大的研发体系是公司技术优势的重要保障。2021 年公司专利申请数量达到 3408 件（+1187 件），其中发明专利 1570 件（+605 件）。2022 年初公司发布新一代雾化解决方案 Feelm Air，在电子烟减害性、口感、能效等方面实现明显提升。

2022 年公司计划大幅增加研发费用至 16.8 亿元（同比+151%），在新型材料、创新雾化技术、雾化医疗产品等研究领域增加 5 个基础研究院，以及利用研究成果进行产品开发创新。研发费用增加短期或影响利润率，但在长期有望构筑公司在雾化技术新应用领域的技术壁垒。目前公司第一批雾化美容和雾化医疗产品按计划开发中，有望在不久的将来推向市场。

盈利预测与投资评级：预计公司 2022-2024 年经调整净利润分别为 49.57、62.94、79.80 亿元人民币，增速分别为-8.93%、26.98%、26.79%，目前股价对应 PE 分别为 18、15、11 倍，维持“推荐”评级。

（研究员：刘田田、常子杰，研究助理：沈逸伦；执业编码：S1480521010001、S1480521080005、S1480121050014；电话：010-66554038、010-66554040、010-66554044）

免责声明

以上内容均来源于东兴证券研究报告的观点。

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。