

东吴证券晨会纪要

宏观策略

2022 年 03 月 14 日

宏观周报：市场为何预期美联储加息、降息、再加息？

随着美联储 3 月加息的临近，市场已经为 2022 年美联储的快速加息做好了准备。然而，俄乌战争爆发后出现了一个奇怪的现象，即市场预期美联储在这轮加息周期中有一次小幅的降息（图 1）。正如图 1 所示，当前市场预期美联储到 2023 年底加息 8 次，然后小幅降息后再加息，而非战争爆发前所预期的相对缓慢的持续加息。

宏观月报：拿什么扭转信贷需求？

2 月下旬信贷需求即已转弱，社融增速回落至降准降息前水平。受春节效应和信贷需求减弱影响，2022 年 2 月人民币贷款仅增加 1.23 万亿元，1 月良好增长势头并未得到延续。本月企事业单位中长期贷款下滑幅度远超近三年同期水平，居民户中长期贷款罕见负增长，短期贷款占比再次上升，仅次于 2020 年 3 月疫情时期。本次央行于周五发布金融数据晚于往年同期，或是希望避免对市场形成太大干扰。我们认为海外央行货币政策收紧、地缘政治风险加剧可能是 2 月信贷需求转弯的主要影响因素，稀释了此前的宽松效果。为实现“扩大新增信贷规模”的目标，除货币政策加大宽松力度外，房地产政策进一步松绑值得期待。

策略周评：【东吴策略】市场在担忧什么？——策略周聚焦

①经历急跌估值已不是当前市场核心矛盾，哪怕跌至熊市底部，ERP 测算上证综指向下空间 10%左右。②当前 A 股整体估值处熊市底部中枢，中位数偏高，主因大盘权重股仍贵。假设疫情以来的流动性覆水全收，多数核心资产估值已回常态中枢，仅部分白酒和新能源龙头偏贵。③滞胀隐忧：俄乌冲突引发全球通胀，滞胀伤害企业盈利，警惕杀估值转为杀业绩的可能，目前核心在于全年 5.5%的 GDP 增长目标能否实现，重点关注下调 2022 年业绩预测的公司占比。④短期滞胀环境下，高股息组合占优，关注银行、地产、煤炭、化工。中长期来看，中期衰退式宽松，成长仍是全年主线，数字经济下电信运营商、IDC 制造、云计算。

策略周评：【东吴策略】结构还是仓位：大跌中的公募观察——行业风火轮

1 月公募风格偏向价值，行业偏向金融、周期，与新能源和医药为代表的成长风格偏离加大。

春节后公募基金抱团趋弱，风格向成长平衡，行业向新能源、医药集中，与上证 50 和沪深 300 为代表的价值偏离加大，行业远离金融。

3 月以来市场波动加大，公募基金始终偏向以消费为代表的价值，与新能源、医药等偏离加大。日间对比来看公募选择躺平，无明显的风格偏移。

今年以来市场宽幅调整，但公募基金仍保持高仓位运作，近期仓位虽有所下调但仍高于去年低点。

固收金工

晨会编辑 朱国广
执业证号：S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

东吴证券晨会纪要

固收周报：周观：“宽信用”进程受阻，存在降准降息空间（2022年第10期）

2022年3月8日，央行发布公告称将依法向中央财政上缴结存利润，总额超过1万亿元。我们认为此举体现了货币政策和财政政策的协同效应，不可将其简单地理解为降准，后续仍然有降准和降息的空间。（1）相对于降准的货币政策，央行上缴利润的做法更接近于“宽财政”，因此短期内对债市的影响偏利空。（2）相比于降准，上缴利润的做法对于实体经济的支持力度或更加具有直达性。（3）央行上缴利润对流动性影响不大，资金面料将保持平稳。

固收点评：天地转债：中国热转印色带龙头企业

天地转债（123140.SZ）于2022年3月14日开始网上申购：当前债底估值为63.17元，YTM为2.92%。当前转换平价为102.89元，平价溢价率为-2.81%。转债条款中规中矩，总股本稀释率9.08%。我们预计天地转债上市首日价格在116.77~130.35元之间，我们预计中签率为0.0005%。公司是中国热转印色带龙头企业。近年来公司营收持续增长，2016-2020年复合增速为5.48%。公司营业收入构成稳定，收入主要来自条码碳带的生产和销售。销售毛利率和净利率有所回落，销售费用率呈下降趋势。

行业

轻工制造行业周报：电子烟管理办法出台，关注文化纸、装饰原纸提价机会

本周五电子烟管理办法出台，较征求意见稿中新增了1）禁止调味电子烟、2）禁止零售渠道排他性经营的要求。

电气设备新能源行业周报：超市场预期销量和业绩酝酿电动车反转，欧洲光伏需求有望超市场预期

电气设备10834下跌0.56%，表现强于大盘。本周（3月7日-3月11日，下同），光伏涨2.04%，工控自动化涨0%，发电设备跌1.98%，锂电池跌4.18%，发电及电网跌4.42%，核电跌4.52%，风电跌4.63%，新能源汽车跌4.68%。涨幅前五为长城电工、电光科技、中科电气、亿晶光电、东方能源；跌幅前五为先锋电子、华友钴业、恒润股份、*ST融捷、湘潭电化。

非银金融行业周报（2022.03.07~2022.03.11）：顶层设计不断完善，看好券商板块长期发展

东吴非银推荐板块排序：证券、保险，推荐个股组合【东方财富】、【中金公司】（港股）、【中国财险】和【远东宏信】。

爆款车型的分析框架

整车板块推荐【理想汽车+比亚迪+小鹏汽车+长城汽车+吉利汽车+长安汽车+广汽集团+上汽集团+江淮汽车】，关注【蔚来汽车+小康股份】。零部件板块推荐【德赛西威+华阳集团+伯特利+拓普集团+福耀玻璃+中国汽研+爱柯迪+华域汽车】，关注【星宇股份+继峰股份+均胜电子+旭升股份】。

轻工制造行业动态点评：解析电子烟管理办法及电子烟国标，仍看好行业中长期发展

2022/3/12，国家烟草局发布《电子烟管理办法》及《电子烟国家标准（第二次征求意见稿）》，其中《电子烟管理办法》将于2022年5月1日正式执行。

通信：本周专题：聚焦两会数字经济热点，持续关注业绩高增

东吴证券晨会纪要

的细分行业龙头公司

政策强音赋能数字经济发展，数字经济新基建加快建设：政府工作报告第五次提及数字经济，数字经济的内涵和定义被不断地丰富，产业链各环节预计将充分受益。新技术支撑传统基建升级，适应数字经济发展需求：据 IDC 数据，2021 年全球以太网交换机全年收入 307 亿美元，同比增长 9.7%。以太网交换机市场的发展推动数字基础设施发展。数字经济产业链充分受益，细分方向业务景气度高：2021 年中兴通讯营收和净利润分别为 1145.22 亿元和 68.13 亿元，双创新高。中科达实现营收超过 40 亿元，同比增长超过 50%。2022 年 1-2 月，中天科技实现归属于上市公司股东的净利润 8 亿元左右，相比上个月增长 300%，营收超出预期。

汽车行业周报：3 月第一周累计批发环比+44%，看好自主崛起整车板块推荐【理想汽车+小鹏汽车+长城汽车+比亚迪+吉利汽车+长安汽车+广汽集团+上汽集团】，关注【蔚来汽车+小康股份+江淮汽车】。零部件板块推荐【德赛西威+华阳集团+伯特利+拓普集团+福耀玻璃+中国汽研+爱柯迪+华域汽车】，关注【星宇股份+继峰股份+均胜电子+旭升股份】。

医药生物行业：国内新冠抗原自测落地，关注万孚生物、东方生物等产业链

？ 本周、年初至今医药指数涨幅分别为-2.07%、-13.45%，相对沪指的超额收益分别为 2.15%、-0.62%；本周医疗器械、商业、化药等股价较为强势，医疗服务、生物制品、中药等股价较为弱势；本周涨幅居前长江健康（+61.11%）、美诺华（+46.55%）、中国医药（+38%），跌幅居前 ST 国医（-15.68%）、*ST 海医（-15.03%）、康芝药业（-13.96%）。涨跌表现特点：机构重仓的大市值公司股价较弱；新冠治疗、新冠检查成为市场热点，万孚生物、东方生物等领涨；中药板块表现较弱，也有所分化。

商业贸易行业跟踪周报：《新冠病毒抗原检测应用方案》试行：关注免税、机场、航空等疫后恢复板块

推荐标的：建议关注受益出行恢复的免税龙头中国中免，等待国际航线恢复进程持续推进的三大枢纽上海机场、北京首都机场、白云机场，和航空龙头中国国航、东方航空、南方航空等。

休闲服务行业周观察：短期防疫压力增大，坚决避免疫情规模再扩大

复苏可期，拥抱顺周期与服务消费成长。我们认为未来疫情形势仍将稳中向好，底部向上空间充分。展望 2022，疫情防控稳健伴随行业景气持续提升背景下，我们看好中期复苏带来的边际改善和业绩具有较大向上弹性的优质服务消费板块，如餐饮、酒店、景区、OTA、出境游等。

汽车行业深度报告：2022 年最大黑马或是理想汽车及其产业链！

2022 年最大黑马或是理想汽车及其产业链！理想 L9 或是 2022 年最大新能源爆款！理想 L9+ONE 正在开创【家庭用户豪华车】全新品类，爆款程度值得高度重视！这条产业链最优配置组合【理想汽车+德赛西威+爱柯迪】。其次相关零部件【拓普集团+伯特利+华阳集团+保隆科技+中鼎股份+继峰股份+沪光股份+旭升股份】等。整车板块其他个股【比亚迪+小鹏汽车+长城汽车+吉利汽车】等

化工行业 2022 年 3 月第二周周报：OPEC 声称确保原油市场供应，油价短期上行势头或将暂歇

东吴证券晨会纪要

本周化工板块宽幅下跌，跌幅略高于大市。涨幅居前的个股有云南能投、大洋生物、亿利洁能、*ST 榕泰、云天化、河北股份、北化股份、海达股份、苏州龙杰、三孚股份。云南能投是国家授权云南省唯一食盐定点生产企业，近期推出“普洱盐”符合企业发展战略，根据消费者绿色生活意识提升，增加了盐板块竞争力；绿电板块强力拉升，云南能投涵盖清洁能源，子公司风电场项目开工建设，助力企业上演涨停天花板。

食品饮料行业周报：白酒公司 1-2 月经营数据亮眼，消费税短期不会影响行业进程

我国消费税始于 1994 年税制改革，目前占比稳定。从白酒行业角度来看，消费税经历了多次改革，监管趋严，目前我国白酒消费税在生产环节开征，采用从价+从量的符合计征方式，比例税率为 20%，定额税率为 0.5 元/500g。本次工作报告并未提及消费税相关。

机械设备行业跟踪周报：重点推荐底部区间的光伏锂电设备；关注稳增长背景下销量好于预期的工程机械

光伏设备：热场龙头金博股份发布一季报业绩预告，热场单吨利润维持高位

锂电设备：二月动力电池装机同比高增，一二线电池厂进入产能高速扩张期

工程机械：2 月挖机销量同比-14%好于预期，出口维持强劲

通用自动化：制造业景气持续回升，通用设备月度数据改善

氢能设备：政策驱动氢能行业加速，关注优质“卖铲人”

2022M2 个护家具阿里电商跟踪报告

家具板块：1) 与行业持续分化的低估值龙头【顾家家居】、【敏华控股】、【欧派家居】；2) 基本面向好估值处于低位的【索菲亚】，建议关注【志邦家居】、【金牌厨柜】；3) 海运费回落、中美贸易关系边际缓和和受益的出口产业链，建议关注【乐歌股份】、【恒林股份】、【永艺股份】。学生文具短期受双减政策下终端渠道提货信心受损的冲击表现偏弱，我们预计 2021Q4 将有所修复，推荐经营稳健、回调较多的行业龙头【晨光文具】。

推荐个股及其他点评

九牧王 (601566)：男裤品类龙头，期待聚焦战略显效

公司为国内男裤第一龙头，2020 年开启“男裤专家”战略变革，确立了“打造全球最好的裤子”的品牌使命和“领跑中国男裤、成为全球裤王”的品牌愿景，以提升品牌力、产品力以及渠道力为着力点，其革新效果在 2021 年前三季度终端收入及店效的增长数据上得以体现。未来随着聚焦战略推进、公司品牌力提升，费用端有望得到有效控制，净利率水平有望逐渐回升。我们预计 2021-2023 年归母净利分别同比-22.6%/+28.8%/+18.2%，对应 PE 为 21X/16X/14X，首次覆盖给予“增持”评级。

奥康国际 (603001)：战略聚焦舒适男鞋，期待改革显效

我们预计随着新战略推进落地、公司净利率水平有望迎来修复回升。2021 年 4 月发布员工持股计划，业绩考核目标为以 2020 年为基数，2021/2022/2023 年收入增长不低于 20%/40%/60%、或净利增长不低于 50%/100%/200%。我们预计 2021-2023 年公司归母净利分别同增 65.1%/112.8%/75.3%，对应 PE 为 68X/32X/18X，综合考虑公司盈利能力（如净利率/ROE）目前

东吴证券晨会纪要

仍处低位，首次覆盖给予“增持”评级。

恒星科技（002132）：厚积薄发的金刚线潜在龙头

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2021-2023 年实现收入 34.3、80.7、97.0 亿元，同比增长 21%、136%、20%；归母净利润分别为 1.6、7.9、10.0 亿元，同比增长 33%、385%、27%。考虑公司业务结构，此处选取大业股份（钢帘线等业务为主）、美畅股份（金刚线业务为主）、合盛硅业（有机硅业务利润占比较高）为可比公司，2022-2023 年 PE 均值为 16/13 倍，公司 2022-2023 年 PE 为 10/8 倍，低于可比公司。考虑公司切入高景气赛道的金刚线业务且产能增长迅速，传统业务经营稳健，故首次覆盖给予公司“买入”评级。

今世缘（603369）：顺利实现开门红，2022 年发展将好中求快
今世缘披露 1-2 月主要经营数据公告实现营业总收入 24.5 亿元左右，同比增长 25%左右；实现归属于上市公司股东的净利润 9.4 亿元左右，同比增长 26%左右，符合市场预期，产品结构进一步优化。2022 年在差异化、高端化、全国化的推动下将继续快中求好。

瀚川智能（688022）：汽车电子设备龙头，切入换电设备迎第二增长曲线

盈利预测与投资评级：随着传统汽车电子设备业务逐步恢复，换电设备带来第二增长曲线，我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 0.7/1.7/3.2 亿元，对应 PE 分别为 73/29/15X，基于公司业绩较高成长性，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：换电站建设不及预期，汽车电子厂商资本开支不及预期，新业务开拓不及预期。

周大生（002867）：2021 业绩快报点评：归母净利同比+21%，省代模式激发渠道活力，加大黄金铺货

盈利预测与投资评级：公司是我国黄金珠宝行业头部企业，规模优势明显，品牌整体较为年轻，符合新时代消费者定位。省代模式下开店速度和黄金铺货力度明显加快，我们出于谨慎将公司 2021-23 年归母净利润从 13.1/15.7/18.9 亿元下调至 12.3/14.5/17.3 亿元，同比+22%/18%/19%，最新收盘价对应 2021-23 年 PE 为 15/13/11 倍，维持“买入”评级。

梦洁股份（002397）：实施高端品牌战略，期待改革显效

公司为国内家纺龙头，疫情爆发后经历了重大战略调整，业绩尚未完全复苏。2021 年以来积极寻求战略变革，确立了聚焦高端品牌战略，卡位竞争相对较小市场（“梦洁”品牌价格带 499-3999 元、“寐”品牌价格带 1999-4999 元，高于同行罗莱品牌 800-3000 元）。我们认为高端品牌战略有利于公司发挥优势、强化竞争力，预计 2021-2023 年公司归母净利润分别同比 11.3%/20.0%/20.7%，对应 PE 分别为 55X/45X/38X，首次覆盖给予“中性”评级。

金博股份（688598）：2022Q1 业绩预告点评：业绩大超预期，热场龙头加速扩产进入业绩释放期

盈利预测与投资评级：随着下游扩产+技术迭代，我们将公司 2022-2024 年的归母净利润预测由 6.57/8.98/11.68 亿元调整为 7.08（上调 8%）/8.98/11.68 亿元，对应当前股价 PE 为 27/21/16 倍，维持“买入”评级。

风险提示：下游资本支出不及预期；设备研发及市场开拓低于预期。

泸州老窖 (000568)：2021 年业绩快报点评：全年圆满收官，业绩表现亮眼

2021 年圆满收官，全年实现营业收入 203.8 亿元 (yoy+22.4%)，归母净利润 78.5 亿元 (yoy+30.7%)，符合市场预期。激励落地、团队士气足、销售队伍年轻化将充分为公司中长期发展蓄力。我们预计公司 2022-2023 年 EPS 为 6.70/8.33 元，当前市值对应 2022-2023 年 PE 为 31/25X 倍。

飞亚达 (000026)：2021 年业绩点评：效率改善盈利能力，疫情拖累 Q4 业绩

公司 2021 年实现营业收入 52.4 亿元，同比+23.57%，归母净利润 3.9 亿元，同比+31.87%。其中 2021Q4 实现营业收入 11.6 亿元，同比-10.78%，较 2019Q4 +20.16%

华熙生物 (688363)：2021 年年报点评：营收同增 80%+，“四位一体”推进顺利，功能性护肤增速持续强劲

公司是全球透明质酸产业龙头，原料业务稳步发展，不断向终端医疗器械、化妆品和食品等领域延伸，“四轮驱动”下一体化优势稳固。考虑 21 年公司各板块发展情况较好，我们将公司 2022-23 年归母净利润由 9.80/12.27 亿元上调至 9.81/12.32 亿元，预计 2024 年归母净利润为 15.20 亿元，当前市值对应 2022-24 年 PE 分别为 55x/44x/36x，维持“买入”评级。

三花智控 (002050)：1-2 月经营数据亮眼，利润率小幅承压
盈利预测与投资评级：受大宗涨价及海运等影响，我们下调公司 2021-23 年归母净利润分别为 16.8 亿元 (-1.7 亿元)、23.9 亿元 (-0.2 亿元)、30.2 亿元 (-0.4 亿元)，同比分别+15%、+42%、+26%，对应现价 PE 分别 37x 倍、26x 倍、20x 倍，目标价 20.1 元，对应 22 年 30 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示：家电销售不及预期，新能源汽车销量不及预期，竞争加剧

纳微科技 (688690)：2021 年年报点评：下游持续高景气度，公司进入高速发展快车道

考虑到公司迎来市场扩张和份额提升双重红利，我们将 2022-2023 年 EPS 从 0.62/0.96 元上调至 0.72/1.11 元，同时预测 2024 年归母净利润为 6.45 亿元，当前市值对应 2022-2024 年 PE 分别为 113 倍、74 倍、51 倍，维持“买入”评级。

迈为股份 (300751)：2021 年年报点评：规模效应利润增速远超收入增速，看好 HJT 时代自身 α 凸显

盈利预测与投资评级：公司作为具备先发优势的 HJT 整线设备龙头充分受益于 HJT 电池加速扩产，长期泛半导体领域布局打开广阔成长空间。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 9.19/13.99/21.69 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 64/42/27 倍，维持“买入”评级。

风险提示：新品研发不及市场预期，HJT 设备扩产不及市场预期。

亿纬锂能 (300014)：加码动力储能布局，再推员工持股计划
事件：1) 子公司亿纬动力拟在荆门投建 20gwh 方形铁锂电池、48gwh 动力储能电池项目 (18+15+15gwh)，总投资 126 亿。2) 发布第九期员工持股计划，资金规模上限 1.8 亿。3) 拟用自有资金 1.5-3 亿回购公司股票，回购价格不超过 129 元/股。

宏观策略

宏观周报：市场为何预期美联储加息、降息、再加息？

随着美联储3月加息的临近，市场已经为2022年美联储的快速加息做好了准备。然而，俄乌战争爆发后出现了一个奇怪的现象，即市场预期美联储在这轮加息周期中有一次小幅的降息（图1）。正如图1所示，当前市场预期美联储到2023年底加息8次，然后小幅降息后再加息，而非战争爆发前所预期的相对缓慢的持续加息。

为什么会出现上述预期？美联储有什么理由用短暂的降息来中断一轮快速的加息周期？我们认为是俄乌战争使市场意识到，美联储未来很可能会以一次小的经济衰退为代价来遏制通胀。

从短期来看，俄乌战争后美国通胀的风险比经济放缓更迫在眉睫。如图2所示，2022年以来美国通胀的飙升的幅度已经超过了20世纪60年代末，而俄乌战争的爆发很可能使其比肩20世纪70年代的大通胀；与之同时，由于疫情后名义利率一直保持低位，通胀的飙升导致美联储实际的政策利率在负区间进一步下行，其结果就是货币政策的宽松程度远远超过20世纪60-70年代（图3）。可见如果美联储如果不快速加息，只会进一步助长通胀，尤其是经济还叠加了供给冲击。

从中期来看，2023年美国经济的衰退是切实存在的。虽然以快速加息打击需求的方式来抑制通胀并非良策，但2022年的美联储别无选择，其直接结果就是美债的收益率曲线很可能在2023年出现倒挂。从近期美债市场的表现来看，10年-2年期的利差已不足30bp，虽然有可能在年内出现倒挂，但我们对此并不担忧，因为其在1998年6月也曾出现倒挂，但并未预见经济衰退（图4）。更值得关注的10年-3个月曲线，其自1970年以来的倒挂均预见了经济的衰退，由于其当前仍高达160bp，因此美联储至少要加息150bp以上才可能出现倒挂，这也意味着在加息6次之后，美国经济衰退的风险将显著加大。

美债收益率曲线出现倒挂后美联储还会加息吗？是的，由于供给端的问题在2022年不会明显缓解，即便加息抑制了需求，我们更新后的通胀模型预测到2022年底，美国的核心通胀仍将超过4%，通胀在这一水平上仍将打压美国消费者信心，也是美联储无法接受的。因此，美联储将无视收益率曲线的倒挂继续加息，直至经济濒临衰退。从当前的来看，市场似乎相信2023年以后美联储可以通过小幅的加息来避免衰退，但如果之后通胀风险未消，美联储仍将重回加息。

上述情景的演绎对资产配置有什么启示呢？我们认为主要的确定性是黄金。从历史来看，当美联储为跟上通胀形势持续加息直至经济走向衰退时，黄金均有良好表现。比如在20世纪70年代，美联储两次被迫应对通胀而加息直至经济陷入衰退，黄金的涨幅分别高达113%和244%，而在2017年前后美联储同时加息和缩表时，黄金也上涨了15%。因此，尽管我们在今年就旗帜鲜明地看好黄金，在即将到来的这一轮美联储加息进程中，我们预期金价将继续上涨，在未来12个月内升至2300美元/盎司。

风险提示：疫情扩散超预期，政策对冲经济下行的效果不及预期

(证券分析师: 陶川 研究助理: 段萌)

宏观月报: 拿什么扭转信贷需求?

2月下旬信贷需求即已转弱,社融增速回落至降准降息前水平。受春节效应和信贷需求减弱影响,2022年2月人民币贷款仅增加1.23万亿元,1月良好增长势头并未得到延续。本月企事业单位中长期贷款下滑幅度远超近三年同期水平,居民户中长期贷款罕见负增长,短期贷款占比再次上升,仅次于2020年3月疫情时期。本次央行于周五发布金融数据晚于往年同期,或是希望避免对市场形成太大干扰。我们认为海外央行货币政策收紧、地缘政治风险加剧可能是2月信贷需求转弯的主要影响因素,稀释了此前的宽松效果。为实现“扩大新增信贷规模”的目标,除货币政策加大宽松力度外,房地产政策进一步松绑值得期待。

市场利率揭露信贷需求情况,信贷开门红难以为继。2月下旬以来,票转贴现利率大幅下探,并与同业存单利率出现倒挂,近2周平均利差达-45bp,或和部分银行冲信贷规模有很大关系。根据央行季度末所公布的信贷需求指数来看,票转贴现利率与同业存单利差和信贷需求的强弱有着较强关联,表明信贷需求已自2月下旬再度下滑。目前美联储加息在即,欧央行也将超预期加快结束资产购买计划,对我国稳市场预期形成较大影响,更不利于我国形成资金洼地。目前我国仍保有一定降息空间,我们认为央行或将通过再贷款、降息等手段扭转市场预期、稳信贷。

结构性问题依然存在,居民信贷出现负增长。2月居民信贷出现负增长,程度仅次于2020年2月疫情时期,同时居民中长期贷款负增长更是有数据以来的首次。同时,本月信贷数据体现了稳增长的早期特点,即企业端信贷占比、短贷占比较高。近3月对公贷款占比已达81%,短贷占比也已触及32%,这一比重已接近2020年3月疫情最严重时期。分地区来看,根据央行2022年2月20日发布的地区新增社融数据,2021年4季度华北和中南部地区信贷较弱,同比增速依然处于负区间,区域间信贷规模差距再次扩大,已达3.8万亿元。总体来看,除华东和西南部地区外,其他地区的融资需求还有待提振。

政府债券将继续对社融形成一定支撑。春节效应与新增信贷规模锐减导致本月新增社融规模锐减近5万亿元,远超去年同期,2月社融增速回落至10.2%。分项来看,企业债券融资较去年同期有较大增长,同时,政府债券也对社融起到了一定支撑作用。由于2月国债到期量较大,净融资额明显下滑,政府债券对社融的支撑作用主要靠地方政府债务发力。截至3月11日,根据各省市披露的资料显示,2022年一季度专项债计划发行量约为10849亿元,远超去年同期,预计政府债务将继续对社融起到托底作用。

未来或将出台更多房地产放松政策。政府工作报告提出要“提高首贷户比重”并探索新的发展模式。目前虽未出台新发展模式的具体纲要,但结合近期郭树清提到的“做好对新市民的金融服务工作”和近期各地出台的降低房贷或是降低首付比例等房地产政策措施,未来房地产政策或将进一步放松。

风险提示：疫情扩散超预期，国内外政策超预期

（证券分析师：陶川 证券分析师：李思琪）

策略周评：【东吴策略】市场在担忧什么？——策略周聚焦

报告要点：

①经历急跌估值已不是当前市场核心矛盾，哪怕跌至熊市底部，ERP 测算上证综指向下空间 10%左右。②当前 A 股整体估值处熊市底部中枢，中位数偏高，主因大盘权重股仍贵。假设疫情以来的流动性覆水全收，多数核心资产估值已回常态中枢，仅部分白酒和新能源龙头偏贵。③滞胀隐忧：俄乌冲突引发全球通胀，滞胀伤害企业盈利，警惕杀估值转为杀业绩的可能，目前核心在于全年 5.5% 的 GDP 增长目标能否实现，重点关注下调 2022 年业绩预测的公司占比。④短期积极，更多的乐观因素在海外：冲突缓和、通胀下行、加息落地。国内乐观因素更多依靠政策进一步发力：降息降准、地产放松或高层召开企业家座谈会。⑤短期滞胀环境下，高股息组合占优，关注银行、地产、煤炭、化工。中长期来看，中期衰退式宽松，成长仍是全年主线，数字经济下电信运营商、IDC 制造、云计算，双碳转型下光伏绿电。

正文摘要

估值不是当前市场核心矛盾。①急跌后投资者情绪重挫，不断追问底部在哪里，我们做一个极端情形假设：如果跌至 A 股熊市底部，上证综指向下空间有限，ERP 测算跌幅在 10%左右。②对比熊市底部，A 股整体估值处底部中枢，中位数偏高，大盘估值仍贵，小盘估值历史底部。③流动性覆水全收，多数核心资产估值已回到常态中枢，向下空间不大，仅部分白酒和新能源龙头估值偏贵。

滞胀隐忧：从杀估值到杀业绩。①过去三个月两个宏观背景超预期：联储加息提前，俄乌冲突引发全球通胀。2 月 PPI 环比涨 0.5%，负转正，假设今年国内 PPI 维持高位，我们不得不重新考量滞胀环境下对于企业盈利的伤害。②一方面 GDP 下行造成企业收入增速承压，而由于通胀的二次抬升使得毛利整体下行，造成企业盈利受损，最终出现有杀估值向杀业绩转变。③本轮杀业绩核心在于能否实现 5.5% 的 GDP 目标，目前未看到明显业绩预测下调。若往后出现市场多数公司的业绩预期下调，对杀业绩的担忧可以适当减缓，否则还面临业绩不及预期的风险。

什么情况下会更乐观？①短期积极，更多的乐观因素在海外：冲突缓和、通胀下行、加息落地。全球对滞胀困境的担忧降低，将显著提升风险偏好。②国内乐观因素更多依靠政策：降息降准、地产放松或高层召开企业家座谈会。政府工作报告提出“扩大新增信贷规模”目标，往后货币政策需要进一步加大宽松，我们认为 3 月降息降准均有可能，另外房地产政策也可能进一步松绑。此外今年两会特别关注减税降负支持制造业投资，如果更高层召开类似于 2018 年、2020 年的企业家座谈会，将是明确的乐观信号。

配置：高股息与成长。①短期滞胀环境下，高股息组合占优，关注银行、

地产、煤炭、化工。市场大幅上涨过后的下跌和震荡盘整期，高股息策略发挥“熊市保护伞”特性，超额收益明显。②中期衰退式宽松，成长仍是全年主线，关注数字经济。中长期视角来看，国内经济处于类衰退环境，稳增长压力之下政策将继续维持宽松，伴随后续经济基本面企稳，市场悲观预期修复，风格有望重回成长。

注：本文提及今年指 2022 年，去年指 2021 年，目前/当前均为 2022/3/11。

风险提示：全球疫情蔓延风险、疫苗有效性；宏观经济增长不及预期；通胀短期大幅飙升，货币政策快速收紧；历史经验不代表未来。

（证券分析师：姚佩 研究助理：邢妍姝 证券分析师：陈李 研究助理：马浩然）

策略周评：【东吴策略】结构还是仓位：大跌中的公募观察——行业风火轮

元旦后 A 股迎来宽幅调整，大跌中公募基金操作上有何变化，风格如何选择？仓位是否下调？本期行业风火轮我们集中讨论。

1 月公募风格偏向价值，行业偏向金融、周期。东吴策略构建公募风格漂移模型跟踪基金短期风格和行业偏向。今年 1 月公募抱团加强，风格偏向以沪深 300 和上证 50 为代表的大盘价值，行业向金融和周期板块偏移，与新能源和医药为代表的成长风格偏离加大。

2 月风格向成长平衡，行业偏向医药、电新。春节后公募基金抱团趋弱，风格向成长平衡，行业向新能源、医药集中，与上证 50 和沪深 300 为代表的价值偏离加大，行业远离金融。

3 月公募风格躺平，未见结构调仓。3 月以来市场波动加大，公募基金始终偏向以消费为代表的价值，与新能源、医药等偏离加大。日间对比来看公募选择躺平，无明显的风格偏移。

最近两周公募降仓，但仍高于去年 12 月低点。今年以来市场宽幅调整，但公募基金仍保持高仓位运作，近期仓位虽有所下调但仍高于去年低点。据 wind 估算偏股混合型公募基金的股票仓位从 2/11 的 85.7% 降至 3/11 的 85.1%，但较去年 12 月 81% 的低点仍处较高水平。

风险提示：政策推进不及预期；历史经验不代表未来。

（证券分析师：姚佩）

固收金工

固收周报：周观：“宽信用”进程受阻，存在降准降息空间（2022 年第 10 期）

观点

2022年3月8日，央行发布公告称将依法向中央财政上缴结存利润，总额超过1万亿元。如何解读这一事件？此举是“宽货币”还是“宽财政”，对债券市场的走势有何指示性影响：我们认为此举体现了货币政策和财政政策的协同效应，不可将其简单地理解为降准，后续仍然有降准和降息的空间。（1）相对于降准的货币政策，央行上缴利润的做法更接近于“宽财政”，因此短期内对债市的影响偏利空。（2）相比于降准，上缴利润的做法对于实体经济的支持力度或更加具有直达性。（3）央行上缴利润对流动性影响不大，资金面料将保持平稳。

央行公布2022年2月金融数据，总体而言，信贷和社融的总量和结构均较弱，信贷“开门红”的实现有哪些现实因素的制约：2022年2月的信贷规模总共1.23万亿元，同比少增1258亿元，且中长期贷款增量占新增人民币贷款的比例大幅回落。分部门来看，贷款规模主要由企业部门贡献：（1）居民部门短期和中长期贷款均较弱，分别比2021年同期少增220亿元和4572亿元。居民贷款的规模和结构与住房的销售情况密切相关，虽然近期有房地产放松的政策，但购房者的信心恢复仍需时日。（2）企业中长贷较2021年同期少增5948亿元，企业短贷较2021年同期多增1641亿元。企业中长贷在2022年1月出现同比多增后，再次落入同比少增区间，该点可能与春节期间各项目的停滞有关，也在一定程度上表明了企业对未来经营状况的预期仍然难言乐观。

美国2月CPI同比飙升7.9%，创40年来最大涨幅，下周还将迎来美联储、日本央行和俄罗斯央行货币政策决议，应该如何看待市场后续发展：最大的关注点还是围绕通胀路径，我们认为通胀的不确定性仍然较大，但整体趋向筑顶。主要体现在大宗商品及供应链延宕两方面，两者且有共振效果。联储缩表方面，美联储当前总资产约8.8万亿美元，是2020年初（疫情前）的4.1万亿美元总资产的两倍以上，我们认为缩表不如加息对流动性的冲击来得强烈，一定程度上，确定的缩表预期，反而会缓释部分加息预期，承担回笼过剩流动性的作用。

转债市场策略：近期转债市场大幅调整，受俄乌战争局势影响，大宗商品、美债利率和美股的表现呈现阶段性特点，滞胀预期抬升导致股债双杀。随着两会临近，预计稳增长政策主线下的东数西算、人工智能、特高压等新基建领域相关标的将会迎来高增长，成长角度关注新能源汽车、绿电、半导体高景气行业标的，同时注意周期性板块的上涨机会。具体来看：1.稳增长政策利好条件下，预期高增长的新基建板块，如亨通转债、起帆转债、白电转债、润建转债、奥飞转债、九洲转2等；2.符合市场逻辑，近期景气度上扬的新能源汽车、半导体等板块需要关注，如闻泰转债、天合转债、晶科转债等；3.近期疫情反复，医药题材转债迎来上涨机会，重点关注快速检测和医药治疗方向，如万孚转债、美诺转债、塞力转债、乐普转2、昌红转债、科华转债等；4.注意周期性板块的上涨机会，如猪肉板块的金农转债、傲农转债等；5.注意复苏类题材的上涨机会，如旅游板块的众信转债、航空板块的南航转债等。

风险提示：变种病毒超预期传播；宏观经济增速不及预期；全球“再通胀”超预期；地缘风险超预期。

（证券分析师：李勇 研究助理：徐沐阳 研究助理：徐津晶 研究助理：陈伯铭）

固收点评：天地转债：中国热转印色带龙头企业**事件：**

天地转债（123140.SZ）于2022年3月14日开始网上申购：总发行规模为1.72亿元，其中38.51%的资金用于热转印涂布装备及产品技术升级项目，14.27%用于信息化和研发中心升级项目，17.56%用于安全环保升级项目，剩余29.65%的资金用于补充流动资金。

当前债底估值为63.17元，YTM为2.92%。天地转债存续期为6年，中证鹏元评级为A/A，票面面值为100元，票面利率第一年至第六年分别为：0.50%、0.70%、1.20%、1.80%、2.20%、2.50%，到期赎回价格为票面面值的112%（含最后一期利息），以6年A中债企业债到期收益率11.3276%（2022/3/11）计算，纯债价值为63.17元，纯债对应的YTM为2.92%，债底保护一般。

当前转换平价为102.89元，平价溢价率为-2.81%。转股期为自发行结束之日起满6个月后的第一个交易日至转债到期日止，即2022年09月19日至2028年03月14日。初始转股价12.47元/股，正股天地数码3月11日的收盘价为12.83元，对应的转换平价为102.89元，平价溢价率为-2.81%。

转债条款中规中矩，总股本稀释率9.08%。下修条款为“15/30、85%”，有条件赎回条款为“15/30、130%”，有条件回售条款为“30、70%”，条款中规中矩。按初始转股价12.47元计算，转债发行1.72亿对总股本和流通盘的稀释率分别为9.08%和12.32%，对股本造成的摊薄压力较小。

我们预计天地转债上市首日价格在116.77~130.35元之间，我们预计中签率为0.0005%。综合可比标的，考虑到天地转债的债底保护一般，评级和规模吸引力中等，我们预计上市首日转股溢价率在20%左右，对应的上市价格在116.77~130.35元区间。我们预计网上中签率为0.0005%，建议积极申购。

点评：

公司是中国热转印色带龙头企业。公司是一家专业从事热转印成像材料研发、生产的国家高新技术企业，目前拥有条码色带、传真色带、日期(打码)色带三大主要系列及其他多种配套产品，形成了热转印色带全系列产品。公司先后获得多项发明专利，是国内热转印色带的龙头企业，也是国际主流企业之一。

近年来公司营收持续增长，2016-2020年复合增速为5.48%。公司营业收入2016-2020年复合增速为5.48%，保持增长，2021Q1-3同比增速为33.51%。归母净利润2021Q1-3同比增速为-2.04%，净利润增速不及营收增速是因为成本端原材料价格的上涨以及期间费用的增加。

公司营业收入构成稳定，收入主要来自条码碳带的生产和销售。2016年-2020年，条码碳带收入占营业收入的比重均在90%以上，2020年，条码碳带的营业收入占比为93.05%，营业收入构成稳定。

销售毛利率和净利率有所回落，销售费用率呈下降趋势。2019-2021Q1-3，公司销售毛利率分别为29.77%、26.85%、和22.36%，销售净利率分别为6.37%、5.40%和3.73%。自2016年起公司毛利率有所回落，主要是因为

人工成本和制造费用增加导致的成本上升。

风险提示：项目进展不及预期风险、违约风险。

（证券分析师：李勇 研究助理：陈伯铭）

行业

轻工制造行业周报：电子烟管理办法出台，关注文化纸、装饰原纸提价机会

投资要点

上周行情：轻工制造板块指数下跌。2022/3/7至2022/3/11，上证综指下跌4.00%，深证成指下跌4.40%，轻工制造指数下跌4.57%，在28个申万行业中排名第15；轻工制造指数细分行业涨跌幅由高到低分别为：造纸（-3.57%）、包装印刷（-3.79%）、家用轻工（-5.98%）。

家具：梳理政府工作报告老旧小区改造带来的家居需求增量，看好整家战略下零售提速，首推索菲亚。根据历年政府工作报告，2019-2021年实际新开工改造的老旧小区分别为1.8万、4.03万、5.56万个，旧改规模和政策支持力度不断提升。按照2-3年的建设周期估算，2022年起旧改释放的需求相当于同期住宅销售套数的43%，增量贡献可期。2021Q2以来头部家居企业订单增速和地产销售数据持续分化，存量翻新需求持续验证。后续来看，稳增长下地产政策边际宽松有望加码，家具板块估值有较大修复空间。继续推荐【索菲亚】管理改善及整家战略下零售有望加速；继续推荐同时推荐整装高增龙头地位不断巩固的【欧派家居】，零售化改革的先行者，大家居路线日益清晰的【顾家家居】以及估值处于低位的功能沙发龙头【敏华控股】，建议关注【志邦家居】、【金牌厨柜】。外销方面，推荐困境反转可期，反倾销下美国产能布局稀缺性逐步兑现的【梦百合】，建议关注产能释放驱动收入高增，议价能力较强的【海象新材】。

电子烟：电子烟管理办法出台，雾芯科技披露年报。本周五电子烟管理办法出台，较征求意见稿中新增了1）禁止调味电子烟、2）禁止零售渠道排他性经营的要求。对于口味限制，我们认为：1）电子烟核心优势在于其减害属性及尼古丁带来的用户粘性，对行业需求短期有影响，但口味限制帮助行业回归替烟功能本源，带来长期良性发展；2）随着品牌对于烟草口味研发力度提升，其还原度、丰富性、体验感将有明显提升，提高烟民转换率和品牌的口味调香门槛。3）而对于存量用户，在传统烟草等产品也没有水果口味选择的情况下，电子烟的减害性、便捷度仍有较大优势，依然会有一定的客户留存率。根据美国CDC数据，在口味禁令出台前后，美国电子烟总体销量由2019年8月每月2200万支，降至2020年5月的1710万支，之后月度销量呈现恢复式增长。2019年8月-2020年5月期间，换弹式电子烟中，薄荷醇销量比例从10.7%上升至61.8%，烟草口味从22.8%上升至37.1%；一次性电子烟占雾化电子烟的销量由10.3%上升至19.8%。口味禁令短期或对需求造成一定冲击，但中长期渗透率提升的趋势将延续。渠道端看，禁止排他性经营以及电子烟并入烟草专卖许可范围的规定，或导致现有的专卖店面临大量关闭，但传统烟草渠道的补充有望大幅提升门店总数，利于渗透率的持续提升，头部品

牌有望继续保持用户数量优势和品牌优势。管理办法将在 5.1 起正式实施，关于电子烟征税管理办法未做明确规定，后续将待进一步明晰。2022/3/11，雾芯科技公布 2021 年全年业绩，2021 年公司净收入为 85.21 亿元人民币，同比+123.1%，实现 Non-GAAP 净利润为 22.52 亿元人民币，同比+181%。

造纸：纸浆价格持续上涨，推荐太阳纸业，关注装饰原纸细分龙头。截至 03 月 11 日，木浆价格 7300.9 元/吨，周环比上升 391 元/吨。双胶纸价格 6175 元/吨，周环比上升 63 元/吨。俄乌冲突加剧纸浆上涨，同时文化纸进入旺季有望延续提价行情，继续推荐纸浆自给率较高的【太阳纸业】。装饰原纸需求向好，本周华旺科技、仙鹤股份、齐峰新材均发布提价函，有望保持较高的盈利能力，建议关注【华旺科技】、【仙鹤股份】。

风险提示：限电政策影响产能，原材料价格波动，中美贸易摩擦加剧等。注：全文除特殊标注外，其余货币均为人民币。

（证券分析师：张潇 证券分析师：邹文婕）

电气设备新能源行业周报：超市场预期销量和业绩酝酿电动车反转，欧洲光伏需求有望超市场预期

电气设备 10834 下跌 0.56%，表现强于大盘。本周（3 月 7 日-3 月 11 日，下同），光伏涨 2.04%，工控自动化涨 0%，发电设备跌 1.98%，锂电池跌 4.18%，发电及电网跌 4.42%，核电跌 4.52%，风电跌 4.63%，新能源汽车跌 4.68%。涨幅前五为长城电工、电光科技、中科电气、亿晶光电、东方能源；跌幅前五为先锋电子、华友钴业、恒润股份、*ST 融捷、湘潭电化。

行业层面：电动车：中汽协：2 月新能源汽车销量 33.4 万辆，同环比 +184%/-23%；乘联会：2 月新能源乘用车销量 31.7 万辆，环比下降 24.1%；2 月中国动力电池产量装机量分别为 32 和 14Gwh，同比+232%/145%，环比+7%/-16%；国产特斯拉再涨价，高配 Model 3 及 Model Y 均涨 1 万元；2022 政府工作报告：继续支持新能源汽车消费；中创新航发布招股说明书，21 年出货量 10gwh，22-23 年有效产能扩至 25/55gwh；Rivian 宣布在标准续航车型上使用 LFP 电池；俄乌局势波及锂电领域，镍价单日翻倍；金属钴报价 57.3 万元/吨，本周+3.8%，镍报价 23.16 万元/吨，本周+21.4%，锰报价 3.31 万元/吨，本周-11.5%，金属锂报价 298 万元/吨，本周+6.4%，电池级碳酸锂报价 51.75 万元/吨，本周+2.0%，氢氧化锂报价 48.19 万元/吨，本周+6.6%，电解液报价 11.5 万元/吨，本周-4.2%，六氟磷酸锂报价 53.5 万元/吨，本周-3.6%，EC 碳酸乙烯酯报价 1.25 万元/吨，本周-13.8%，三元 523 型前驱体报价 15.7 万元/吨，本周+10.2%，硫酸镍前驱体报价 5.55 万元/吨，本周+33.7%，磷酸铁正极报价 13.85 万元/吨，本周+3.7%，三元 622 型正极报价 38.5 万元/吨，本周+2.7%，三元 811 型正极报价 40.75 万元/吨，本周+3.3%，磷酸铁锂正极报价 16.45 万元/吨，本周+2.5%。新能源：国家能源局：推动首批 1 亿千瓦规模风电光伏基地项目尽快建成投产；硅片龙头报价逼近 2021 年高点，光伏需求淡季不淡；加大储能领域部署，2021 年我国储能电池产量增长 146%；中国计划在戈壁沙漠建设 4.5 亿千瓦风电光伏基地；国家能源局关于开展全国主要流域可再生能源一体化规划研究的通知；储能补贴 0.3 元/度，补贴 3 年！首

个大型风光基地建设指引：对建设 4h 以上储能的企业，允许配建储能 4 倍风光项目；隆基、晶澳、环晟、晶科、天合预中标华电 15GW 组件采购；晶澳科技 50 亿元定增获批，将用于硅片以及 HJT 电池中试线产能建设；本周单晶硅料 249 元/kg，环比持平；单晶硅片 166/182/210mm 报价 5.5/6.65/8.86 元/片，环比持平/+1.53%/+1.26%；单晶 PERC166 电池报价 1.11 元/W，环比持平；单晶 PERC 组件报价 1.84 元/W，环比持平；玻璃 3.2mm/2.0mm 报价 26/20 元/平。

公司层面：隆基股份：1) 与曲靖市政府签订曲靖（二期）项目补充协议，单晶硅片规模由年产 20GW 变更为 30GW，单晶硅棒维持年产 20GW 不变。2) 拟向 2484 名激励对象授予限制性股票和股票期权，合计不超过总股本的 0.69%。解锁目标为以 2020 年为基数，22 年/23 年/24 年营收增长率不低于 80%/120%/175%。亿纬锂能：1) 亿纬动力拟与荆门高新区管委会签订《合同书》，分别在荆门高新区投资建设 20GWh 方形磷酸铁锂电池项目、48GWh 动力储能电池项目，投资总额约为 126 亿元。2) 拟实施第九期员工持股计划，向不超过 3300 名员工发行不超过 239.52 万股股票，占总股本的 0.13%。天赐材料：2022 年 1 至 2 月，实现营收 33 亿元左右，同增 260%左右；归母净利 8.6 亿元左右，同增 470%左右。通威股份：2022 年 1 至 2 月，实现营业收入 160 亿元左右，同增 130%左右；归母净利 33 亿元左右，同增 650%左右。宏发股份：2021 年实现营收 100.23 亿元，同增 28.18%；归母净利 10.57 亿元，同增 26.96%；扣非净利润 9.16 亿元，同增 32.02%。迈为股份：2021 年实现总营收 30.95 亿元，同增 35.44%；归母净利 6.43 亿元，同增 62.97%；扣非净利 5.97 亿元，同增 76.35%。华友钴业：截止目前尚未出现被强制平仓的情况。当升科技：1) 业绩快报，2021 年实现总营收 83.75 亿元，同增 163.07%；归母净利 10.91 亿，同增 183.54%；扣非后归母净利 8.24 亿元，同增 238.37%。2) 2022 年 1-2 月，实现营收 23.48 亿元左右，同增 202.21%左右；归母净利 2.30 亿元左右，同增 113.91%左右。三花智控：1) 发布业绩快报，2021 年实现总营收 159.71 亿元，同增 31.88%；归母净利 16.82 亿元，同增 15.02%。2) 2022 年 1 至 2 月，实现营业总收入 30.6 亿元左右，同增 40%左右；归母净利 2.9 亿元左右，同增 30%左右。星源材质：2022 年 1 至 2 月，实现营业收入约 4.25 亿元，同比增长约 60%；归母净利约 0.95 亿元，同增约 160%。晶澳科技：拟斥资 100 亿在曲靖投建绿色光伏新能源基地，包括规模不低于 10GW 高效太阳能电池和 5GW 组件的制造基地及新能源电站项目。天合光能：1) 子公司天合电力拟在临泽县投资建设临泽天海 200MW/400MWh 共享储能电站项目，主要建设 200MW/400MWh 共享储能电站一座，输出线路及相关配套设施。2) 公司自主研发的 210 mm × 210 mm 高效 i-TOPCon 电池，经认证，最高电池效率达到 25.5%，创造了大面积产业化 n 型单晶硅 i-TOPCon 电池效率新的世界纪录。林洋能源：全资子公司 ELGAMA 公司确认中标 PGE 公司的智能电能表招标项目，预估中标金额 7646.6 万兹罗提，折算成人民币为 1.08 亿元。

投资策略：2 月国内电动车销量再超市场预期达到 33 万辆，同环比 +184%/-23%，我们预估 3 月 45 万+，Q1 销量将超 120 万辆+，我们认为全年 600 万辆+（同增 70%）已没有悬念，而市场预期仅 500-550 万；欧美 2 月环比小幅增长符合市场预期，我们预计 3 月明显回升，全球 1000 万辆+（同增 60%），我们强调需求核心驱动是众多新车型和电动化的消费习惯的转变。而供给方面，碳酸锂快速突破 50 万元/吨后，上周涨幅已明显放缓，锂电正极厂商库存普遍下降至 1 个月左右，磷酸铁锂更短，镍价暴动则仅是短期博弈现象，3 月排产总体环比 1 月增长 5-10%，隔膜、石墨化等供应紧张，我们观察到，对于销量和供给的担心已久，销量的

持续超市场预期和靓丽 1-2 月业绩已开始增强市场的信心，估值回调至 15-40X 已是底部下限，强烈看好电动车板块超跌反转，强推各环节龙头。光伏 2022 年需求大年，1 月国内分布式尤其是户用近 3GW 超市场预期，能源价格上涨欧洲光伏需求将超市场预期，欧盟上调 2030 年累计装机至 1TW 中期更乐观，总体 Q1 排产环增超市场预期，Q2 需求旺盛，组件盈利好转、硅料业绩喜人、逆变器盈利有望逐步修复，2022 年装机 240-250GW，近 50% 增长，其中国内我们预计 90GW 左右，同增 65%+，持续看好组件、逆变器环节，以及优质龙头。工控国产替代持续，景气度 21 年 12 月开始有所回暖，1&2 月龙头订单增长超市场预期，龙头强者恒强，建议重点布局。电网投资我们预计稳中有增，新型电力系统带来结构性机会，重点将聚焦在网架建设、配网智能化、数字化、抽水蓄能等方向。风电抢装后成本大幅下降，出口开始具备竞争力，国内碳中和背景下有望稳健发展。

重点推荐标的：宁德时代（动力电池全球龙头业绩大超市场预期、优质客户、领先技术和成本优势）、亿纬锂能（动力锂电渐成龙头、电子烟提供支撑）、恩捷股份（湿法隔膜全球龙头、盈利能力强）、容百科技（高镍正极龙头、产能释放高增可期）、天赐材料（电解液&六氟龙头、新型锂盐领先）、汇川技术（通用自动化需求逐步回暖、动力总成全面突破）、隆基股份（单晶硅片和组件全球龙头、综合实力强）、璞泰来（负极全球龙头、隔膜涂敷龙头）、德方纳米（铁锂需求超市场预期、盈利拐点）、科达利（结构件全球龙头、优质客户放量高增可期）、天奈科技（碳纳米管导电剂龙头，进入上量阶段）、阳光电源（逆变器全球龙头、储能前瞻布局）、天合光能（210 组件龙头、户用系统爆发）、比亚迪（电动车销量持续超市场预期、刀片电池外供加速）、锦浪科技（组串式逆变器龙头、业绩高增长）、晶澳科技（一体化组件龙头、2022 年利润弹性可期）、固德威（分布式逆变器高增长，储能业务发力）、通威股份（硅料和 PERC 电池龙头、盈利超市场预期）、禾迈股份（微逆龙头出货有望连续翻番、美国市场开始放量）、福斯特（EVA 和 POE 龙头、感光干膜上量）、华友钴业（钴盐龙头、正极前聚体龙头）、宏发股份（新老继电器全球龙头、2021 年超市场预期）、中伟股份（三元前聚体全球龙头、客户优质快速扩产）、新宙邦（电解液龙头、氟化工上量）、国电南瑞（二次设备龙头、电力物联网受益）、当升科技、欣旺达、诺德股份、福莱特、思源电气、星源材质、三花智控、大全能源、九号公司、雷赛智能、爱旭股份、金风科技、中信博。建议关注：晶科能源、赣锋锂业、天齐锂业、中科电气、贝特瑞、嘉元科技、中环股份等。

风险提示：投资增速下滑，政策不及市场预期，价格竞争超市场预期

（证券分析师：曾朵红 研究助理：岳斯瑶）

非银金融行业周报（2022.03.07~2022.03.11）：顶层设计不断完善，看好券商板块长期发展

投资要点

行业总体观点及推荐：券商：政策频出，看好券商板块长期发展。①推动券商和资本市场建设的一系列政策（保险资金、收益互换新规、综合账户以及全面推行注册制）陆续出台，利好 FICC、财富管理及大投行产

产业链。②长期盈利中枢确定性抬升：财富管理业务持续增长，渠道、产品和投顾均深度受益；衍生品规模保持较快增长，新产品陆续推出叠加制度持续规范，FICC 构成核心增量；多层次资本市场建设加速科创板和北交所带来新增量，同时注册制改革也带来存量业务制度红利。③券商基本面和政策面与估值形成较大反差，券商盈利持续创新高，相对 ROE 已经接近前期牛市（2015~2016 年）水平，但其估值仍处于历史估值底部 1/4 分位，我们看好券商长期配置价值。保险：利率企稳，估值修复在即。①财险车险、非车同频共振，竞争格局企稳，龙头险企优势扩大。车险综改一年后，保费收入同比增长情况已获明显改善，同时，非车险保费持续高增；中长期，规模效应将得以进一步强化，龙头险企有望凭借其在费率、渠道、品牌等方面的优势，进一步扩展盈利空间，强化竞争壁垒。②寿险负债端短期因行业供需矛盾，负债端压力显著。投资端利率企稳背景下，房地产“政策底”确立，为保障房地产稳健发展，房地产融资条件放松迹象显现，险资房地产投资风险缓释。长期来看，伴随渠道转型推进、人口老龄化趋势和“健康中国”战略要求，寿险行业面临深刻重构：险企医养生态的逐步形成配合康养需求的日益旺盛，驱动行业走向发展与增长的良性循环，有望推动行业资产、负债两端的趋势性改善。东吴非银推荐板块排序：证券、保险，推荐个股组合【东方财富】、【中金公司】(港股)、【中国财险】和【远东宏信】。

行业重要变化及点评：1）证监会、财政部联合推新规，解决民事赔偿责任“优先落实难”。我们认为：《规定》是践行以人民为中心的发展思想，健全证券民事赔偿制度体系，为全面实行股票发行注册制提供更加坚实法治保障的重要举措，对于解决民事赔偿责任优先落实难问题，切实保护投资者合法权益具有重要的现实意义。2）证监会原副主席姜洋：我国资本市场已具备全面实行股票发行注册制的条件。我们认为：全面注册制将建立一个能与全球通行规则接轨的资本市场，有助于提升 A 股市场的吸引力，尤其是具备全球市场竞争力、有关键技术、研发能力较强的企业，有望在全面注册制背景下实现 A 股上市；但全面推广注册制的关键是如何进一步完善相关体制和机制，使得注册制能够得以有效实施。

风险提示：1）宏观经济不及预期；2）政策趋紧抑制行业创新；3）市场竞争加剧风险。

（证券分析师：胡翔 证券分析师：朱洁羽 研究助理：毕思琦）

爆款车型的分析框架

自上而下维度：爆款养成三大条件——天时（符合时代消费习惯）&地利（诞生于创新型组织）&人和（自身定位清晰且持续迭代）。天时：爆款产品属性特征符合消费时代的用户群体倾向，当前国内即为第二向第三消费社会过渡阶段所呈现的用户对个性差异化的感性消费的追求。地利：爆款诞生的组织特征：1）扁平化组织没有大企业病。2）系统性工程也是一把手工程。3）科学与艺术能够很好结合。好的产品经理非常稀缺性，某种程度上好的产品经理是无法复制的。4）技术持续迭代能力非常强。人和：爆款必须具备清晰明确的产品定位和目标人群规划，保证产品有效竞争；并且不断对产品进行迭代升级，保证生命力旺盛。

自下而上维度：爆款养成三大阶段——基本性（确定价格区间，初步定位产品市场）&针对性（明确细分定位，基本锁定用户群体）&升华性（增加不同配置，升华产品差异化亮点），三大阶段呈现金字塔式结构，逐步精准聚焦核心圈层用户。第一阶段比较基础，聚焦产品目标价格区间；第二阶段相对更为关键，考察主机厂对于产品、市场和用户的理解。10万元以下群体更关注性价比，10~20万元更关注性价比&空间；20~30万元更关注外观&空间；30万元以上更关注外观&空间&智能化等。第三阶段即是供给端对市场的投入和需求端竞争的激烈程度的体现，成熟市场中玩家以堆砌性价比，展现硬核产品力的方式进行竞争。

盈利预测与投资建议：汽车板块回调已充分，坚定看好2022年汽车投资机会，建议超配！1）芯片Q2有望继续缓解+政策托底经济+刚性需求释放，国内乘用车交强险数据有望Q2同比实现持续转正，Q3转正幅度继续提升。2）新能源汽车提价带来的需求观望市场反应已充分，Q2有望订单和交付恢复。3）各家自主品牌积极推动海外战略，出口将持续进入高速增长通道。整车板块推荐【理想汽车+比亚迪+小鹏汽车+长城汽车+吉利汽车+长安汽车+广汽集团+上汽集团+江淮汽车】，关注【蔚来汽车+小康股份】。零部件板块推荐【德赛西威+华阳集团+伯特利+拓普集团+福耀玻璃+中国汽研+爱柯迪+华域汽车】，关注【星宇股份+继峰股份+均胜电子+旭升股份】。

风险提示：芯片短缺恢复不及预期；电动化/智能化技术进步低于预期。

（证券分析师：黄细里 研究助理：杨惠冰）

轻工制造行业动态点评：解析电子烟管理办法及电子烟国标，仍看好行业中长期发展

投资要点

事件：2022/3/12，国家烟草局发布《电子烟管理办法》及《电子烟国家标准（第二次征求意见稿）》，其中《电子烟管理办法》将于2022年5月1日正式执行。

重点差异梳理：1）明确禁止销售除烟草口味以外的调味电子烟，允许添加的调味剂种类有所减少；2）新增要求：不得排他性经营上市销售的电子烟产品；3）明确禁止举办电子烟展会、论坛等；4）电子烟企业上市需经国家烟草局审查同意；5）国家烟草局将下达烟叶、复烤烟叶、烟丝等烟草专卖品的购销计划；6）删除关于外商投资需经审查的要求、关于征税的表述以及关于免税电子烟的相关表述。

调味禁令：短期有扰动，但中长期仍看好替烟属性下渗透率的提升。两大核心因素值得关注：1）烟草口味的丰富度和体验感将不断提升。例如悦刻已推出包含八种烟草口味的一溪云系列，可还原多种传统卷烟风味。2）减害属性是电子烟的核心优势。从增量用户角度看，烟草口味的不断丰富，对于转化老烟民有更加积极的作用。从存量用户角度看，核心需求是尼古丁的摄入，水果口味是锦上添花，在传统卷烟等其他产品也没有水果口味选择的情况下，我们认为存量用户将有较高的留存率。美国口味禁令后，2019年8月至2020年5月期间，换弹式电子烟中，薄荷醇销量比例从10.7%上升至61.8%，烟草口味从22.8%上升至37.1%。电子

烟总体销量降幅有限，由 2019 年 8 月每月 2200 万支，降至 2020 年 5 月的 1710 万支。

渠道端：现有专卖店布局或受影响，但渠道总数或大幅提升，头部品牌有望延续优势。明确不得排他性经营，未来电子烟门店或以集合店、电子烟+传统卷烟形式存在。此外，电子烟不设单独的专卖许可，而是并入烟草专卖许可证范围，意味着：1) 大量的传统卷烟渠道有望转化为电子烟渠道。拥有烟草专卖许可的传统卷烟渠道可申请增加电子烟销售，消费者可以更便捷地购买电子烟产品，对于培养使用习惯、提升渗透率或有积极作用。2) 现有电子烟门店或面临大量关闭。电子烟门店需要满足传统卷烟区位限制（如商场、学校周边等）和距离限制，我们预计大量的门店将面临关闭或重新择址。头部品牌现有的渠道布局或受影响，但有望凭借用户群体数量优势、品牌优势覆盖更多的传统烟草零售渠道。此外，正式管理办法中强调了对于知识产权的保护，对于头部品牌份额提升有较为积极作用。

其他要点：1) 税收：删除相关表述，静待后续细则。我们认为电子烟征税是大势所趋，但涉及法律修订需要一定时间。2) 零尼古丁产品是否受监管尚待明确。国标（二稿）中对电子烟的定义为“用于产生气溶胶供人抽吸等的电子传送系统”（原表述为“烟碱电子传送系统，用于产生含烟碱的气溶胶供人抽吸”）；但同时说明“雾化物应含有烟碱”。3) 尼古丁：延续仅允许提取尼古丁的规定，并明确烟叶等原材料实行购销计划制，但对于进口的表述从“审查批准”修改为“提报需求”。

投资建议：行业走向合法化、规范化，短期市场规模或受政策落地扰动，但中长期渗透率有望持续提升。推荐回调后估值性价比凸显的【思摩尔国际】；建议关注产业链布局较广泛的【劲嘉股份】；国内雾化品牌龙头【雾芯科技】。

风险提示：政策管控力度超预期，PMTA 审核标准变化，行业竞争加剧，产品质量风险等。

（证券分析师：张潇 证券分析师：邹文婕）

通信：本周专题：聚焦两会数字经济热点，持续关注业绩高增的细分行业龙头公司

投资要点

本周策略观点：1、政策强音赋能数字经济发展，数字经济新基建加快建设：政府工作报告第五次提及数字经济，反映出我国更加重视数字经济的发展，数字经济的内涵和定义被不断地丰富和具体化，产业链各环节预计将充分受益。2、新技术支撑传统基建升级，适应数字经济发展需求：据 IDC 最新数据，2021 年全球以太网交换机全年收入 307 亿美元，同比增长 9.7%。全球 SP 路由器全年收入为 159 亿美元，同比增长 6.5%。以太网交换机市场的发展推动数字基础设施发展，助力数字新基建，适应数字经济发展需求。3、数字经济产业链充分受益，细分方向业务景气度高：2021 年中兴通讯营收和归母净利润分别为 1145.22 亿元和 68.13 亿元，双创新高。中科创达实现营收超过 40 亿元，较 2020 年同比增长 57.04%。2022 年 1-2 月，中天科技实现归属于上市公司股东的净利润 8 亿元左右，

同比增长 300%左右，营收超出投资者预期。

行业前瞻：2022 年慕尼黑上海光博会（2022.3.23-2022.3.25）

重点推荐（已覆盖）：美格智能、淳中科技、中兴通讯、中国电信、朗新科技、海兰信、兴森科技、威胜信息、英维克、中科创达、天孚通信、华工科技、海能达、中国联通。

推荐（已覆盖）：运营商：中国电信、中国联通；5G 主设备：中兴通讯、烽火通信、海能达；能源信息化：威胜信息；新能源配套：英维克、佳力图；光模块：天孚通信、华工科技、中际旭创、光迅科技；PCB：兴森科技；光纤光缆：烽火通信；物联网/车联网：中科创达；IDC：奥飞数据、光环新网；网络可视化：中新赛克；5G 行业专网：海能达；云计算/边缘计算：优刻得；城市数字化转型相关：科大讯飞。

建议关注（未覆盖）：大数据产业：慧辰股份、每日互动、博睿数据、东方国信；运营商：中国移动；服务器/路由器/交换机：紫光股份、星网锐捷、浪潮信息；能源信息化：恒华科技；新能源配套：欧陆通、科创新源、科信技术；光模块：新易盛、剑桥科技、光库科技、博创科技；IC 载板/PCB：深南电路、胜宏科技、崇达技术；光纤光缆：亨通光电、长飞光纤；物联网/车联网：广和通、移远通信、和而泰、拓邦股份；IDC：海兰信、宝信软件、杭钢股份、沙钢股份、城地股份、立昂技术、世纪互联、万国数据；北斗：振芯科技、欧比特、航天宏图、华测导航；碳中和：中天科技、科士达；城市数字化转型相关：海康威视、大华股份、万集科技、佳都科技、万通发展、中电兴发；低轨卫星：中国卫星、中国卫通、海格通信、和而泰、华力创通、欧比特、杰赛科技、康拓红外、天银机电、亚光科技、上海沪工、星宇网达；高清视频：兴图新科；云计算/边缘计算：网宿科技；量子信息产业：国盾量子；小基站：上海瀚讯、震有科技；铁塔：中国铁塔；全国一网：歌华有线、广电网络；工业互联网：工业富联；大数据：每日互动、慧辰资讯；线上教育：世纪鼎利、立思辰；天线射频：通宇通讯、硕贝德、世嘉科技；散热：中石科技；UWB：浩云科技。

市场回顾：本周（2022 年 3 月 7 日-2022 年 3 月 11 日，下同）通信（申万）指数下跌 3.60%；沪深 300 指数下跌 4.22%，行业跑赢大盘 0.62pp。东吴通信优选指数近期表现：本周下跌 5.15%，年初至今下跌 16.63%，跑输通信申万指数 8.62pp。

风险提示：运营商收入不及预期；政策扶持力度不及预期；5G 产业进度不及预期；5G 网建进度不及预期。

（证券分析师：侯宾 研究助理：姚久花）

汽车行业周报：3 月第一周累计批发环比+44%，看好自主崛起

投资要点

每周复盘：本周涨跌幅排名第 17，SW 乘用车 PE 处于 90%历史分位。SW 汽车下跌 4.8%，跑输大盘 0.8pct。SW 乘用车、SW 汽车零部件、SW 商用载货车、SW 商用载客车、SW 汽车服务均呈下降形态。申万一级 28 个行业中，本周汽车板块排名第 17 名，排名居中。估值上，自 2011 年

以来，SW 乘用车的 PE/PB 分别处于历史 90%/90%分位，分位数环比上周-2pct/-2pct；SW 零部件的 PE/PB 分别处于历史 61%/52%分位，分位数环比上周-5pct/-6pct。横向比较，乘用车板块估值在 PE 方面高于白色家电低于白酒，PB 方面低于白色家电和白酒；汽车零部件板块估值在 PE 和 PB 方面均低于计算机高于传媒。（本周具体指 2022.03.05~2022.03.12，下同，文中月份/季度前未注明年份者均默认为 2022 年本年度）

景气跟踪：芯片短缺持续改善，零售环比上行；企业&渠道补库。乘联会口径，3 月 1-6 日乘用车零售日均销量 37,125 辆，同比-13%，环比+42%；3 月第一周累计乘用车零售日均销量 37,125 辆，同比-13%，环比+42%；3 月 1-6 日批发日均销量 39,839 辆，同比-21%，环比+44%；3 月第一周累计乘用车批发日均销量 39,839 辆，同比-21%，环比+44%。狭义乘用车 2 月产量 149.2 万辆，同比+31.4%，环比-27.0%；批发销量 145.5 万辆，同比+26.9%，环比-32.6%。；2 月行业交强险 111.55 万辆，同环比分别为 -10.76%/-48.83%。库存：2 月乘用车行业整体企业库存+3.7 万辆，渠道库存+19.3 万辆。

重点关注：原材料价格小幅上涨。根据我们自建乘用车原材料价格指数模型，以玻璃、铝材、塑料、天胶、钢材等五大原料价格指数加权，本周（03.07-03.11）环比上周（02.28-03.04）乘用车总体原材料价格指数+2.30%，玻璃、铝材、塑料、天胶、钢材价格指数环比分别+2.24%/-2.22%/+4.13%/+0.13%/+2.83%。

投资建议：汽车板块回调已充分，坚定看好 2022 年汽车投资机会，建议超配！1）芯片 Q2 有望继续缓解+政策托底经济+刚性需求释放，国内乘用车交强险数据有望 Q2 同比实现持续转正，Q3 转正幅度继续提升。2）新能源汽车提价带来的需求观望市场反应已充分，Q2 有望订单和交付恢复。3）各家自主品牌积极推动海外战略，出口将持续进入高增长通道。整车板块推荐【理想汽车+小鹏汽车+长城汽车+比亚迪+吉利汽车+长安汽车+广汽集团+上汽集团】，关注【蔚来汽车+小康股份+江淮汽车】。零部件板块推荐【德赛西威+华阳集团+伯特利+拓普集团+福耀玻璃+中国汽研+爱柯迪+华域汽车】，关注【星宇股份+继峰股份+均胜电子+旭升股份】。

风险提示：芯片短缺影响超出预期，乘用车价格战超出预期。

（证券分析师：黄细里 研究助理：杨惠冰）

医药生物行业：国内新冠抗原自测落地，关注万孚生物、东方生物等产业链

投资要点

本周、年初至今医药指数涨幅分别为-2.07%、-13.45%，相对沪指的超额收益分别为 2.15%、-0.62%；本周医疗器械、商业、化药等股价较为强势，

医疗服务、生物制品、中药等股价较为弱势；本周涨幅居前长江健康（+61.11%）、美诺华（+46.55%）、中国医药（+42%），跌幅居前 ST 国医（-15.68%）、*ST 海医（-15.03%）、康芝药业（-13.96%）。涨跌表现特点：机构重仓的大市值公司股价较弱；新冠治疗、新冠检查成为市场热点，万孚生物、东方生物等领涨；中药板块表现较弱，也有所分化。

抗原自测模式有望逐步开始推行，需求空间大：在本次香港疫情中，由于 PCR 检测能力有限，国家已开始抗原自测的试点工作，未来较大概率参照香港试点结果和海外经验在全国范围推行抗原自测模式。借助香港试点经验，国内方案有望快速推进。3 月 12 日国家已批准首批 5 款抗原自测试剂盒完成应用变更。抗原检测适用于潜伏期和急性期，对尽早发现有重要意义，国产新冠抗体检测的精准度在海外得到验证，未来新冠抗原自测有望在国内大范围推广。

君实生物注射用 JS107 获批临床，豪森药业抗 CD19 抗体新药在中国获批，中国药研 NIP003 片获批临床，昂利康替格瑞洛片获批注册：君实生物注射用 JS107 临床试验申请于 3 月 11 日获批准，用于治疗晚期恶性实体瘤；3 月 11 日，NMPA 官网最新公示，伊奈利珠单抗注射液已获批上市，用于治疗视神经脊髓炎谱系疾病患者；3 月 9 日，华润医药旗下中国药研新一代抗凝剂 NIP003 片于近日取得 NMPA 签发的《药物临床试验批准通知书》，获准用于预防动静脉血栓的临床试验；3 月 9 日，昂利康替格瑞洛片于近日收到 NMPA 签发的《药品注册证书》，用于急性冠脉综合征患者或有心肌梗死病史且伴有至少一种动脉粥样硬化血栓形成事件高危因素的患者。

具体配置思路：1）中药领域：建议关注佐力药业、济川药业、太极集团，推荐片仔癀等；2）仿制药 CXO 领域：推荐百诚医药，建议关注阳光诺和等；3）创新药及产业链领域：推荐九洲药业、药明康德、凯莱英等；4）BIOTECH 类创新药：推荐亚盛医药等，建议关注信达生物、康方生物；5）原料药领域：推荐同和药业、司太立，建议关注普洛药业、天宇股份等；6）疫苗领域：推荐智飞生物、康泰生物、万泰生物等；7）生长激素领域：推荐长春高新、安科生物等；8）医疗服务领域：推荐爱尔眼科、通策医疗、信邦制药等；9）血制品领域：推荐天坛生物等，建议关注博雅生物；10）医美领域：推荐爱美客、华东医药、华熙生物、昊海生科等；10）医疗器械领域：推荐鱼跃医疗、海泰新光、迈瑞医疗等。

风险提示：产业转型和国际化进展不及预期；研发进展不及预期；药品降价幅度超预期；医保政策进一步严厉等。

（证券分析师：朱国广）

商业贸易行业跟踪周报：《新冠病毒抗原检测应用方案》试行：关注免税、机场、航空等疫后恢复板块

本周发布报告

《年报点评|爱美客：业绩略超预期，嗨体继续高增，濡白天使稳步放量》

《行业点评|国际局势动荡，推动避险资产价格上行，黄金钻石上游资产或收益》

《经营数据点评|珀莱雅：收入、利润分别同增 30%、35%，38 节战报各品牌数据亮眼》

《经营数据点评|华熙生物：营收同增 55%，功能性护肤增长强劲》

《年报点评|华熙生物：营收同增 80%+，“四位一体”推进顺利，功能性护肤增速持续强劲》

本周行业观点（本周指 2022 年 3 月 7 日至 3 月 13 日，下同）

事件：2022 年 3 月 10 日国务院新冠病毒疫情联防联控机制综合组印发《新冠病毒抗原检测应用方案（试行）》；3 月 12 日国家药品监督管理局批准 5 款新冠抗原自测产品上市。对出行相关行业影响几何？

抗原检测更“易得”、更“快速”。抗原检测与核酸检测相比，具有检测成本大幅降低，检测时长大幅缩短，用于急性感染期（出现症状 7 天之内），但检测准确度略低于核酸检测等特点。世界卫生组织将其推荐为新冠肺炎早起诊断的辅助手段。《方案》的推出主要是在全国疫情多点散发的背景下，作为补充手段用于特定人群的筛查。

核心目的是“早发现”。需要明确的是，核酸检测依然是新冠病毒感染的确证依据，但抗原检测的便捷快速有利于提高“早发现”的能力，提升不具备核酸检测能力的基层医疗卫生机构对于疑似人群的早期分流和快速管理能力。

在防控政策进一步精细化管理下疫情有望逐步可控。抗原检测应用方案的提出是国内疫情管控思路进一步精细化的体现。我们认为在较高的疫苗注射率和抗原检测的进一步推广下，国内散点多发疫情有望逐步进入可控局面。

抗原检测应用方案为未来防疫模式灵活常态化打下基础。欧美多国已将核酸检测或抗原检测作为入境证明的要求，而非仅仅承认核酸检测。考虑到抗原检测高度的可及性，家用自测版产品的推广将极大提升国民旅行的便利程度。目前家用抗原自测产品已经获批，我们认为此应用方案的提出和广泛应用为未来防疫模式灵活常态化打下了基础。

推荐标的：建议关注受益出行恢复的免税龙头中国中免，等待国际航线恢复进程持续推进的三大枢纽上海机场、北京首都机场、白云机场，和航空龙头中国国航、东方航空、南方航空等。

风险提示：疫情反复；终端消费景气度下降；市场竞争加剧等。

（证券分析师：吴劲草 研究助理：阳靖 证券分析师：张家璇）

休闲服务行业周观察：短期防疫压力增大，坚决避免疫情规模再扩大

投资要点

周观点（指 2022 年 3 月 7 日至 3 月 13 日，下同）

全国多点疫情再次散发，联防联控强调坚决避免规模再扩大。近期我国防疫压力增加，疫情多点散发下短期防疫政策趋严或对消费再度造成冲击。同时，政府工作报告中强调继续做好常态化疫情防控与促进生活服务消费恢复，从以往防疫经验来看，本轮疫情或有望在短期内平复。伴随防疫手段多样化、我国医疗救治能力和疫苗接种率的提升、新冠特效药出炉等因素，我们认为中长期防疫政策新路径的探索与边际放开趋势仍在，且本轮疫情出现无症状感染者数量占比高、重症/死亡患者相对较少等与前不同的特点也能为后续可控式的开放试点提供宝贵经验。

1) 疫情传播迅速，无症状感染者占多数，国务院强调要坚决避免疫情规模再扩大。春节后疫情相继在多地快速抬头，毒株多为传播性强、隐蔽性强的 Omicron，新增无症状感染者较以往显著增加。3月10日下午国务院联防联控机制综合组召开会议并要求，坚持“外防输入、内防反弹”总策略、“动态清零”总方针，坚决避免疫情规模再扩大。会议强调：1) 要坚持抓早、抓小、抓严、抓实，科学精准落实快速核酸筛查、迅速流调溯源、及时规范集中隔离、严格社区管控、及时区域协查等核心防控措施，社会面防控举措要再提速，口岸城市等外防输入措施要再从严，重点场所疫情防控风险隐患排查要再加强，常态化防控关口要再前移，坚决遏制疫情扩散。2) 要压实“四方责任”，确保防控举措落实落地。加强监督检查，强化宣传引导，严防死守、决不松懈，坚决守住不出现疫情规模性反弹的底线。

2) 增加抗原检测作为有效补充，缓解定点核酸压力，防控关口再前移。国务院组织制定《新冠病毒抗原检测应用方案（试行）》。国务院副总理孙春兰指出要针对奥密克戎传播特点，推广“抗原筛查、核酸诊断”监测模式，提高监测预警灵敏度。慎终如始抓好疫情防控工作，迎接中国共产党二十大召开。我们认为，抗原检测具有简便易得（零售终端可购）、检测时效快（通常15分钟出结果）、价格低（大规模上市后终端售价或在20元左右，低于核酸检测）等特点。一定程度满足抓早抓小、防控关口前移的需要，且有望在普及后缓解大规模核酸检测人群的聚集传播风险与医疗资源挤兑压力，强化精准防控。

复苏可期，拥抱顺周期与服务消费成长。我们认为未来疫情形势仍将稳中向好，底部向上空间充分。展望2022，疫情防控稳健伴随行业景气持续提升背景下，我们看好中期复苏带来的边际改善和业绩具有较大向上弹性的优质服务消费板块，如餐饮、酒店、景区、OTA、出境游等。

1) 餐饮：连锁浪潮依然澎湃，柳暗待花明。展望后市，疫情反复仍是行业最大不确定性，2020年我国餐饮连锁化率仅17.4%，发达国家平均连锁化率达47.2%，长期来看行业品牌化&连锁化趋势仍在加速，龙头持续受益。伴随疫情防控稳健，我们看好餐饮龙头后疫情时代业绩向上弹性，重点推荐九毛九，推荐海底捞、海伦司、奈雪的茶。建议关注百胜中国-S。餐饮供应链和餐饮表现关联度高，我们看好餐饮工业化大趋势下餐饮供应链机会，推荐金龙鱼、农夫山泉、颐海国际。

2) 酒店：供需矛盾突出，龙头加速布局顺周期复苏。据盈蝶咨询，2020年盈利韧性较弱的单体酒店或中小酒店在疫情冲击下大量关停。连锁酒店龙头锦江、华住、首旅凭借规模、品牌、会员资源及资金等优势，在疫情期间逆势扩张。2020年锦江、华住和首旅以酒店客房数计算市占率达20.2%/13.9%/9.2%，合计43.3%。随着经济增长和消费升级，中高端酒店占比逐年上升成为行业发展主力。疫情加速行业整合，连锁化率加速提升。疫苗顺利推进，叠加顺周期经济复苏商旅需求回暖，疫后酒店业

绩复苏可期，推荐锦江酒店，首旅酒店，建议关注华住集团-S。

3) 文旅：需求回暖，十四五文旅规划利好，期待景气度提升。“十四五”文旅规划强调推动出境旅游与国内旅游、入境旅游三大市场协调发展，2022 年疫情反复程度或将长时间影响文旅复苏进程，伴随国内疫苗覆盖率持续上升，优质标的业绩弹性充足，具备布局价值。在疫情防控形式稳健及政策支持背景下，重点推荐长期量价齐升演艺龙头宋城演艺、稀缺民营休闲景区、受益周边游需求勃发打开存量增长空间的天目湖；推荐产品优质、短期客流承压的中青旅。建议关注复星旅游文化，云南旅游，桂林旅游，黄山旅游，峨眉山，王府井。OTA&出境游企业业务有望复苏，海外文旅有望持续受益，建议关注同程旅行，携程集团-S，凯撒旅业，众信旅游，岭南控股。

风险提示：疫情持续蔓延、宏观经济波动、政策变化等风险；行业竞争激烈风险；业务转型、市场开拓、产能提升等方面进度低于市场预期风险。

(证券分析师：汤军 研究助理：李昱哲 研究助理：宋小雯)

汽车行业深度报告：2022 年最大黑马或是理想汽车及其产业链！

投资要点

复盘智能手机：不同生命周期阶段有不同机会。手机与汽车两者异曲同工之处：科技与消费是一对孪生，产业链最优秀的公司一定是做到了两者最完美的结合。【渗透率】是贯穿智能手机十年投资的第一指标。15%-40%-70%是智能手机渗透率提升过程中三个关键节点，代表着需求增速-竞争格局-估值体系转换，是指导投资的第一重要指标。导入期-成长初期-成长后期-成熟期都会存在不一样的机会。消费品特性是任何一个品牌无法覆盖所有人群，每一个手机厂商的打法均有能力边界且需进化。供应链优秀公司成长的路径：单品类做成 NO.1—平台化复制优势。

复盘 2019-2021：汽车变革 0-1 阶段的投资机会结束。Model3 是这 3 年行情的灵魂。2019 年见证特斯拉的【起死回生】并带来了其产业链机会-宁德时代+拓普集团。2020 年是以特斯拉为中心的第一次扩散行情，核心是整车行情，见证了新势力【起死回生】，长城汽车【自我革命】，比亚迪【刀片电池】。2021 年是以特斯拉为中心的第二次扩散行情，从特斯拉到自主品牌产业链，缺芯因素进一步催化了国产替代速度，前段核心是整车行情，后段核心是零部件行情。零部件见证了以【伯特利】为代表的多个细分领域龙头雏形展露。电动化是这 3 年行情的主角，智能化依然是配角。美股【英伟达】+A 股【德赛西威】是智能化这 3 年龙头标的，但相比电动化核心主角依旧稍逊。国内新能源汽车渗透率 15%是分界点意味着汽车变革实现 0-1 阶段，开启未来 5 年 1-10 阶段。

展望到 2025 年：如何去选汽车变革 1-10 阶段最佳受益者？这个阶段最重要特征是：供不应求或是常态！产品为王，产能为王！最值得投资的赛道在：1) 整车赛道的领导品牌，第二品牌和第三品牌。第二品牌和第三品牌的投资机会尤其需要重视，自主品牌中一定会先跑出来 1-2 家。2) 汽车关键技术的第三方供应商龙头。电池赛道格局已经比较确定。AI 芯片赛道会逐步清晰。3) 非核心硬件的汽车模块化供应商。

当前 2022 年：最大黑马或是理想汽车及其产业链！2022 年是本轮汽车变革承上启下的年份。一季度这波回调为真正符合产业趋势具备长跑实力的个股创造了非常好的机会。站在目前时点(2022 年初)，2022 年我们选股的 2 条标准：1) 寻找特斯拉之外的新能源第二品牌！2) 寻找缺芯持续受益品种！而我们答案是：2022 年最大黑马或是理想汽车及其产业链！理想 L9 或是 2022 年最大新能源爆款！理想 L9+ONE 正在开创【家庭用户豪华车】全新品类，爆款程度值得高度重视！这条产业链最优配置组合【理想汽车+德赛西威+爱柯迪】。其次相关零部件【拓普集团+伯特利+华阳集团+保隆科技+中鼎股份+继峰股份+沪光股份+旭升股份】等。整车板块其他个股【比亚迪+小鹏汽车+长城汽车+吉利汽车】等。

风险提示：整车需求复苏不及预期，芯片供应短缺超出预期，智能驾驶行业发展不及预期

(证券分析师：黄细里 研究助理：杨惠冰)

化工行业 2022 年 3 月第二周周报：OPEC 声称确保原油市场供应，油价短期上行势头或将暂歇

投资要点

本周板块表现:本周(3月7日-3月11日)市场综合指数整体下跌,上证综指报收 3,309.75, 本周下跌-4.00%, 深证成指下跌-4.40%, 中小板 100 指数下跌-4.64%, 基础化工板块下跌-4.29%。本周化工个股表现: 本周化工板块宽幅下跌, 跌幅略高于大市。涨幅居前的个股有云南能投、大洋生物、亿利洁能、*ST 榕泰、云天化、河北股份、北化股份、海达股份、苏州龙杰、三孚股份。云南能投是国家授权云南省唯一食盐定点生产企业, 近期推出“普洱盐”符合企业发展战略, 根据消费者绿色生活意识提升, 增加了盐板块竞争力; 绿电板块强力拉升, 云南能投涵盖清洁能源, 子公司风电场项目开工建设, 助力企业上演涨停天花板。大洋生物募投项目产品 4,4-二氟二苯甲酮是新型特种工程塑料 PEEK 的关键中间体, 广泛应用于多领域; 公司主营业务包含兽用原料药的生产与销售, 近期动物保健概念上涨, 双方面原因导致股票涨停。

本周原油市场动态: OPEC+产量增加, 原油价格震荡下跌。ICE 布油报收 112.67 美元/桶(环比-4.61%); WTI 原油报收 109.33 美元/桶(环比-5.49%)。重点化工品跟踪: 本周我们关注的化学品中价格涨幅居前的有醋酸(+31.43%)、二氯甲烷(+19.83%)、硫磺(+17.11%)、醋酸酐(+15.44%)、燃料油(+11.51%)。本周醋酸市场下游贸易商集中拿货, 甲醇期现共振上行, 成本端涨幅较大, 叠加多家供应商 3 月底均有检修计划, 醋酸市场价格大幅拉涨。本周二氯甲烷市场下游制冷剂拿货积极性良好, 上游供应厂家库存下滑明显, 二氯甲烷市场价格持续走高。本周硫磺市场下游采购需求稳好, 前期国产硫磺价格偏低, 与港口现货价格相差较大, 中石化炼厂与其他炼厂纷纷调高报价跟进补涨, 硫磺市场价格涨幅明显。本周醋酸酐市场下游询盘积极性增加, 原料醋酸价格持续上涨, 成本面支撑利好, 醋酐市场价格上涨。本周燃料油市场下游船燃方面按需备货, 深加工企业刚需采买, 供应端受疫情影响, 运输车辆紧张, 供给端货源不足为价格上推提供动力。

化工投资主线: (1) 周期成长股有望边际改善: 自 2020 年 Q2 化工景气

拐点向上，部分化工品价格涨至历史高位。随着供需错配走向平衡，叠加经济下行压力，传统化工周期股大幅回调。我们认为应当重点关注十四五有持续扩产能力的行业龙头，以量补价，特别是拥抱变化，寻找第二成长曲线的优质公司，中长期有望穿越周期。重点推荐：万华化学、华鲁恒升、卫星化学、中国化学、宝丰能源、磷酸铁锂产业链、纯碱产业链。（2）关注高端制造，高科技产业配套材料，包括生物合成、电子材料、可降解、尾气处理、碳纤维等。重点推荐：昊华科技、万润股份。（3）进入景气周期的农药产业链，重点推荐：扬农化工、广信股份。

风险提示：原油供给大幅波动；贸易战形势恶化；汇率大幅波动的风险。

（证券分析师：柳强 证券分析师：贺顺利）

食品饮料行业周报：白酒公司 1-2 月经营数据亮眼，消费税短期不会影响行业进程

投资要点：

重点公司更新

贵州茅台：公司披露 1-2 月主要经营数据，2021 年 1 至 2 月营收/归母净利润同比+20%/+20%。春节期间动销良好，1 至 2 月收入利润超市场预期，主因直营占比提升与系列酒提价。

山西汾酒：公司披露经营情况，2022 年 1-2 月营收/归母净利润同比+35%/+50%，收入超市场预期，公司利润率提升至 36%，主因青花汾酒占比提升，超过 2021Q1（占比 40%）。

五粮液：公司发布业绩快报，2021 年营收/归母净利润同比+15.5%/+17.0%；Q4 营收/归母净利润同比+11.1%/+11.4%。新老班底平稳接力，曾从钦任董事长、蒋文格为总经理，人事落地，凝聚力提升。近期公司召开投资者沟通交流会，曾总表示“2022 年五粮液将切实维护好当前‘稳’的态势、‘进’的力度，积极推动淡旺季相对均衡，力争超额完成全年目标任务”、“将通过‘补短、强弱、固优’，以高质量供给满足消费新需求、引领市场新潮流”、“十四五期间，五粮液集团业绩规划保持两位数以上稳健增长，五粮液股份将保持高于集团的增长速度”等，充分体现对未来发展的自信，对外夯实信心。

周专题总结：白酒消费税改革与影响

现状：我国消费税始于 1994 年税制改革，目前占比稳定。从白酒行业角度来看，消费税经历了多次改革，监管趋严，目前我国白酒消费税在生产环节开征，采用从价+从量的符合计征方式，比例税率为 20%，定额税率为 0.5 元/500g。本次工作报告并未提及消费税相关。

未来展望：1）白酒消费税率稳定，调整税基或有概率。在我国消费税征收品类中，除烟类产品外，白酒消费税率相对较高，基于近两年政府工作报告中提出要优化和落实减税政策并出台了多项减税降费的政策措施，我们认为短期内消费税率 20%提升可能性较小，税基调整或有概率。2）征收环节后移短期或难，改革整体高端名优酒影响较小。由于白酒批零渠道体系复杂程度较高，我们认为短期后移较难，倘若实现消费税的

改革，品牌力强劲的高端、次高端酒企将会进一步对低端酒企生存空间进行挤压，使得行业集中度进一步提高。

本周行情回顾

本周（2022/03/06-2022/03/12）申万食品饮料指数下跌 2.06%，在 28 个申万一级行业中排名第 4 位。本周板块涨幅前三的是白酒（-0.64%）、预加工食品（-1.55%）、肉制品（-3.08%）板块；板块中总统计 112 家公司，其中上涨 19 家，下跌 93 家。

风险提示：宏观经济不及预期、疫情影响反复、食品需求恢复不及预期、食品安全问题

（证券分析师：汤军 证券分析师：王颖洁）

机械设备行业跟踪周报：重点推荐底部区间的光伏锂电设备；关注稳增长背景下销量好于预期的工程机械

1.推荐组合

三一重工、杭可科技、柏楚电子、晶盛机电、迈为股份、联赢激光、恒立液压、杰瑞股份、奥普特、奥特维、高测股份、金博股份、华测检测、新锐股份

2.投资要点

光伏设备：热场龙头金博股份发布一季报业绩预告，热场单吨利润维持高位

金博股份预计 2022Q1 归母净利润为 1.9-2.1 亿元，同比+146%-172%，超市场预期。2022Q1 扣非归母净利润为 1.3-1.45 亿元，同比+75-95%，我们预计 Q1 出货量约 550 吨，剔除股份支付费用和可转债利息影响的扣非归母净利润对应的单吨利润为 29.8-32.5 万元。近期市场担心热场供大于求，但我们认为随着 2022 年下半年硅料供给约束解除，下游稼动率会逐步上升。热场降价符合光伏行业降本增效的趋势，2018-2020 年，金博的热场单吨售价由 135 万元降到 95 万元，我们认为符合光伏行业通过技术进步而不断降本增效的逻辑，且由于技术降本，金博股份 2018-2020 年的毛利率一直保持在 60%以上。我们预计金博会持续引导产业链降本，我们预计 2022 年的单吨售价在 70 万左右，单吨利润在 30 万元左右。投资建议：电池片设备重点推荐迈为股份，建议关注金辰股份、捷佳伟创；硅片环节推荐晶盛机电、高测股份；组件环节推荐奥特维；热场环节推荐金博股份。

锂电设备：二月动力电池装机同比高增，一二线电池厂进入产能高速扩张期

受益于下游新能源车高景气，2022 年 2 月我国动力电池装机量共 13.7GWh，同比增长 145%，动力电池厂迎来扩产加速，宁德时代至 2025 年规划产能有望超 670GWh，2025 年比亚迪规划产能有望超过 600GWh，蜂巢 2025 年规划产能 600GWh，中航锂电 2025 年规划产能 500GWh，亿纬锂能 2023 年规划 200GWh，国轩高科 2025 年规划产能 300GWh，锂电设备进入卖方市场。锂电设备商注重盈利能力提升，规模效应凸显。2021

年 10 月以来，先导智能&杭可科技&利元亨均推出限制性股票激励计划，从业绩目标上来看，三者均注重盈利能力提升，我们认为规模效应下锂电设备商净利率将持续提升。投资建议：重点推荐先导智能、杭可科技、联赢激光、利元亨、先惠技术，建议关注海目星、斯莱克。

工程机械：2 月挖机销量同比-14%好于预期，出口维持强劲

2022 年 2 月挖机行业销量 24,483 台，同比-13.5%，高于此前 CME 预期-22%。其中出口 7,431 台，同比+97.7%，继续维持强劲增长态势。考虑到海外市场复苏、国产品牌全球竞争力提升，我们预计后续出口高增长动力充足，有效平滑国内市场周期波动。

专项债发行加速，关注稳增长背景下工程机械板块机会。3 月 5 日，国务院政府工作报告指出，全年经济增速目标 5.5% 左右，要把稳增长放在更加突出位置，适度超前开展基础设施投资。从现实情况来看，2022 年专项债发行节奏明显加快，根据中国证券报，1-2 月全国各地累计发行新增地方政府专项债 8775 亿元，占“提前批”额度 60% 以上，我们预计今年新增专项债主要集中于上半年发行，建议关注稳增长背景下工程机械板块机会。推荐：三一重工、中联重科、徐工机械，恒立液压。

通用自动化：制造业景气持续回升，通用设备月度数据改善

制造业持续回暖，2022 年 2 月 PMI 指数收于 50.2%，较上月升 0.1pct，连续四个月处于扩张区间。工业生产与制造业固定资产投资也好于市场预期，12 月工业增加值同比+4.3%（11 月值+3.8%），1-12 月制造业固定资产投资完成额累计同比+13.5%，12 月单月同比+11.8%，制造业投资持续改善。

机器人、机床月度产量数据均已回升至 2021 年内次高点。12 月工业机器人产量 35175 套，同比+15.1%，环比+10.2%；金属切削机床产量 6 万台，同比+5.8%，环比+25%，均已回升至 2021 年内月度次高点。我们判断主要原因系：1）制造业景气回升；2）出口景气+缺芯缓解下，汽车与 3C 两大主要下游处于持续复苏中。投资建议：减速机推荐绿的谐波、国茂股份；刀具推荐华锐精密、新锐股份，建议关注欧科亿；工业机器人推荐埃斯顿；机床推荐科德数控、国盛智科，建议关注海天精工、创世纪。

氢能设备：政策驱动氢能行业加速，关注优质“卖铲人”

政策利好频出，我国氢能产业有望迎来加速期。氢气是我国碳中和目标下理想的清洁能源，近年政府扶持政策频出，叠加产业经济市场广阔，我国氢能行业发展将迎来加速期。

氢产业涉及多个核心环节，核心设备国产化曙光显现。①制氢：化石能源制氢是国内主流路线，长期来看持续降本的电解水制氢为行业大趋势，碱性电解槽作为电解水制氢核心设备，已基本实现国产化；②储氢：车载储氢是储氢最大细分市场，我国车载储氢现仍以 35MpaIII 型瓶为主，70MpaII 以及 IV 型储氢瓶技术难度较大，仍由海外企业主导；③加氢：在加氢站成本构成中，设备投资额占比高达 45%，核心设备氢气压缩机、加氢机等仍高度依赖进口，设备国产化是最重要的降本手段。

燃料电池市场正在快速打开，本土设备公司加速布局。燃料电池汽车正处在快速导入期，GGII 预测 2023 年市场燃料电池行业规模将达 230 亿元，2025 年达 700 亿元。目前由于行业仍处于产业化初期，头部洗牌现象频发，随着技术路线&确定市场需求放量形成规模效应，我们看好具备先发

优势的本土企业突出重围。投资建议：建议关注杭氧股份、科威尔、冰轮环境、雪人股份、厚普股份、亿华通、富瑞特装、汉钟精机等。

风险提示：下游固定资产投资不及市场预期；行业周期性波动；疫情影响持续。

(证券分析师: 周尔双 证券分析师: 朱贝贝 证券分析师: 黄瑞连 研究助理: 罗悦)

2022M2 个护家具阿里电商跟踪报告

个护： 2022M2 低基数下增速修复，其中纸巾/湿巾品类 2022M1-2 累计同比增速转正。分品类来看，阿里平台纸巾/湿巾销售额 2022M1-2 累计同比+1.8%，卫生巾/私处护理销售额 2022M1-2 累计同比-3.3%，纸尿裤销售额 2022M1-2 累计同比-10.3%，成人尿裤护理销售额 2022M1-2 累计同比-15.2%。分品牌看，纸巾/湿巾方面，维达增长稳健，增速、市占率均走高。维达 2022M1-2 累计销售额同比+32.9%；2022M2 市场份额为 22.4%，同比+3.8pp。卫生巾方面，乐而雅增速、市占率双提升，2022M2 行业 CR9 同比+7.6pp 至 63.6%，行业集中度处于稳定高位。成人失禁护理方面，行业集中度降低，2022M2 CR6 同比-6.9pp、环比-1.5pp 至 36.8%。婴儿尿裤方面，2022M2 行业 CR6 同比+2.3pp、环比+2.5pp 至 50.3%。

软体： 2022M1&M2 软体整体销售额同比+39%，其中沙发销售额同比+73.7%，床垫销售额同比-26.9%。沙发方面，布艺沙发、皮艺沙发和懒人沙发销售额同比增速亮眼。布艺沙发销售总额同比+133.7%，皮艺沙发销售总额同比+68%，懒人沙发销售总额同比+132.7%。细分品牌来看，顾家家居销售额增速亮眼，较去年同比+169.2%，其次为源氏木语同比+69.3%。床垫方面，弹簧床垫市场份额稳步提升，占市场 39.2%，同比+73.4%，乳胶床垫销售总额占比 42.8%，同比-54.3%；分品牌来看，梦百合增速亮眼，2022M1&M2 总销售额同比+60.75%。

文具&潮玩： 文具大盘增速转正，得力、晨光集中度上升；潮玩行业泡泡玛特延续靓丽表现。文具方面，2022M2 销售额增速同比转正，为 2.8%，2022M1-2 累计销售额同比-20.4%。细分品类来看，书写工具、纸张本册、画具/画材/书法工具和日常学习用品 2022M1-2 累计销售额同比分别-33.3%、-17.0%、-3.9%、-11.7%。得力 2022M1-2 累计销售额同比-22.5%，市场份额同比+3.0pp 至 9.5%；晨光 2022M1-2 累计销售额同比-4.6%，市场份额同比+2.1pp 至 7.4%。潮玩方面，2022M1&M2，潮玩行业销售总额同比+6.9%。泡泡玛特 M1&M2 销售总额同比+18.3%，销售额占市场的 5.9%。

投资建议： 家具板块：1) 与行业持续分化的低估值龙头【顾家家居】、【敏华控股】、【欧派家居】；2) 基本面向好估值处于低位的【索菲亚】，建议关注【志邦家居】、【金牌厨柜】；3) 海运费回落、中美贸易关系边际缓和受益的出口产业链，建议关注【乐歌股份】、【恒林股份】、【永艺股份】。学生文具短期受双减政策下终端渠道提货信心受损的冲击表现偏弱，我们预计 2021Q4 将有所修复，推荐经营稳健、回调较多的行业龙头【晨光文具】。

风险提示：汇率及原材料价格大幅波动；地产竣工及销售不达预期；销

售渠道结构未能形成适应性转变；宏观经济恢复未达预期；数据统计的准确性。

（证券分析师：张潇 证券分析师：邹文婕）

推荐个股及其他点评

九牧王（601566）：男裤品类龙头，期待聚焦战略显效

男裤品类第一龙头，收入端已实现复苏。公司成立于2004年，主营以九牧王品牌为主的服饰业务，2009、2018年先后通过收购增资方式布局潮流服饰品牌FUN、韩国时尚男装品牌ZIOZIA。2000-2020年九牧王在中国男裤市场综合占有率连续21年位列第一。2020年公司营收26.72亿元/yoy-6.47%、归母净利润3.69亿元/yoy-0.32%。2021Q1-Q3营收yoy+23.37%/较2019年同期+7.28%（2021Q1-Q3九牧王/FUN/ZIOZIA收入占比分别为84.2%/10.7%/4.5%、线上/线下收入占比分别11.6%/88.4%），因费用增加、存货跌价和公允价值亏损，2021Q1-Q3归母净利润yoy-81.0%/较2019年同期-86.2%。截止2021Q3公司共有2691家门店（直营920家+加盟1771家）。

全品牌收入双位数增长，渠道优化带来店效提升。1）品牌端：2021Q1-Q3九牧王/FUN/ZIOZIA收入分别同比+23.6%/13.4%/51.6%，较2019年同期分别增长5.3%/23.0%/59.1%。2）渠道端：2021Q1-Q3线上/线下收入同比分别-4.7%/+28.0%，较2019年同期分别+27.1%/+5.7%，线下渠道中直营/加盟业务收入分别同增29.0%/25.3%、较2019年同期分别增8.70%/0.16%，截至2021Q3直营/加盟门店分别为920/1771家、较2020年末分别减少46/19家，在净关店情况下线下收入保持增长，体现了同店收入显著改善、渠道力显著强化。3）分季度看，21Q1/Q2/Q3营收分别同比+40.0%/7.8%/21.5%、较2019年同期分别+1.3%/5.8%/15.6%；归母净利润分别同比+56.8%/-83.5%/-199.8%、较2019年同期分别-63.4%/-56.7%/-225.3%，Q2净利同比下滑主因销售费用提升较多、Q3净亏损主要由于投资业务产生的公允价值亏损较多。

多维度聚焦打造品牌竞争力，战略革新效果初步显现。近年来男装行业同质化严重、竞争较为激烈，消费趋势年轻化、国产品牌关注度提升，在此背景下公司重新确立“深化男裤专家形象”战略，通过聚焦主流媒体、做强头部单品、推动渠道优化三方面打造品牌竞争力。战略实施期间营销投放、渠道费用增多导致净利率水平受影响下滑，但经营层面看，收入复苏&店效改善表明公司转型策略适用于当前的消费市场。未来随着品牌竞争力提升，相关销售费用支出下降有望带动盈利能力提升。

盈利预测与投资评级：公司为国内男裤第一龙头，2020年开启“男裤专家”战略变革，确立了“打造全球最好的裤子”的品牌使命和“领跑中国男裤、成为全球裤王”的品牌愿景，以提升品牌力、产品力以及渠道力为着力点，其革新效果在2021年前三季度终端收入及店效的增长数据上得以体现。未来随着聚焦战略推进、公司品牌力提升，费用端有望得到有效控制，净利率水平有望逐渐回升。我们预计2021-2023年归母净利润分别同比-22.6%/+28.8%/+18.2%，对应PE为21X/16X/14X，首次覆盖给

予“增持”评级。

风险提示：疫情反复影响消费，行业竞争加剧，品牌转型不及预期等。

（证券分析师：李婕 研究助理：赵艺原）

奥康国际（603001）：战略聚焦舒适男鞋，期待改革显效

国内鞋类龙头。公司成立于 1988 年，主营皮鞋及皮具产品的研发、生产及销售，产品包括商务正装鞋、休闲鞋、运动鞋及皮具配套。旗下拥有自有品牌奥康（中高端商务时尚）、康龙（时尚休闲），并分别于 2015/2018 年代理国际运动休闲品牌斯凯奇（SKECHERS）、彪马（PUMA）。据 Euromonitor，2021 年公司在鞋类、非运动鞋市场销售额市占率分别排名第九、第二。2021Q1-Q3 奥康/康龙/斯凯奇收入占比分别为 63.5%/12.5%/11.2%，线上/线下收入占比分别为 16.7%/83.3%，截至 2021Q3 共 2540 家门店（直营 1229 家+经销 1311 家）。

疫情之下求变，确立聚焦“舒适男鞋”战略。近年来国内皮鞋市场增长低迷，2016 年以来公司营收增长停滞、市占率逐年下滑，叠加费用管控欠佳、资产减值损失&投资损失波动，净利润多年持续收缩。2020 年以来公司积极寻求战略转型，2020/2021 年前三季度营收维持正增长。1）2020 年：布局线上渠道&数字化转型，营收 27.38 亿元/yoy+0.42%、归母净利润 2794 万元/yoy+24.20%，线上高增长（+26.0%）带来营收增速转正，同期长期股权投资大额减值损失因素消除、提振净利润增速。2）2021 年：与君智咨询合作寻求战略变革，确立聚焦主流人群、主打“舒适男鞋”的核心战略，从战略落地、渠道拓展、形象升级、运营升级和政策激励五大方面实现品牌升级。2021Q1-Q3 营收 yoy+37.0%/较 2019 年同期+8.6%，归母净利润 yoy+385.9%/较 2019 年同期-57.3%。分季度看，2021Q1/Q2/Q3 营收分别同比+92.2%/+21.3%/+9.6%（基数原因+年中疫情、同比逐季下滑），归母净利分别同比+1738.42%/+111.10%/-279.13%，单季度波动较大，主因费用控制不稳定+存货跌价/坏账损失计提/公允价值变动对本年或基期利润造成一次性影响。

渠道调整店效提升明显，奥康/斯凯奇品牌复苏态势较好。1）分渠道看，2021Q1-Q3 线上/线下收入分别同比+21.5%/+42.7%、较 2019 年同期分别+42.1%/3.0%。在新战略指引下，公司进行渠道梳理、门店升级，2021Q1-Q3 直营/经销收入分别同比+46.2%/+23.3%、较 2019 年同期分别+19%/-14%，截至 2021Q3 末直营/经销门店分别为 1229/1311 家（较年初分别-101/-43 家），直营店净减少情况下收入仍取得增长，反映了渠道调整下同店收入有效提升。2022 年渠道拓展计划将延伸至六省一市（浙江/江苏/安徽/福建/湖南/湖北/上海）、通过高线城市布局推动店效持续增长。2）分品牌看，主品牌奥康相比疫情前略有增长，斯凯奇收入较疫情前得到大幅度提升。2021Q1-Q3 奥康/康龙/斯凯奇收入同比分别+41.0%/25.8%/39.9%、较 2019 年同期分别+7.0%/-9.4%/+46.0%。

盈利预测与投资评级：公司为国内皮鞋龙头，2016 年以来经营面临较大挑战，销售净利率从 2015 年以前 10%左右的水平逐年下滑至 2020 年的 1%。2021 年公司与君智咨询合作，确立了聚焦主流人群、主打“舒适男鞋”的核心战略，未来有望通过聚焦主品牌、渠道升级、产品变革提升品牌势能、从鞋类市场发展瓶颈期中突围。我们预计随着新战略推进落

地、公司净利率水平有望迎来修复回升。2021 年 4 月发布员工持股计划，业绩考核目标为以 2020 年为基数，2021/2022/2023 年收入增长不低于 20%/40%/60%、或净利增长不低于 50%/100%/200%。我们预计 2021-2023 年公司归母净利分别同增 65.1%/112.8%/75.3%，对应 PE 为 68X/32X/18X，综合考虑公司盈利能力（如净利率/ROE）目前仍处低位，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：疫情反复影响居民消费，行业竞争加剧，品牌转型不及预期等。

（证券分析师：李婕 研究助理：赵艺原）

恒星科技（002132）：厚积薄发的金刚线潜在龙头

投资要点

金属制品行业龙头，发力新材料、新能源领域。恒星科技业务布局金属材料（钢绞线、钢帘线和金刚石线等）和精细化工（有机硅）两大板块。产品广泛应用于汽车轮胎、电力电缆、高速铁路、港口、光伏太阳能用硅晶片切割等行业。公司 2021 年拥有河南、内蒙及广西 4 个实体制造基地，可生产 7 大类 40 多个规格品种的产品，是国内金属制品行业细分龙头企业。

传统业务：营收基石，稳步扩产。金属制品业务是公司的传统业务，2020 年收入占比超过 90%。新能源汽车及子午轮胎行业需求热度持续，核心骨架材料钢帘线需求抬升。基建规模扩大、电网建设增加，带动 PC 钢绞线等产品迎来新发展机遇。公司用于高速公路、广西钦州年产 20 万吨预应力钢绞线项目也按计划推进中。

金刚线：光伏需求景气，有望跻身头部玩家。金刚线对于太阳能行业而言，是革命性的进步，具有“高速切割、环保生产，成本低廉”诸多优点，有力推动光伏产品的规模化应用。光伏装机景气，金刚线需求猛增，我们预计 2025 年光伏行业金刚石线总需求量 16979 万公里，2021-2025 金刚石线市场规模复合增速有望超过 20%。公司扩产计划落地十分迅速，2022 年二季度扩增产能所需要的场地建设已经得到确保，公司预计未来可形成 4600 万 KM 的金刚线生产能力，有望成为行业头部玩家。公司是行业内首家推进八线机的厂家，金刚线产品新一代“十六线机”研制成功并投入生产；且公司掌握了 40-50 微米金刚线从盘条到成品的全产业链核心工艺技术，行业内唯一一家拥有全产业链技术的金刚线企业（母线拉拔，金刚石微粉镀覆、分选，金刚线镀覆、设备）。

有机硅：前景广阔，纵享成本优势。有机硅产品应用领域广泛，新型产业发展带动需求升级。公司全资子公司扩产后产量可达 12 万吨位居行业领先地位，产区内资源丰富，可就地取材降低运输成本。低位能源及交通成本进一步提高盈利能力。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2021-2023 年实现收入 34.3、80.7、97.0 亿元，同比增长 21%、136%、20%；归母净利润分别为 1.6、7.9、10.0 亿元，同比增长 33%、385%、27%。考虑公司业务结构，此处选取大业股份（钢帘线等业务为主）、美畅股份（金刚线业务为主）、合盛硅业（有机硅业务利润占比较高）为可比公司，2022-2023 年 PE 均值为 16/13

倍，公司 2022-2023 年 PE 为 10/8 倍，低于可比公司。考虑公司切入高景气赛道的金刚线业务且产能增长迅速，传统业务经营稳健，故首次覆盖给予公司“买入”评级。

风险提示：产品价格波动；项目推进不及预期；产业政策变动等。

（证券分析师：杨件 研究助理：王钦扬）

今世缘（603369）：顺利实现开门红，2022 年发展将好中求快

事件：今世缘披露 1-2 月主要经营数据公告，经公司初步核算，2022 年 1 至 2 月公司实现营业总收入 24.5 亿元左右，同比增长 25%左右；实现归属于上市公司股东的净利润 9.4 亿元左右，同比增长 26%左右。

投资要点

1-2 月收入利润符合市场预期，产品结构进一步优化。1-2 月份公司营业总收入/归属于上市公司股东的净利润同比增长 25%/26%左右，符合市场预期，公司顺利实现了“开门红”，我们预计主要系：1）受益于江苏是返乡人口大省，今年春节疫情影响相对较小，春节消费场景尤其是送礼的场景推动。2）产品结构优化，据 2021 年年度业绩预增公告，公司“特 A+类”产品销售增长较好，2021 年收入增速预计超过 35%，占公司收入比重进一步提高到 65%左右。据此我们预计 2022 年产品结构有望进一步优化。

2022 年发展“好中求快”，强化营销机制保障。公司在 2022 年发展大会上提出要“好中求快”，推动高质量发展的同时做到最快，坚持“把握一条主线，遵循三化方略，增强四个信心，深化四大战役，强化五项保障”的 13445 战略。公司在 2022 年还将强化体制机制保障，适时整合优化营销组织顶层设计，有序组建 V9、国缘、今世缘三大品牌事业部和高沟销售公司，同时在发展大会上还组建 V99 联盟体，暨由省内外优选 99 家经销成立联盟体，组织架构和内部机制完善共同助力 2022 年的发展更快更强。

发展战略清晰，助力完成十四五目标。中长期看，公司规划 2025 年营收百亿，争取 150 亿元。公司按照既定战略前行，产品端侧重 V 系和 K 系的发展，区域上要持续围绕“省内精耕、省外突破”的战略，2021 年省外含税销售额超过千万的地级市场超过了 30 个，新增 18 个；差异化、高端化和全国化的方略持续推进和后续激励等提升内在动力的措施逐步落地，将进一步助力公司提前达成十四五目标规划。

盈利预测与投资评级：公司产品梯队清晰，发展方向明确。我们给予公司 2022-2023 年总营收预测 79、96 亿元，同比增长 23%、22%；归母净利润预测 25、31 亿元，同比增长 25%、25%，对应 2022-2023 年 EPS 为 1.97/2.46 元，当前市值对应 PE 为 24/19X，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：疫情影响边际增强、消费复苏不及预期、海外局势进一步动荡

(证券分析师: 汤军 证券分析师: 王颖洁)

瀚川智能 (688022): 汽车电子设备龙头, 切入换电设备迎第二增长曲线

投资要点

瀚川智能: 实施“1+N”战略, 成长为一站式智能制造解决方案提供商

公司主营业务为汽车电子自动化设备, 后续开拓了锂电设备、医疗健康设备等, 2021 年切入换电设备领域。公司持续推进“1+N”业务发展模式, 深化行业战略布局, 2022 年进一步优化“1+N”战略, 将换电设备纳入“1”的范畴: “1”聚焦于汽车电动化和智能化的主赛道, 包括汽车电子装备、锂电设备和换电设备; “N”是探索性新业务包括工业互联和工业零组件。2020 年受“缺芯潮”&疫情影响, 下游客户资本开支减缓, 公司汽车电子装备收入有所下滑, 仅为 2.55 亿元, 同比下滑 39%; 随着疫情有效控制及汽车电动化、智能化的推进, 市场对于汽车电子设备采购的需求正伴随着国际龙头公司对中国地区的投资增加而逐渐回暖, 2021 年公司这一传统业务逐步回升至正常水平。

瀚川智能积极布局换电业务, 作为头部设备商享先发优势

2020 年瀚川智能开始筹备换电项目, 2021 年正式切入换电站领域, 拥有换电站装备制造、核心零部件制造与终端运营系统平台三大类产品, 为动力电池厂商、充换电业务运营商和整车制造商提供智能化整体换电解决方案与服务, 瀚川智能换电站产品呈现定制化、标准化、数字化三大特点。当前换电行业多方入场, 行业处于初期布局期, 瀚川智能作为头部设备供应商优先受益。我们预计 2025 年建设换电站数量将超 16000 座, 对应新增设备投资额超 400 亿元, 瀚川智能已与协鑫能科达成战略合作, 我们预计未来将开拓宁德时代等客户, 公司目标长期保持较高市场份额, 受益于换电市场大规模发展。

多重优势开拓换电新业务, 瀚川智能迎第二增长曲线

(1) 公司将汽车电子自动化领域的经验成功延伸至换电领域: 技术上, 公司过去在汽车电子领域积累了较多技术和工艺 Know-how, 通用底层技术储备丰富, 能够直接应用于换电产品; 批量交付能力上, 公司汽车电子业务常年服务 Tier1、Tier2 客户, 瀚川智能积累较多大批量快速交付经验, 同时对换电产品进行了最小采购单元和装备单元的标准化设计, 便于快速大批量交付, 产能上“前轻后重”的人员结构利于员工招聘, 且厂房建设标准化能够快速扩张产能; 项目管理经验上, 公司通过服务于汽车电子客户积累了较多项目交付、售后服务经验, 客户认可度高。(2) 行业处于发展初期, 瀚川智能先发优势明显: 瀚川智能 2020 年即开始筹备换电项目, 其换电团队均较早从事换电业务, 在换电技术迭代过程中将比后进者获得技术&成本上双重优势, 瀚川智能先发优势至少在 1 年以上, 即便后续有新进入者, 后发优势也较难存在。(3) 充分受益于独立第三方设备供应商立场, 客户更加多元: 公司作为独立第三方设备商, 能够从多种客户均衡拿单, 充分享受立场和换电行业发展的红利。

盈利预测与投资评级: 随着传统汽车电子设备业务逐步恢复, 换电设备带来第二增长曲线, 我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 0.7/1.7/3.2 亿元, 对应 PE 分别为 73/29/15X, 基于公司业绩较高成长性,

东吴证券研究所

首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：换电站建设不及预期，汽车电子厂商资本开支不及预期，新业务开拓不及预期。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：朱贝贝 研究助理：刘晓旭）

周大生（002867）：2021 业绩快报点评：归母净利同比+21%，省代模式激发渠道活力，加大黄金铺货

业绩简评

公司 2021 年营收同比+80%，归母净利润同比+21%。2022 年 3 月 11 日公司发布 2021 年度业绩快报，公司预计 2021 年实现营业收入 91.6 亿元，同比+80%；实现归母净利润 12.3 亿元，同比+21%；实现扣非归母净利润 11.9 亿元，同比增长 26%，疫情后有明显恢复。分季度来看，公司 2021 年 Q4 实现营业总收入 26.8 亿元，同比+55%；实现归母净利润 2.2 亿元，同比-26%，或因疫情反复对业绩有一定影响。

收入大幅增长，主因 2021H2 黄金产品销售增长，收入确认方式有所调整。公司 2021 年度收入大幅增长，一方面是疫情后整体终端消费的恢复，另一方面也是由于省代模式下黄金销售大幅增长叠加公司 2021 年下半年黄金产品的收入确认方式有所调整。

公司启动省代模式，激发渠道活力，加速拓店。公司 2021Q3 启动省代模式，确定具有客户及渠道资源优势的第三方作为省级代理商，协助公司完成开店目标，目前推行进展顺利，成功帮助公司触达更多之前布局尚浅的区域。截至 2021 年末，公司门店数量达到 4502 家，较 2021 年初净增门店数量为 313 家，较 2021 年三季度末净增加 145 家。省代能够整合市场优质客户资源，激发渠道发展活力。我们预计未来公司线下门店有望加速拓展。

优化黄金配货模型，加大黄金铺货力度：2021 年公司将部分入网费与省代平台分成，加大省代平台拓店和黄金铺货的积极性，从运营方面来看，省代将通过区域黄金展销配货服务中心，加速配货补货结构，同时公司也会联合省代平台，也会为加盟商的黄金采购提供资金支持，提升资金周转效率，减轻加盟商的铺货压力，提升黄金销售的占比。

公司致力于产品创新，紧跟消费潮流灵活组合产品。公司于 2021 年陆续推出了“LOVE100 星座极光钻石大师系列”、“非凡古法黄金系列”特色产品，一方面完善自身的镶嵌类产品的体系，另一方面也抓住古法金等黄金产品消费潮流，围绕黄金产品的目标人群、应用场景等元素构建了“欢乐童年、浪漫花期、幸福花嫁、吉祥人生、美丽人生、璀璨人生”六大产品线，加强时尚类、文创类黄金的研发推广。

盈利预测与投资评级：公司是我国黄金珠宝行业头部企业，规模优势明显，品牌整体较为年轻，符合新时代消费者定位。省代模式下开店速度和黄金铺货力度明显加快，我们出于谨慎将公司 2021-23 年归母净利润从 13.1/15.7/18.9 亿元下调至 12.3/14.5/17.3 亿元，同比+22%/18%/19%，最新收盘价对应 2021-23 年 PE 为 15/13/11 倍，维持“买入”评级。

风险提示：门店拓展不及预期，加盟店标准化管理和品控风险等。

（证券分析师：吴劲草 研究助理：谭志千）

梦洁股份（002397）：实施高端品牌战略，期待改革显效

投资要点

国内家纺龙头，业绩仍待复苏。起源于 1956 年创办的长沙被服厂，旗下拥有梦洁、寐（2003 年创立）、梦洁宝贝（2006）、梦洁家居（2010）、线上品牌觅（2010）、七星洗护（2017）等品牌，主营高品质床品+高端洗护服务，连续 12 年（2009-2020）位列国内高端床上用品市场销量第一。2020 年营收 22.2 亿元/同比-14.73%、归母净利润 4492 万元/同比-47.39%。2021 年前三季度业绩有所回升，但尚未恢复至疫情前水平，营收同比+12.8%/较 2019 年同期-9.3%、归母净利润同比+8.8%/较 2019 年同期-72.0%（费用增加致利润恢复程度不及营收）。截至 2021H1 共 1878 家门店（直营 483+加盟 1395 家）。

渠道下沉受阻净关店，线上渠道保持双位数增长。2019 年开启智慧零售变革，推动智慧小店下沉三四线城市及重点社区，全年新开 949 家智慧小店；2020 年疫情爆发，智慧小店抗风险能力较低、渠道下沉策略受阻，公司重新调整渠道策略，2020、2021 连续两年净关店，线下销售受影响较大。1）分渠道看，线上渠道保持双位数增长。2020 年线上/直营/加盟收入分别同比+10.4%/-18.2%/-20.0%，占比分别为 19.4%/39.0%/41.5%，直营/加盟店数量分别较 2019 年减少 12%/13%；2021H1 线上/直营/加盟收入分别同比+14.2%/+4.6%/+25.9%，占比分别为 18.8%/38.6%/42.7%，直营/加盟店数量分别较 2020 年末减少 2%/11%。2）分产品看，全品类均待进一步复苏。2021H1 套件/被芯/枕芯/其他收入分别同比+29.3%/+18.2%/+47.5%/-9.6%，较 2019H1 分别-11.2%/-14.8%/-9.7%/-8.8%，收入占比分别为 39.0%/29.1%/6.6%/25.2%。

聚焦高端发展战略，打造高端床品第一品牌。2021 年初公司与国内知名咨询机构上海君智合作，从产品、渠道、运营、传播四个维度战略重塑梦洁品牌，2021 年 5 月举行高端战略发布会。1）产品：国内首家获 7A 原料及高端认证的床品企业，凸显产品品质；任命前 LV 设计总监 Vincent 为全球床品研究中心创意总监，凸显高端设计。2）渠道：发布全新终端形象，打造集品牌形象、高端产品、洗护服务于一体的综合体验场所。2021H1 公司积极调整渠道以适应高端战略，直营/加盟店较 2020 年末分别减少 9/178 家。3）运营：着力打造“零售+服务”模式，针对高端床品“难洗、难晒”痛点，推出会员专享奢品级洗护服务。4）传播：2021 年 8 月签约顶级流量明星肖战为品牌代言人，官宣当日梦洁线上销售额破 6000 万。

定增预案终止，股权激励有助于调动管理层积极性。2021 年 2 月公司披露了定增预案，拟募资 5 亿元用于品牌升级渠道建设、高端洗护中心建设、蚕丝原料基地建设三个项目，2022 年 2 月决定终止此次定增。2021 年 4 月推出第五期限限制性股票激励计划，激励对象包括涂云华（董事、副总经理）、黄惠华（总经理）、成艳（副总经理）等高管及核心管理人员，两次行权期的行权条件分别为：2021 年及 2022 年累计净利润、2023

年净利润分别不低于 1 亿元、2 亿元。

盈利预测与投资评级：公司为国内家纺龙头，疫情爆发后经历了重大战略调整，业绩尚未完全复苏。2021 年以来积极寻求战略变革，确立了聚焦高端品牌战略，卡位竞争相对较小市场（“梦洁”品牌价格带 499-3999 元、“寐”品牌价格带 1999-4999 元，高于同行罗莱品牌 800-3000 元）。我们认为高端品牌战略有利于公司发挥优势、强化竞争力，预计 2021-2023 年公司归母净利润分别同比 11.3%/20.0%/20.7%，对应 PE 分别为 55X/45X/38X，首次覆盖给予“中性”评级。

风险提示：疫情反复影响居民消费，营销效果不及预期，股东减持等。

（证券分析师：李婕 研究助理：赵艺原）

金博股份（688598）：2022Q1 业绩预告点评：业绩大超预期，热场龙头加速扩产进入业绩释放期

事件：公司发布 2022 年第一季度业绩预告。

投资要点

2022Q1 业绩大超预期，单吨利润维持高位

金博股份预计 2022Q1 归母净利润为 1.9-2.1 亿元，同比+146%-172%，大超市场预期。2022Q1 扣非归母净利润为 1.3-1.45 亿元，同比+75-95%，我们预计 Q1 出货量约 550 吨，预计剔除股份支付费用和可转债利息影响的扣非归母净利润对应的单吨利润为 29.8-32.5 万元。

热场加速扩产，进入业绩释放期

2021 年金博股份的热场产能 1600 吨，产量 1706 吨，产能利用率达 107%，现有及在建产能共 1950 吨。定增扩产 1500 吨产能，已拿到环保局的环评批复，完成了厂评，正在打桩建设，最快在 2022Q2 进行设备调试，定增达产后，公司产能可达到 3450 吨（老厂区 550 吨+IPO 扩产 300 吨+IPO 超募 500 吨+可转债 600 吨+此次定增 1500 吨）。

金博股份推进技术降本，盈利能力维持高位

市场担心热场供大于求，但我们认为随着 2022 年下半年硅料供给约束解除，下游稼动率会逐步上升。热场降价符合光伏行业降本增效的趋势，2018-2020 年，公司热场单吨售价由 135 万元降到 95 万元，我们认为符合光伏行业通过技术进步而不断降本增效的逻辑，且由于技术降本，金博股份 2018-2020 年的毛利率一直保持在 60%以上。我们预计金博股份会持续引导产业链降本，我们预计 2022 年的单吨售价在 70 万左右，单吨利润在 30 万元左右。

依托金博研究院，开启碳基材料平台化布局

（1）半导体领域：公司半导体热场已形成收入，2019-2021 年收入分别为 203 万元、699 万元、2436 万元。（2）SiC 领域：碳粉作为公司气相沉积工艺副产品，具有纯度高、成本低等优势；金博股份已进行试制高纯碳粉、高纯碳化硅粉、SiC 热场。长期看，SiC 热场在 SiC 器件中的成本占比为 10%，未来市场空间广阔。目前公司在 SiC 热场领域已经做出

50PPM 以内的保温材料，4 月开始送样，在 SiC 热场领域领先布局。（3）氢能：公司现拥有 III 型碳纤维全缠绕氢气瓶，拟开发气体扩散层/碳纸和 IV 型碳纤维全缠绕氢气瓶。2021 年 12 月金博氢能与广东联悦签署合作协议，广东联悦负责金博氢气销售。（4）碳陶刹车：新能源汽车用碳陶刹车盘业务进展顺利，已经提上量产日程。将在 2022Q2 进行认证，公司将老工厂的部分产能进行陶瓷化改造，补齐碳陶的产能短板。2021 年 12 月金博碳陶与湖南湖大艾盛汽车技术开发有限公司签署战略合作协议，开展碳/陶复合刹车材料的推广应用。

盈利预测与投资评级：随着下游扩产+技术迭代，我们将公司 2022-2024 年的归母净利润预测由 6.57/8.98/11.68 亿元调整为 7.08（上调 8%）/8.98/11.68 亿元，对应当前股价 PE 为 27/21/16 倍，维持“买入”评级。

风险提示：下游资本支出不及预期；设备研发及市场开拓低于预期。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：朱贝贝 研究助理：刘晓旭）

泸州老窖（000568）：2021 年业绩快报点评：全年圆满收官，业绩表现亮眼

事件：公司全年实现营业收入 203.8 亿元（yoy+22.4%），归母净利润 78.5 亿元（yoy+30.7%）。单季度看，2021Q4 实现营业收入 62.8 亿元（yoy+24.4%），归母净利润 15.7 亿元（yoy+31.8%）

投资要点

2021 年圆满收官，盈利能力继续提升。公司 2021 年全年实现营业收入 203.8 亿元（yoy+22.4%），归母净利润 78.5 亿元（yoy+30.7%），符合市场预期。公司四季度收入分别增长 40.9%/5.7%/20.9%/24.4%，归母净利润分别增长 26.9%/36.4%/28.9%/31.8%。全年业绩实现快速提升主要系：1）中高端产品占比持续提升，截至到 2021H1 中高档酒销售收入占比 88%，环比年初提升 2pct，预计下半年在国窖保持良性增速、特曲提速的状态下，全年产品结构持续优化。2）费用率下降，主要系公司实施精细化管理，关注费效比的提升，进一步降低费用率。

东进南图，持续均衡全国化布局发展。公司 2021 年在传统市场保持竞争优势，继续东进南下，在华东华南加大投入；我们认为 2022 年公司全国化布局思路仍将延续，十四五期间公司将推进“城市群样板市场打造”，选定包括上海、深圳等九大样板市场进行精耕，旨在实现更均衡发展。

股权激励方案落地，充分彰显公司业绩增长信心。2020 年底公司提出“十四五”期间国窖 1573 新百亿目标，即 2022 年和 2025 年销售口径收入分别要突破 200 和 300 亿元；2021 年股权激励方案终落地，核心高管激励充分，有望进一步提升内部效率和激发体制活力。

盈利预测与投资评级：激励落地、团队士气足、销售队伍年轻化将充分为公司中长期发展蓄力。我们预计公司 2022-2023 年 EPS 为 6.70/8.33 元，当前市值对应 2022-2023 年 PE 为 31/25X 倍，维持“买入”评级。

风险提示：疫情影响增强、消费复苏不及预期、海外局势进一步动荡

(证券分析师: 汤军 证券分析师: 王颖洁)

飞亚达 (000026): 2021 年业绩点评: 效率改善盈利能力, 疫情拖累 Q4 业绩**投资要点**

业绩略低于我们预期, 2021Q4 多地疫情反复叠加自然灾害拖累公司业绩。公司 2021 年实现营业收入 52.4 亿元, 同比+23.57%, 归母净利润 3.9 亿元, 同比+31.87%。其中 2021Q4 实现营业收入 11.6 亿元, 同比-10.78%, 较 2019Q4+20.16%; 归母净利润 0.45 亿元, 同比-42.94%, 较 2019Q4+21.73%。受 2021H2 以来社零数据同比增速较低和疫情扰动的影响, 2021Q4 整体增速回落。

自有品牌稳步增长, 盈利能力同比提升。分业务看, 1) 2021 年公司手表品牌业务实现收入 10.12 亿元, 同比+4.37%, 毛利率同比+0.43pp 至 71.57%, 飞亚达品牌全年新开购物中心自营店 100 家, 平均客单价同比提升 12%; 2) 手表零售服务业务 2021 年实现收入 39.11 亿元, 同比+30.32%, 毛利率同比+0.91pp 至 27.65%。2021 年亨吉利稳步拓展新店并进行老店改造, 中高端渠道占比超 55%, 老店平均单店产出同比+27.93%, 平均客单价同比+25.44%; 3) 2021 年公司精密科技业务实现收入 1.50 亿元, 同比+8.13%, 公司积极布局精密科技业务, 在光通讯、激光器基础上开拓了航空航天、医疗器械等新市场, 智能穿戴业务通过打造爆品实现收入同比增长 70%; 4) 租赁及其他业务分别实现收入 1.51 亿元/0.19 亿元, 同比分别+29.14%/+14.89%。2021 年公司整体毛利率下降 0.46pp 至 37.34%, 由于公司规模显著, 2021 年期间费用率降低 1.8pp 至 26.77%, 2021 年销售净利率同比+0.47pp 至 7.40%, 为 2017-2021 年历史最高位。

现金流稳定, 经营能力显著提升。现金流量方面, 公司 2021 年经营现金流 5.47 亿元, 同比+44.69%, 经营现金流/经营活动净收益为 114.11%, 经营现金流状况良好。营运能力方面, 公司 2021 年存货周转天数同比-37 天至 218 天; 应收账款周转天数同比-7 天至 30 天, 经营效率显著提升。

名表消费回流趋势仍将持续, 自有品牌龙头地位稳固。我们认为境内外价差收窄及消费者对服务需求的提升将持续推动名表消费回流, 公司有望凭借优秀渠道建设和飞亚达品牌影响力不断提升整体市场份额。

盈利预测与投资评级: 国内名表消费持续扩容, 我们维持此前盈利预测, 预计公司 2022-2024 年归母净利润为 4.5、5.2、5.9 亿元, 同比+17%、+15%、+12%, 对应 PE 分别为 9、8、7X。公司当前估值性价比较高, 维持“买入”评级。

风险提示: 钟表消费市场不确定性较大; 海外消费回流不及我们预期, 名表供应受疫情影响; 新零售渠道发展不及我们预期; 新业务培育不及我们预期。

(证券分析师: 张潇 证券分析师: 邹文婕)

华熙生物 (688363): 2021 年年报点评: 营收同增 80%+, “四位一体”推进顺利, 功能性护肤增速持续强劲

投资要点

事件: 公司发布 2021 年年度报告。2021 年实现营收 49.5 亿元, 同比+87.9%; 归母净利润 7.8 亿元, 同比+21.1%; 扣非归母净利润 6.63 亿元, 同比+16.7%。公司拟每 10 股派发现金红利 4.90 元, 公司预计派发现金红利总额为 2.35 亿元, 占归母净利润的 30.06%。

分季度看, Q1-Q4 单季度公司营收分别同增 111%/100%/66%/87%, 归母净利润分别同增 41%/31%/14%/9%, 扣非净利润分别同增 48%/19%/1%/11%。

公司毛利率总体较为稳定, 业务扩展和孵化使得销售费用率有所提升。2021 年公司毛利率为 78.1%, 同比下降 3.3pct, 毛利率总体较为稳定。从费用端看, 2021 年公司销售/管理/研发费用率分别为 49.2%/6.1%/5.7%, 分别同比变化 7.4pct/0.0pct/0.3pct。医美战略升级元年、功能性食品孵化等因素使得销售费用率有所提升。

“四位一体”推进顺利, 功能性护肤增速持续强劲。公司业务涵盖原料、医疗终端、功能性护肤品和功能性食品板块, 2021 年原料/医疗终端/功能性护肤品分别实现营收 9.0/7.0/33.2 亿元, 分别同比增长 28.6%/21.5%/146.6%, 营收占比分别为 18%/14%/67%。(1) 原料: 增速相对较快, 天津工厂竣工后产能提升空间较大, 创新原料同增 120%。(2) 医疗终端: 2021 年是医美业务战略升级元年, “面部年轻化”产品体系持续构建, 在研产品覆盖水光类、填充类、胶原蛋白和再生类。(3) 功能性护肤品: 2021 年四大品牌润百颜、夸迪、米蓓尔、BM 肌活均实现翻倍以上增长, 多元化渠道布局, 重视打造明星大单品。(4) 功能性食品: 功能性食品元年开端良好, 推出三大功能性食品品牌, 包括玻尿酸水品牌“水肌泉”、透明质酸食品品牌“黑零”和透明质酸果饮品牌“休想角落”。

盈利预测与投资评级: 公司是全球透明质酸产业龙头, 原料业务稳步发展, 不断向终端医疗器械、化妆品和食品等领域延伸, “四轮驱动”下一体化优势稳固。考虑 21 年公司各板块发展情况较好, 我们将公司 2022-23 年归母净利润由 9.80/12.27 亿元上调至 9.81/12.32 亿元, 预计 2024 年归母净利润为 15.20 亿元, 当前市值对应 2022-24 年 PE 分别为 55x/44x/36x, 维持“买入”评级。

风险提示: 竞争加剧, 食品安全, 行业监管风险, 产品推广不及预期。

(证券分析师: 吴劲草 证券分析师: 汤军 证券分析师: 张家璇 研究助理: 宋小雯)

三花智控 (002050): 1-2 月经营数据亮眼, 利润率小幅承压

投资要点

2021 年营收同比+32%、归母净利润+15%, 业绩基本符合我们的预期。

公司发布 2021 年业绩快报，实现营收 159.71 亿元，同增 31.9%；实现归母净利润 16.82 亿元，同增 15.0%。其中 2021Q4 实现营收 42.51 亿元，同增+20.9%；实现归母净利润 3.89 亿元，同增+50.6%。利润增速低于营收，主要原因为铜&铝等大宗原材料价格上涨、海运运费上涨、兑美金汇率降低所致。受益于传统制冷板块能效升级带来的结构性增长及 Tesla 等新能源车大客户 2022 年 1-2 月亮眼的销售表现，2022 年 1-2 月公司实现营收 30.6 亿元左右，同增 40%左右；归母净利润 2.9 亿元左右，同增 30%左右，我们预计汽零出货持续环比增长，传统制冷保持较好增长，2022Q1 经营业绩有望延续 1-2 月高增态势。

传统制冷下游景气相对较好，整体稳增、部分产品受益能效升级增速更快。国内空调等白电需求恢复，2021 年全年销售 15205 万台，同比 10.1%（其中，内销空调销售 8527 万台，同比+6.5%），同比增速转正。1）传统产品四通阀、电磁阀等销售额市占率仍处于行业前列，能效标准提升背景下、电子膨胀阀产品结构性表现亮眼；2）微通道海外业务需求旺盛，但由于海运费上涨，导致净利润下滑较多。3）亚威科目前已实现扭亏为盈且有望持续，但渗透率仍有提升空间。我们预计 2021 年传统制冷板块营收同比+16%，2022-2023 年保持 CAGR=10%稳步增长。

受益于大客户销量高增+ASP 提升，汽零业务维持翻倍增长。新能源汽车高歌猛进，2021 年国内新能源乘用车销量 329 万辆，同比+180.7%明显提速；核心客户方面，Tesla2021 年交付 93.6 万辆，同比 87.4%，其中 Model3/Y 销量分别 50 万辆/41 万辆，同比+36.9%/+414.2%，其他新能源汽车品牌蔚来、沃尔沃等持续放量。主流车型热泵集成化组件逐步成为“标配”，带动 ASP 提升。随老客户定点车型销量提升+后续定点项目逐步放量，我们预计 2022 年汽零业务有望接近 50%增长，但由于原材料或仍将处于高位，我们预计汽零毛利率有所下降。

盈利预测与投资评级：受大宗涨价及海运等影响，我们下调公司 2021-23 年归母净利润分别为 16.8 亿元（-1.7 亿元）、23.9 亿元（-0.2 亿元）、30.2 亿元（-0.4 亿元），同比分别+15%、+42%、+26%，对应现价 PE 分别 37x 倍、26x 倍、20x 倍，目标价 20.1 元，对应 22 年 30 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示：家电销售不及预期，新能源汽车销量不及预期，竞争加剧

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：柴嘉辉 研究助理：谢哲栋）

纳微科技（688690）：2021 年年报点评：下游持续高景气度，公司进入高速发展快车道

投资要点

事件：2021 年实现营业收入 4.5 亿元，同比增长 117.7%；实现归母净利润 1.9 亿元，同比增长 158.8%；实现扣非后归母净利润 1.7 亿元，同比增长 172.1%，业绩好于我们预期。

Q4 单季度业绩持续高增长，经营性现金流大幅增加：2021Q4 公司实现收入 1.6 亿元，同比增长 112.7%，实现归母净利润 7283 万元，同比增长

119.5%；实现扣非后归母净利润 6266 万元，同比增长 115.6%，单季度业绩继续保持高速增长。2021 年公司销售费用为 6626 万元（+109.4%，同比，下同），销售费用率为 14.84%（-0.60pp）；管理费用为 4754 万元（+71.2%），管理费用率为 10.65%（-2.70pp）；研发费用为 6610 万元（+98.7%），研发费用率为 14.81%（-1.42pp），2021 年公司实现经营性现金流净额 1.6 亿元，同比增长 118.2%。

生物制药行业高景气，公司相关业务快速增长：受益于中国生物医药产业高景气度，公司主营业务尤其是用于大分子药物纯化的离子交换层析介质和层析介质等产品保持高速增长。分业务看，2021 年色谱填料和层析介质的产品实现收入 3.5 亿元（+148.5%），其中应用于药企正式生产或三期临床项目的色谱填料和层析介质产品收入约为 1.6 亿元；液相色谱柱及样品前处理产品实现收入 3166 万元（+77.6%）；IVD 用核心微球产品实现收入 1580 万元（+87.7%）；光电领域微球产品实现收入 3768 万元（+78.5%）。考虑到集采政策、供应链安全考虑和疫情因素，公司作为国产色谱填料龙头迎来市场扩张和份额提升双重红利，预计未来将继续迎来业绩的高速增长。

持续加快新产品开发和产业化应用，积极布局新业务增长点：2021 年公司开发出与进口同类产品性能相当的混合模式离子交换层析介质、胰岛素专用高性能反相硅胶色谱填料和离子交换层析介质产品，相比进口填料供货周期短，并实现稳定大批量供货。高载量 ProteinA 亲和层析介质、Unichiral 系列涂覆型高性能手性色谱填料已经实现规模销售；化学发光用磁珠、乳胶微球、荧光微球等产品逐步转向量产，并在国内多家诊断试剂厂商开展验证测试工作和部分实现应用。2021 年上半年公司合作出资设立了纳微生命科技，重点加大磁珠等产品开发和市场拓展力度，抓住体外诊断上游原材料国产替代机遇，快速实现产业化应用。

盈利预测与投资评级：考虑到公司迎来市场扩张和份额提升双重红利，我们将 2022-2023 年 EPS 从 0.62/0.96 元上调至 0.72/1.11 元，同时预测 2024 年归母净利润为 6.45 亿元，当前市值对应 2022-2024 年 PE 分别为 113 倍、74 倍、51 倍，维持“买入”评级。

风险提示：市场竞争加剧风险，下游行业政策风险等

（证券分析师：朱国广 研究助理：汪澜）

迈为股份（300751）：2021 年报点评：规模效应利润增速远超收入增速，看好 HJT 时代自身 α 凸显

事件：公司发布 2021 年年度报告。

投资要点

业绩偏预告上限，规模效应下利润增速高于收入增速

2021 年公司实现营业收入 31 亿元，同比+35%；归母净利润为 6.4 亿元，同比+63%，偏业绩预告区间 5.8-6.8 亿元上限，超我们预期；扣非归母净利润为 6 亿元，同比+76%。Q4 单季度来看，实现营收 9.1 亿元，同比+36%；归母净利润 1.9 亿元，同比+56%，规模效应下利润增速高于收入增速。

盈利能力稳定上升，持续加大研发投入

2021 年公司综合毛利率为 38.3%，同比+4.3pct，主要系公司持续进行研发降本，对原材料及零部件进行国产替代，并且随着采购规模上升，议价能力增加，使得公司产品在保持价格基本不变的情况下，毛利率有所增长；销售净利率为 20.3%，同比+3.3pct。Q4 单季的综合毛利率为 38.1%，同比+5.5pct；销售净利率为 20%，同比+1.5pct。

2021 年公司期间费用率为 19.2%，同比+1.9pct，其中销售费用率为 6.4%，同比+1.4pct；管理费用率（含研发）为 13.7%，同比+2.1pct，2021 年公司研发投入为 3.3 亿元，同比+100%，研发投入占营业收入比例为 10.7%，同比+3.5pct，截至 2021 年末公司研发人员 899 人，同比+131%，占员工总数的 33%，公司持续加大研发投入，不断开发面向 HJT 领域、半导体领域、OLED 领域新产品；财务费用率为-0.9%，同比-1.5pct。

合同负债&存货高增，业绩增长确定性强

截至 2021 年末，公司合同负债为 24.1 亿元，同比+50%，表明公司在手订单充足；存货为 28.1 亿元，同比+34%，主要系发出商品较多为 19.1 亿元，占存货比例达 68%，但公司存货周转速度较快，2021 年周转天数为 462 天，同比减少 35 天。经营活动净现金流来看，2020Q4 以来公司经营净现金流持续为正，2021 年公司经营活动产生的现金流量净额为 6.6 亿元，同比增长 75%，主要得益于公司营收高增同时客户支付的预付款增多。

HJT 新增产能高增，2022 年 HJT 降本增效加速进行

我们预计 2022 年 HJT 新增产能约 20-30GW，2023 年新增产能进入非线性高增长，若假设龙一设备商迈为股份市占率 70%+（2021 年为 72%），即迈为股份 2022 年约 20GWHJT 订单，即光伏主业可达 80 亿元订单规模。2022 年 HJT 降本增效加速，包括“量产效率达 25%的微晶技术+SMBB+银包铜+国产银浆+硅片薄片化”等技术纷纷导入量产。我们预计 2022 年底实现与 PERC 的每 W 制造成本打平，2023 年行业内新旧玩家均将开启 HJT 大规模扩产，中性假设下 2023 年行业扩产可达 50GW 以上。

盈利预测与投资评级：公司作为具备先发优势的 HJT 整线设备龙头充分受益于 HJT 电池加速扩产，长期泛半导体领域布局打开广阔成长空间。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 9.19/13.99/21.69 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 64/42/27 倍，维持“买入”评级。

风险提示：新品研发不及市场预期，HJT 设备扩产不及市场预期。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：朱贝贝 研究助理：刘晓旭）

亿纬锂能（300014）：加码动力储能布局，再推员工持股计划

投资要点

事件：1）子公司亿纬动力拟在荆门投建 20gwh 方形铁锂电池、48gwh 动力储能电池项目（18+15+15gwh），总投资 126 亿。2）发布第九期员工持股计划，资金规模上限 1.8 亿。3）拟用自有资金 1.5-3 亿回购公司股票，

回购价格不超过 129 元/股。

产能规划逐步落地，扩产提速。公司已稳定供货戴姆勒、现代、小鹏，并获得宝马两个定点、欧洲戴姆勒定点、及新增国内某客户定点。公司此前公告在荆门将建设产能 153gwh 电池产业园，此次 20+48gwh 项目为此前的规划落地，其中 20gwh 为方形磷酸铁锂电池，48gwh 为动力储能电池，我们预计建设周期 1-2 年，有望从 2023H2 开始逐步投产。此外，公司成都规划 50gwh、惠州已建成 10gwh 软包、与林洋合资 20gwh，合计产能规划近 250gwh。

多技术布局，已获大客户绑定，2022-2023 年出货量多点开花。2021 年动力储能电池预计出货 12-13gwh，同比翻番；2022 年预计出货 27-30gwh，其中三元软包 10gwh，+42%；铁锂电池 17-20gwh，+300%，其中储能贡献 8gwh 增量，出货弹性大；2023 年磷酸铁锂继续贡献贡献增长，且公司大圆柱 20gwh 产能释放，有望贡献 10gwh 出货量，同时公司 10gwh 三元方形达产，出货量有望达到 55-60gwh，继续翻番增长。

强化供应链布局，2023 年助力提升盈利水平。2021Q4 以来，公司电池涨价约 20%，已传导部分原材料上涨压力。2022H2 公司自建/合资供应链将逐步投产，有望降低成本，助力盈利恢复。目前公司与华友钴业、德方纳米、贝特瑞、新宙邦、大华化工、恩捷股份、中科电气、蓝晓科技已合作战略性布局镍、电解液、铁锂、高镍、锂资源、隔膜、负极等，供应链管理进一步完善 2022Q3 碳酸锂 2 万吨产能释放，年内有望贡献 5000 吨，优质稳定的上游材料供给将保障公司全面扩产，公司技术+客户+供应链管理均处于国内第一梯队。深度绑定优质客户，支撑公司动力电池业务持续高增。

盈利预测与投资评级：由于原料上涨，公司短期盈利承压，我们小幅下修公司业绩预期，我们预计 2021-2023 年归母净利润 29.1/40.2/71 亿元（原预测 29.97/47.35/75.81 亿元），同比增长 76%/38%/77%，对应 49/36/20xPE，给予 2022 年 55xPE，目标价 116.6 元，维持“买入”评级。

风险提示：销量及盈利不及预期，原材料成本上涨，竞争加剧等。

（证券分析师：曾朵红 研究助理：岳斯瑶 证券分析师：阮巧燕）

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>