

看好春节后的反弹行情

2022年1月30日

投资要点:

- **近期市场疲弱主因: 看到稳增长的诉求, 但政策落地慢于预期, 经济悲观预期尚未修复。**市场并不怀疑稳增的决心, 疑虑的是落地时点与效果, 经济工作会议后政策落地慢于市场预期, 叠加各地疫情扩散, 今年可能再次就地过年, 消费继续对 Q1 GDP 造成拖累, 导致经济悲观预期迟迟未能修复。值得一提的是, 信号发出-政策落地-预期好转本就存在时滞, 这一过程充斥质疑、纠结、反复, 但绝不会缺席, 时间站在乐观者一边。
- **对全年继续明确乐观。**中央经济工作会议是一切宽松的开端, 财政及货币均有明确抓手, 市场不存在系统性风险。近期多省市密集召开民企座谈会, 肯定民营经济重要地位, 强调民企发展决心。稳增长要四两拨千斤, 政府增强企业信心, 宽货币向宽信用传导, 实现全社会扩大投资再生产。我们认为民企座谈会对于 A 股意义特殊, 复盘来看, 2018、2020 年两次企业家座谈会后半年, 社融、股市均明显企稳回升, 我们对后续社融、股市企稳充满信心。
- **稳增长逻辑演绎需要数据佐证, 信贷开门红是关键。**经济工作会议释放的稳增长决心降低了 2022 年股市的系统性风险, 但市场担心稳增长落地效果, 索性按底线维稳方案演绎: 越看不到经济企稳的希望, 政策越可能放松地产, 表现为地产链普涨。稳增长的逻辑演绎需要数据佐证, Q1 的信贷开门红将成为关键, 即能否实现宽货币向宽信用的传导, 从而直接影响经济悲观预期的修复。
- **若 1 月信贷开门红, 市场风格有望重回成长, 反之稳增长板块可能延续。**若 1 月信贷投放不及预期, 会继续加深对稳增长效果的怀疑, 从而期待更为宽松大力度的稳增长措施, 基建、地产板块仍将延续, 我们更倾向受益于基建的电网改造、管网排查、农业安全。若 1 月信贷开门红, 对经济的悲观预期修复, 稳增长板块逐步进入兑现期, 市场风格有望重回高成长。前期跌幅较深的成长板块有望重回升势。重点关注: 双碳(锂电、电网、智能驾驶)、数字经济(互联网、半导体、云计算、元宇宙)。

■ 本月十大金股

单位: 元(人民币)

代码	简称	行业	21EPS	22EPS	21PE	22PE
688556.SH	高测股份	机械	1.05	2.18	64	31
300751.SZ	迈为股份	机械	5.84	8.51	84	58
600519.SH	贵州茅台	食品饮料	41.41	47.58	46	40
600808.SH	马钢股份	钢铁	1.45	1.56	3	3
000811.SZ	冰轮环境	公用事业	0.46	0.59	27	21
3690.HK	美团-W	传媒互联网	-2.8	-0.4	-	-
600588.SH	用友网络	计算机	0.12	0.24	291	145
0728.HK	中国电信	通信	0.28	0.32	9	7
300750.SZ	宁德时代	电新	6.52	12.94	91	46
300763.SZ	锦浪科技	电新	2.06	4.24	114	55

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 对应 PE 收盘价截止日为 2022/1/28, 盈利预测来源于东吴证券研究所, 汇率数据截至 2022/1/28, 港元兑人民币中间价为 0.81824。

- **风险提示:** 全球疫情反复、疫苗有效性不及预期; 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 陈 李

执业资格证书号码: S0600518120001

yjs_chenl@dwzq.com.cn

证券分析师 姚 佩

执业资格证书号码: S0600520090005

yaopei@dwzq.com.cn

证券分析师 周尔双

执业资格证书号码: S0600515110002

zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 汤 军

执业资格证书号码: S0600517050001

tangj@dwzq.com.cn

证券分析师 杨 件

执业资格证书号码: S0600520050001

yangjian@dwzq.com.cn

证券分析师 刘 博

执业证号: S0600518070002

liub@dwzq.com.cn

证券分析师 张良卫

执业资格证书号码: S0600516070001

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 王紫敬

执业资格证书号码: S0600521080005

wangzj@dwzq.com.cn

证券分析师 侯 宾

执业证号: S0600518070001

houb@dwzq.com.cn

证券分析师 曾朵红

执业资格证书号码: S0600516080001

zengdh@dwzq.com.cn

内容目录

1. 策略分析	3
2. 本月十大金股推荐	4
2.1. 机械：高测股份	4
2.2. 机械：迈为股份	5
2.3. 食品饮料：贵州茅台	7
2.4. 钢铁：马钢股份	8
2.5. 公用事业：冰轮环境	9
2.6. 传媒互联网：美团-W	9
2.7. 计算机：用友网络	10
2.8. 通信：中国电信（港股）	11
2.9. 电气设备：宁德时代	12
2.10. 电气设备：锦浪科技	13
3. 本月十大金股财务数据	14
4. 风险提示	14

1. 策略分析

1、近期市场疲弱主因：看到稳增长的诉求，但政策落地慢于预期，经济悲观预期尚未修复。中央经济工作会议高举高打，释放稳增信号：“稳字当头”、“以经济建设为中心”。市场并不怀疑稳增的决心，毕竟稳增长不仅是经济问题，更是政治问题。东吴年度策略《燎原》指出农民工就业与骤增的高校毕业生，是保证二十大召开的民生底线。市场疑虑的是落地时点与效果，经济工作会议后政策落地慢于市场预期，叠加各地疫情扩散，今年可能再次就地过年，消费继续对 Q1 GDP 造成拖累，导致经济悲观预期迟迟未能修复。**市场需要更多数据佐证，修复悲观的经济预期**，比如：信贷开门红、财政支出加快带来的存款下降、过去三个月专项债加速带来的基建上行、地产边际宽松下销售开工结束硬着陆趋势，以上都可期待跟踪。

信号发出-政策落地-预期好转本就存在时滞，这一过程充斥质疑、纠结、反复，但绝不会缺席，时间站在乐观者一边。“以经济建设为中心”此前出现在 2014 年与 2018 年底的经济工作会议，次年的政策都是明确积极宽松的。但回头看，即便 2018 年 11 月初民企座谈会已释放明确的稳定信号，但上证综指在会后一个月仍跌至 2440 低点。直到 2019 年初降准及 1 月 3.2 万亿天量信贷后，市场才开始扭转经济的悲观预期。我们要强调的是牛市需要的共识不是实际的经济企稳，而是企稳的预期。

2、对全年继续明确乐观。中央经济工作会议是一切宽松的开端，财政及货币均有明确抓手，市场不存在系统性风险。近期多省市密集召开民企座谈会，肯定民营经济重要地位，强调民企发展决心。稳增长要四两拨千斤，政府增强企业信心，宽货币向宽信用传导，实现全社会扩大投资再生产。我们认为民企座谈会对于 A 股意义特殊，复盘来看，2018、2020 年两次企业家座谈会后半年，社融、股市均明显企稳回升，我们对后续社融、股市企稳充满信心。

3、稳增长逻辑演绎需要数据佐证，信贷开门红是关键。经济工作会议释放的稳增长的决心降低了 2022 年股市的系统性风险，但市场担心稳增长落地效果，索性按底线维稳方案演绎：越看不到经济企稳的希望，政策越可能放松地产，表现为地产链普涨。稳增长的逻辑演绎需要数据佐证，Q1 的信贷开门红将成为关键，即能否实现宽货币向宽信用的传导，从而直接影响经济悲观预期的修复。

若 1 月信贷开门红，市场风格有望重回成长，反之稳增长板块可能延续。我们对 Q1 信贷开门红较为乐观，央行的降息降准降低融资成本，各地召开民企座谈会稳定企业家信心，但 1 月信贷开门红面临不确定性，今年春节较早可能限制大型银行节前的信贷投放，且面临 2021/1 的 3.8 万亿高基数，若 1 月信贷投放不及预期，会继续加深对稳增长效果的怀疑，从而期待更为宽松大力度的稳增长措施，基建、地产板块仍将延续，我们更倾向受益于基建的电网改造、管网排查、农业安全。若 1 月信贷开门红，对经济的悲观预期修复，稳增长板块逐步进入兑现期，市场风格有望重回高成长。前期跌幅较深的

成长板块有望重回升势。重点关注：双碳（锂电、电网、智能驾驶）、数字经济（互联网、半导体、云计算、元宇宙）。

4、互联网监管态度出现重大拐点，高层肯定过去一年政策成效。我们认为对互联网的监管态度已出现重大拐点：2021/8 习近平总书记在深改委会议提出“防止资本无序扩张初见成效”，2021/12 中财办副主任韩文秀提到“防止资本无序扩张取得重要成效”，从“初见成效”到“重要成效”，意味着监管态度出现重大拐点：高层对过去一年的互联网监管效果给予充分肯定。2022/1/15《求是》杂志发表习近平总书记重要文章《不断做强做优做大我国数字经济》，强调数字经济是国家战略，推动数字经济和实体经济融合发展，推进重点领域数字产业发展。

互联网监管靴子有望落地，政策不确定性降低。2021/10 人大已初审《反垄断法》修正案，2021/11 国家反垄断局挂牌成立，2022 年两会若审议通过《反垄断法》修正案，即标志互联网监管靴子落地，这将大幅降低监管政策的不确定性，明确企业扩张行为的边界。**即便互联网业绩难大幅改善，监管周期的结束也有望获得估值提升。**我们认为稳定的政策环境将推动互联网估值回升。参考 2018-2019 年，去杠杆等政策不确定性降低后，2019 年 A 股业绩并未大幅改善背景下也获得估值提升。强监管政策压制企业释放短期利润的积极性，2021Q3 互联网财报普遍低于市场预期，这使得卖方盈利预测更倾向追逐企业给出的业绩指引，但企业的业绩指引又核心受制于监管政策的不确定性。监管收紧导致的行业估值底部，对业绩预测何时回暖的担忧，可能导致缘木求鱼的错失良机。我们认为即使无法回到前期高增水平，政策不确定性降低也将带来港股互联网估值提升。东吴策略与东吴传媒重点推荐：美团、腾讯、快手。

2. 本月十大金股推荐

2.1. 机械：高测股份

投资建议：

1、高测股份为覆盖泛半导体领域的高硬脆材料切割龙头。自 2006 年成立以来，高测股份一直围绕切割技术不断拓展应用场景，打造出“轮胎检测+光伏材料切割+半导体、磁材和蓝宝石切割+切片代工”四条业务增长曲线。受益于下游硅片企业大量扩产，对硅片切片设备与切片耗材的需求快速增长，公司营业收入从 2016 年 1.5 亿元增长到 2020 年 7.5 亿元，2016-2020 营收 CAGR 高达 50%，2021Q1-Q3 前三季度的营业收入达到 9.7 亿元，同比+92%；归母净利润由 2016 的 589 万元上升至 2020 年的 5886 万元，2016-2020 年归母净利润 CAGR 达 77.8%，2021Q1-Q3 前三季度的归母净利润达 1.12 亿元，同比+177.24%。

2、切割设备&耗材需求高增，高测技术优势显著享高市场份额。硅片厂纷纷扩产带动切割设备和耗材需求，根据我们的测算，2021-2025 年切割设备&耗材市场空间合计分

别约为 230、260 亿元。大尺寸趋势下切片环节核心技术难点在于设备兼容性、硅片良率。2020 年公司针对大尺寸硅片切割推出了新一代可调轴距的切片设备，满足 166mm、182mm、210mm 等硅片的切割需求。针对未来可能的半片工艺，通过更小的轴距变换，公司进一步解决细线（40 μ m）、半片尺寸切割的碎片等问题。未来公司有望通过切割设备反哺金刚线业务，形成“设备+材料”双轮驱动的发展格局。

3、进军切片代工释放业绩弹性，专业化分工提高产业链效率。面向硅片厂&电池片厂两类客户，高测的切片代工业务通过专业分工实现降本、增效、提质，同时帮助客户轻资产运行。我们预计公司 2021 年形成 5GW 产能，2022 年形成 16GW 产能，2023 年形成 35GW 产能。对高测来说，切片代工业务可以更好地将公司的研发转化为收入和利润，充分享受技术红利，切片代工服务的盈利来源为代工费+结余硅片售出，结余硅片比例与硅片价格对公司切片代工业务的利润影响较大。

关键假设及驱动因素：

关键假设：1、硅片呈现大尺寸发展趋势，182、210 渗透率不断提升；2、HJT 渗透率持续提升，加速推动硅片薄片化发展；3、切片环节技术更迭快，下游客户投资风险高；4、公司可调轴距设备优势明显，产品竞争力强；5、公司切片技术优势明显，切片效率&硅片良率高。

驱动因素：硅片大尺寸发展趋势；硅片薄片化发展；切片技术更迭快；公司产品竞争力强；公司切片工艺领先。

有别于大众的认识：

1、高测打通切割设备、金刚线和切片工艺三处数据，形成算法推动研发进步，实现应用端-研发端的良性循环；

2、发展切片代工的逻辑：下游硅片厂或电池厂客户寻求高测做切片代工主要系发挥产业链分工的比较优势实现降本、增效、提质，并降低大规模固定资产投资风险；

3、高测切片工艺领先，相比传统硅片厂，单位原材料约有 3%-6%的硅片结余。我们认为随着硅片厂和代工厂的博弈，结余比例会逐步降低，同时代工业务市场空间打开，意味着该模式的逐渐成熟。

股价催化剂：新接订单落地；公司产能释放进展超预期；硅片价格处于高位。

风险提示：行业受政策波动影响风险，市场竞争风险，业务拓展不及预期。

2.2. 机械：迈为股份

投资建议：

1、PERC 丝网印刷设备龙头&内生外延布局 HJT 设备成长为整线龙头。公司在光伏丝网印刷领域打破进口垄断格局，2014-2020 年凭借技术提升以及 PERC 电池扩产高峰到来，公司营收从 0.3 亿元增至 22.9 亿元，GAGR 100%+；归母净利润从 12 万元增至 3.9 亿元。公司自 2019 年开始加大 HJT 设备研发，在丝印设备的基础上向前段核心环节镀膜设备延伸，完成 HJT 整线设备布局，从产业链培育角度推广 HJT 新技术，2021 年从订单角度看，迈为已成长为 HJT 设备整线龙头（市占率超 70%）。迈为所涵盖设备的单 GW 价值量由 PERC 的 0.6 亿元（丝印设备）增长至 HJT 的 4 亿元（HJT 整线设备），公司订单空间增长 6 倍，是本轮电池片技术迭代下最为受益标的。

2、光伏设备贡献最大业绩弹性，2022 年 HJT 降本增效加速进行。我们预计 2022 年 HJT 扩产由新玩家&PERC 产能较少的老玩家推动，我们预计 2022 年 HJT 扩产 20-30GW。我们预计迈为作为 HJT 整线设备龙头，2022 年有望新接 15-20GW HJT 整线订单，市占率达 70%+。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”导入量产。2022 年底实现与 PERC 的每 W 制造成本打平，我们预计 2023 年行业内新旧玩家均将开启 HJT 大规模扩产，2023 年行业扩产可达 50GW 以上。

3、“真空&激光&印刷”三大平台技术横向拓展，泛半导体设备龙头显现。（1）半导体设备：迈为首获晶圆激光开槽设备订单，印证公司研发实力。晶圆切割设备基本被日本 DISCO 垄断，市场份额 90%以上。迈为是国内第一家为长电科技等供应半导体晶圆激光开槽设备的制造商，晶圆激光改质切割设备也即将进行产品验证，半导体设备拓展顺利。2020 年晶圆切割设备市场规模约为 11 亿美元，2021/2022 年分别约为 17/18 亿美元，迈为有望充分受益于国产化进程。（2）OLED 设备：突破大客户京东方，供货国内首台 OLED 弯折激光切割设备。面板环节设备分为，Array，Cell，Module，三个环节，设备占比分别为 70%:25%:5%，迈为股份主要布局的是 Cell 环节和 Module 环节的激光的布局。面板行业的激光设备，年对应市场空间为 60 亿元左右，若国产化率为 30%，则对应空间为 20 亿元。以 12 月迈为中京京东方的 OLED 柔性屏弯折激光切割(Bending Cut)设备为例，设备单价为 3000 万元/台。迈为中标对应的是京东方绵阳 1 台，京东方重庆 1 台，如果日后京东方的屏幕在客户端验证顺利，该设备的市场空间很大。

关键假设及驱动因素：

关键假设：1、HJT 降本路线清晰，是具备诸多优势的下一代电池片解决方案；2、行业大规模淘汰非 210 PERC 产能、新建 210 PERC 产能+新增需求；3、公司是 HJT 整线设备龙头，具备先发优势，HJT 设备市占率有望达 70%+；4、公司产品竞争力兑现，国内份额及海外份额持续增长。

驱动因素：HJT 电池降本路线清晰，需求即将迎来高增；光伏 210 大硅片带来技术迭代趋势确定；专用设备行业赢家通吃性质。

有别于大众的认识：

1、光伏 210 大硅片趋势确定，技术迭代要求下推动设备行业持续景气。行业大规模淘汰非 210 PERC 产能新建 210 PERC 产能，公司作为丝印龙头充分受益。

2、HJT 较 PERC 和 TopCon 有优势。HJT 电池结合了单晶硅与非晶硅电池的优点，具备四大优势：效率提升潜力高；降本空间大：低温工艺+N 型电池更容易实现硅片薄片化；双面对称结构具有更高的双面率；光致衰减率更低。作为单结时代的终结者和多结时代的开启者，HJT 是未来 10 年电池环节的平台型技术。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”导入量产。2022 年底实现与 PERC 的每 W 制造成本打平，我们预计 2023 年行业内新旧玩家均将开启 HJT 大规模扩产，2023 年行业扩产可达 50GW 以上。

股价催化剂：光伏行业景气超预期；迈为市场份额超预期提升；HJT 时代加速到来。

风险提示：行业受政策波动风险；市场竞争风险；设备企业外延拓展不及预期。

2.3. 食品饮料：贵州茅台

投资建议：

1、**公司前三季度业绩稳定，今年营收大概率突破千亿。**茅台 2021 年 Q3 实现营收 255.55 亿元，同比增长 9.86%，实现归母净利润 126.12 亿元，同比增长 12.35%。从产品看，截至 Q3 茅台酒收入 649.92 亿元，同比增长 8.06%，系列酒收入 95.40 亿元，同比增长 36.28%，我们判断 2021 年茅台公司全年突破千亿营收确定性高。Q3 毛利率为 90.83%，同比减少 0.23pct，净利率为 52.31%，同比减少 1.06pct，销售、管理、研发费用率分别为 2.40%、7.32%、0.07%，同比分别增加-0.16pct、0.73pct、0.01pct。

2、**2022 年环比加速发展确定性高，量价齐升可期。**2022 年茅台加速路径清晰，拆分来看，可供基酒明年突破 4 万吨，同比增长 10%+，销量有望突破瓶颈。此外，提价预期依然保持，同时公司还可通过渠道营销改革（继续加大直营投放比例）和产品改革（加大非标和投放新品等，例如 2021 年 12 月份上市的珍品茅台、2022 年 1 月上市的茅台 1935），收入加速确定性进一步增强，业绩有望超预期发展。

3、**营销体制改革稳步推进，中长期成长性仍然强。**中长期来看，高品牌壁垒不变，茅台市场化营销改革在途。新董事长丁总上任以来深度了解制约公司发展的主要问题，在第一次亮相股东大会便提出要致力于提高买酒公平、让茅台回归商品属性等改革；2021 年 12 月份取消普飞拆箱政策、茅五高层互访、重启茅台云商等动作，均能看出管理层务实开放，敢改革敢落地的工作风格。当前茅台渠道价差大，坚定市场化营销改革有望进一步拉动体外利润的逐步回收，未来量价齐升路径更加清晰。

4、**投资建议：**茅台业绩在白酒板块仍然确定性强，产品结构进一步理清（千元价位段布局茅台 1935、系列酒产能扩充、珍品继续补足高价位段等），统筹考虑量价和新上

任领导等因素，未来两年茅台业绩仍存在超预期的可能性，经过 1 月份的回调，当前估值处于长期价值布局区间。

关键假设及驱动因素：直营占比持续提升、加大非标产品的放量、渠道改革稳步推进市场治理能力有望持续改善。

有别于大众的认识：提价可以期待，但是 2022-2023 年倘若不提价茅台也依然能够实现确定性较高的量价齐升，更重要的还是关注公司对于市场的治理和渠道的改革，在渠道环境越来越好以及公司对于渠道管理能力越来越强的情况下，提价不仅是水到渠成也能够稳定增强公司的全方位能力，充分保障行业的景气度。

股价催化剂：茅台 1935 稳价放量、茅台直接提价、直营渠道动作继续加大。

风险提示：宏观经济疲软、食品安全问题。

2.4. 钢铁：马钢股份

投资建议：

吨钢市值最小、弹性最大的主流钢铁股之一。公司产能接近 2000 万吨，在主流公司中位居行业第 4，但是公司市值仅为 300 亿元左右，吨钢市值仅为 1500 元，主流公司中仅高于八一钢铁、柳钢股份、鞍钢股份三家，这决定了公司长期盈利弹性更大，特别是在高景气环境下。此外，公司是宝武集团一员，本身质地不错，宝武收购后在采购、辅材、财务等方面进一步赋能，管理及效率继续改善，竞争力持续提升。

华东长材龙头，剑指 4000 万吨。马钢产品种类归纳可为“三种四系”，2020 年 87% 收入来源于长材板材。华东地区为主要销售地区，2020 年销量占比高达 84%。公司还与多家海外铁矿公司签署合作协议，确保了稳定的进口铁矿石供应。此外，公司还以参股的形式在河南和山东建立了两个焦炭生产基地。2021 年 2 月 3 日，公司党委书记丁毅宣布，到“十四五”末，力争实现粗钢规模 4000 万吨。

关键假设及驱动因素：2022 年铁矿石、动力煤等成本维持低位，钢铁需求良好。

有别于大众的认识：2022 年全国钢铁需求仍有上行可能。

股价催化剂：库存数据，高频盈利数据，分红比例大。

风险提示：原材料波动、需求不及预期。

2.5. 公用事业：冰轮环境

投资建议：

气温控制领域的老牌技术型国企，获益于混合所有制改革。

多因素提升冷链物流景气度，公司龙头地位愈加彰显。政策层面，1号文件再次强调冷链物流建设，叠加十四五冷链物流发展规划出台。

碳捕集、利用与封存，石化领域多个示范项目已落地。我们分别测算公司在强化采油、燃煤电厂领域订单空间，仅一个长庆油田对应公司2035年订单空间为40亿元，电力行业的设备订单空间为314亿元，双碳目标下公司碳捕集业务有望快速发展，更多优质项目落地值得期待。

氢能源设备，燃料电池空压机和氢气循环泵已获认证。1) 氢能源市场空间广阔、应用场景丰富，且中国具备发展氢能源的资源禀赋和工业基础，根据中国氢能联盟预计到2050年，中国氢能需求量将达到6000万吨，相当于2020年的292.68%。2) 公司生产的空压机和氢气循环泵是燃料电池的重要系统部件，目前已获得中国通用机械工业协会的认证。3) 加氢站是氢能利用和发展的中枢环节，政府端，多省份和城市均出台政策；企业端，中石化、中石油等大型能源龙头均加速布局，在加氢站快速发展的趋势下，公司的加氢压缩机业务订单落地可期。

关键假设及驱动因素：(1) 氢能源设备政策驱动有望加速落地；(2) 冷链物流十四五驱动下，冷链物流景气度高。

有别于大众的认识：

公司在加氢站设备上已拥有核心技术储备。

股价催化剂：氢能源政策催化。

风险提示：原材料价格、行业竞争加剧、冷链物流行业发展不达预期等。

2.6. 传媒互联网：美团-W

投资建议：

1) 美团到家+到店两大主营业务盈利能力稳健且没有强大竞争对手，成长空间依然较大。美团外卖市场份额稳定，通过强大的履约体验和优质且丰富的商户供给形成较大的体验优势。外卖盈利能力已经得到充分验证且具备可持续性。到家业务超高的转化率牢牢抓住商户，通过不断调整优化广告产品，不断稳定提高变现能力，广告商户渗透率持续提升；到店业务逐渐实现下沉市场突破，从高线市场向中低线市场发展，同时到店综合业务持续强劲的增长动力保障OPM稳定。

2) 社区团购新业务增长相对稳定，亏损环比收窄，持续关注履约和商品的运营能力的提升。4-6 月因为夏季冷链及补贴政策管控原因社区团购业务发展遇到了短期的阻力，但经过业务发展策略优化和大规模投入不足冷链短板。

3) 零售+科技新战略。拓展零售发展新场景，为下一个十年的发展奠定基础。

4) 用户增长实现连续 3 个季度高速强势增长。用户数连续三个季度实现高速增长，年均交易用户数突破 6.67 亿。大规模的用户新增给美团整体业务持续补充优质流量，为今后的发展夯实基础。

5) 政策风险逐步出清。反垄断罚款落地，同时骑手社保问题随着八部委文件的发布，政策进一步清晰，对业务的实际影响可控。

关键假设及驱动因素：1) 我们预计外卖订单增速未来三年依然可以保持相对高速增长，骑手成本相对保持稳中略降，外卖盈利可预期；2) 到店业务广告渗透率将进一步提升，广告单价也将进一步提升；3) 社区团购业务保持稳健增长，美团优选保持行业领先且市场份额实现进一步突破。

有别于大众的认识：外卖业务中长期盈利空间可期，随着骑手效率的进一步提升，成本存在进一步下降的空间，骑手成本和订单密度强相关。社区团购业务将实现重大突破，美团社区团购将奠定电商的前期基础，未来美团电商将实现重大突破。

股价催化剂：外卖单均盈利持续稳定增长；社区团购订单保持持续高速增长。

风险提示：互联网政策风险，外卖订单增速放缓，社区团购政策风险。

2.7. 计算机：用友网络

投资建议：

1. 云与软件旗鼓相当，云服务高歌猛进。2021 前三季度公司云服务业务（不含金融类云服务业务）实现收入 46.6 亿元，同比增长 23.9%，符合市场预期；ARR 三季度末 11.8 亿元，环比增长 41.5%。云合同负债同比去年 38.5%，订阅复制 72.4，云服务收入增长 83%。目前公司更聚焦于标准化的业务研发和服务提供，今年实施改革，将定制化内容有节奏下方给生态伙伴，提高毛利的同时促进订单落地起到更好的效果。我们预计公司 2021 “云+软件”业务同比增长 20%左右。

2. 华为在核心领域采用 YonBIP，更多标杆客户选择用友：用友首次披露与华为在财经领域合作，而财经领域是数智化转型企业的核心和基础，华为选择用友是对 YonBIP 产品能力和持续创新的信任。目前华为正在多个领域与用友合作创新。除华为外，YonBIP 已成功签约云南烟草、中海油、工商银行、中核工业等众多标杆客户。

3. YonBIP 产品推广顺利，大型客户领域优势尽显：2020 年用友 BIP 类产品及服

务收入 12.2 亿元，占比 35.7%，服务客户数达到 4949 家，且在央企中应用广泛；NCC 产品及服务收入 10.14 亿元，服务客户 876 家。大型客户市场是国内云计算市场的主要阵地，这类客户更倾向于使用混合云部署的 ERP 产品，因此大客户主导的客户结构间接降低了用友的公有云占比，但反而体现了用友的大客户竞争优势。

4. 生态建设保持先发优势：公司生态战略亦取得长足进展，云市场生态伙伴入驻呈快速增长之势，累计发展入驻伙伴 8000 家、入驻商品超过 11000 个，发布百款云生态融合型产品，公司正在往平台化战略快速推进。

5. 云业务高增速带来高估值：2021 年全年有望实现云业务收入增长 80% 的经营目标，从而在云业务高基数的背景下实现高增长，为更高的估值体系提供支撑。相对 A 股其它云公司和港股金蝶国际处于折价状态。用友在大型企业优势明显，成长性领先行业，2021 年全年公司有望实现 60 亿左右云业务收入及 40 亿左右软件收入。

关键假设及驱动因素：

1、云业务占比持续提升；2、YonBIP 落地加速；3、国产化推进顺利。

有别于大众的认识：

1. 公司的社会化连接战略具有前瞻性；
2. 公司的高估值来自于业务高增速，私有云占比更高反而体现了公司的大客户优势。

股价催化剂：大型国央企订单推动公司下半年业绩放量。

风险提示：YonBIP 发展不及预期；宏观经济对传统 ERP 业务产生影响。

2.8. 通信：中国电信（港股）

投资建议：

1、ToC 端提速降费压力减小，5G 渗透率提升，ARPU 回升，业绩逐步改善；重视 ToB 业务投入，加快创新体制改革，引入战投开展生态合作，激发 B 端业务新活力。

2、大幅提升派息率，激发股东积极性与信心，重视股东权益和回报：2020 年电信派息率为 40%，根据公司公告，2021 年提升至 60%（yoy+50%），A 股上市后 3 年内提升至 70%，以 2019 年为基数，2019-2023 年派息的 CAGR 约为 15%；

3、当前中国电信低估值、高股息，同时天翼云、IDC 等创新业务快速发展，有望进一步提升公司估值。

关键假设及驱动因素：

1、ARPU 稳步提升，C 端业务改善；2、云业务快速发展，进一步提升估值；3、分

红率大幅提升，高股息更具吸引力。

有别于大众的认识：C 端业务基本面改善，天翼云、IDC 等业务将进一步提升估值中枢。

股价催化剂：ARPU 提升；云业务进展顺利。

风险提示：提速降费压力增大；云业务进展不及预期。

2.9. 电气设备：宁德时代

投资建议：

1.终端需求旺盛+份额提升，全年出货量大超预期。2021 全年电池产量 160gwh，动力装机 100gwh(全球份额提升 7pct 至 32%)，储能交付 15gwh，整体电池销量 130gwh+，同比增长近 200%。

2.产品结构优化，长单平滑原料成本上涨，具备超强盈利抗压力。公司规模化持续提升+CTP 等技术升级，电池降本明显；凭借超强议价能力，通过长单等形式平滑碳酸锂、六氟磷酸锂等原材料成本上涨影响。1 月国内电池涨价，海外电池与原材料联动，可覆盖 2021Q4 以来碳酸锂价格暴涨，2022H2 部分材料价格松动，电池盈利有望开始修复。

3.动力份额提升，储能高增，技术加速迭代+稳定的供应链，上修 2022 年出货预期。2022 年预计公司出货有望达到 300gwh，同比翻番，其中动力出货 250gwh，对应全球份额有望提升至 35%+；储能及两轮车有望达 50gwh，同比增 230%+，主要受益于国内外市场储能高增，特别是特斯拉储能将全部切换铁锂电池，宁德有望受益。公司具备稳定供应链，同时 ctp、ctc、锰铁锂、超高镍、PET 铜铝箔、钠电池等技术领先，深度绑定主流供应链，已规划超 750gwh 产能，我们预计随着欧洲份额提升、美国市场突破，公司全球份额长期有望突破 40%。

关键假设及驱动因素：龙头份额进一步提升，电池涨价。

有别于大众的认识：龙头抗压能力超强，2022 年动力份额提升+储能高增下出货量翻倍。

股价催化剂：2021Q4 业绩大超预期。

风险提示：电动车销量不及预期、竞争加剧。

2.10. 电气设备：锦浪科技

投资建议：

1) 逆变器优质赛道，出口替代持续，海外涨价毛利率提升。2021 年国内逆变器企业全球占比 70%左右。出口替代逻辑持续验证，且海外毛利较国内市场高 20pct，带来市场空间扩大和盈利结构的改善；2022 年海外市场计划涨价传导成本上涨，我们认为公司毛利率将有所提升。

2) 分布式市场增长，芯片短缺问题缓解，出货高增。公司引入新的海外芯片供应商，使得芯片短缺问题缓解，2021 年因芯片紧缺积累的订单将不断释放，叠加分布式光伏市场高增长，带来逆变器需求高企。我们预计公司 2022 年出货同比翻倍增长，达 140-150 万台，市占率进一步提升。

3) 储能市场快速增长，出货或将翻 2-3 倍增长可期。储能政策密集落地，国内外市场快速增长，公司专注于储能逆变器赛道，新产能逐步投放后，2022 年预留 10-20 万台储能逆变器产能，出货或将或将翻 2-3 倍增长可期。

关键假设及驱动因素：1) 2022 年硅料扩产，带动全产业链降价，刺激需求高增；2) 公司引入海外新的芯片供应商后，供给相对充足；3) 海外市场顺利开拓，尤其是美国和日本市场。

有别于大众的认识：市场认为逆变器行业不具备壁垒，新进入者带来较大竞争压力，我们认为逆变器行业渠道壁垒深厚，尤其是分布式市场的经销商布局需要长时间的验证和布局，因此行业集中度和公司市占率将会会进一步提升。

股价催化剂：储能政策不断完善；硅料降价带动需求提升。

风险提示：政策不及预期、价格变动超预期、竞争加剧等。

3. 本月十大金股财务数据

表 1: 十大金股财务信息 (人民币)

股票代码	股票简称	营业收入 (百万元)			归母净利润 (百万元)			EPS (元)		
		21E	22E	23E	21E	22E	23E	21E	22E	23E
688556.SH	高测股份	1,546	2,986	4,429	170	353	536	1.05	2.18	3.31
300751.SZ	迈为股份	3,121	4,452	6,646	631	919	1,399	5.84	8.51	12.96
600519.SH	贵州茅台	110,242	125,125	143,268	52,014	59,772	69,070	41.41	47.58	54.98
600808.SH	马钢股份	100,385	105,405	108,040	11,152	12,012	10,453	1.45	1.56	1.36
000811.SZ	冰轮环境	4,839	5,876	7,167	342	438	548	0.46	0.59	0.73
3690.HK	美团-W	179,292	248,559	350,563	-16,926	-2,509	6,915	-2.8	-0.4	1.1
600588.SH	用友网络	9,750	12,337	16,537	386	797	1,196	0.12	0.24	0.37
0728.HK	中国电信	430,116	475,090	526,548	23,032	25,666	28,673	0.28	0.32	0.35
300750.SZ	宁德时代	124,765	281,186	381,232	15,197	30,162	46,310	6.52	12.94	19.87
300763.SZ	锦浪科技	3,413	6,561	8,873	511	1,050	1,653	2.06	4.24	6.68

数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所, 盈利预测均来源于东吴证券研究所, 汇率数据截至 2022/1/28, 港元兑人民币中间价为 0.81824。

4. 风险提示

- 1、全球疫情反复、疫苗有效性不及预期:** 海外疫情不断反复, 若海外疫情加剧, 可能对相关产业链及国内进出口造成影响。
- 2、宏观经济增长不及预期:** 若国内经济复苏进程不及预期, 可能影响上市公司基本面表现。
- 3、通胀短期大幅飙升, 货币政策快速收紧:** PPI 陡峭上行, 并向 CPI 加速传导, 通胀压力上行可能引致货币政策收紧。
- 4、历史经验不代表未来:** 因市场环境等因素变化, 历史数据得出的经验可能在未来失效。

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 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

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>