万联证券 WANLIAN SECURITIES

万联晨会

2021 年 11 月 02 日 星期二

概览

核心观点

周一沪深股指窄幅震荡，光伏、风电、家电、元宇宙等板块领涨，白酒、有色金属、医药板块跌幅较大。上证指数跌 0.08%报 3544.48 点，深证成指涨 0.17%，创业板指跌 0.56%，科创 50 涨 0.57%；两市成交额 1.22 万亿元，连续 7 日破万亿元；北向资金单日净买入 7.11 亿元。海外方面，美股集体上涨，道指涨 0.26%，标普 500 指数涨 0.18%，纳指涨 0.63%，均创历史新高；欧洲、亚太股指多数上涨。

上周末公布的 10 月制造业 PMI 为 49.2%，延续了今年 4 月以来回落趋势，较 9 月继续下降 0.4 个百分点，已连续两个月处于荣枯线以下，具体表现为内需延续回落（新订单指数继续回落）、大中小企业经营分化（中小企业 PMI 处于荣枯线以下）和生产成本上行（原材料购进价格指数升至高位）；服务业商务指数为 51.6%，较 9 月下降 0.8 个百分点，处于历史同期相对低位，主要受疫情防控力度较大和房地产行业景气度偏低的影响。进入年底，预计大宗商品原材料价格管控力度上行，制造业企业成本端压力有望边际减弱。行业配置方面可关注：1）三季报业绩增速高、政策持续利好的碳中和、新能源主线，如光伏、风电、储能等；2）非银金融、银行等低估值蓝筹板块；3）半导体等科技成长主线。

研报精选

北京银行（601169）：营收增速回升

璞泰来（603659）：业绩符合预期，负极龙头依旧坚挺

芒果超媒（300413）：业绩稳健增长，以优质储备布局平台发展

长亮科技（300348）：收入有待充分释放，长期向好趋势不改

恒生电子（600570）：Q3 收入高速增长，政改红利静待释放

五粮液（000858）：渠道策略落地利好动销表现，夯实根基谋求长远发展

九美股份（603983）：疫情冲击叠加渠道转型尚未显效，致业绩承压

神州信息（000555）：业绩短期承压，在手订单有待充分释放

中国人保（601319）：非车拖累财险承保利润，寿险新单增长承压

周大生（002867）：省代模式下收入大幅增长，线下开店提速

国内市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,544.48	-0.08%
深证成指	14,476.53	0.17%
沪深 300	4,890.69	-0.37%
科创 50	1,404.21	0.57%
创业板指	3,331.91	-0.56%
上证 50	3,250.91	-0.50%
上证 180	10,089.79	-0.51%
上证基金	7,526.66	-0.02%
国债指数	189.87	0.04%

国际市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
道琼斯	35913.84	0.26%
S&P500	4613.67	0.18%
纳斯达克	15595.92	0.63%
日经 225	29647.08	2.61%
恒生指数	25154.32	-0.88%
美元指数	93.87	-0.29%

主持人： 赵达
Email： zhaoda@wlzq.com.cn

核心观点

周一沪深股指窄幅震荡，光伏、风电、家电、元宇宙等板块领涨，白酒、有色金属、医药板块跌幅较大。上证指数跌 0.08%报 3544.48 点，深证成指涨 0.17%，创业板指跌 0.56%，科创 50 涨 0.57%；两市成交额 1.22 万亿元，连续 7 日破万亿元；北向资金单日净买入 7.11 亿元。海外方面，美股集体上涨，道指涨 0.26%，标普 500 指数涨 0.18%，纳指涨 0.63%，均创历史新高；欧洲、亚太股指多数上涨。

上周末公布的 10 月制造业 PMI 为 49.2%，延续了今年 4 月以来回落趋势，较 9 月继续下降 0.4 个百分点，已连续两个月处于荣枯线以下，具体表现为内需延续回落（新订单指数继续回落）、大中小企业经营分化（中小企业 PMI 处于荣枯线以下）和生产成本上行（原材料购进价格指数升至高位）；服务业商务指数为 51.6%，较 9 月下降 0.8 个百分点，处于历史同期相对低位，主要受疫情防控力度较大和房地产行业景气度偏低的影响。进入年底，预计大宗商品原材料价格管控力度上行，制造业企业成本端压力有望边际减弱。行业配置方面可关注：1）三季报业绩增速高、政策持续利好的碳中和、新能源主线，如光伏、风电、储能等；2）非银金融、银行等低估值蓝筹板块；3）半导体等科技成长主线。

分析师　徐飞　执业证书编号　S0270520010001

研报精选

营收增速回升
——北京银行（601169）点评报告

报告关键要素：

2021 年 10 月 30 日，北京银行发布 2021 年第三季度业绩报告。

投资要点：

营收同比增长 3.2%，归母净利润同比增长 9.7%：收入端，利息净收入同比增长 0.11%，手续费净收入同比下降 22.95%，其他非息收入同比增速 70%。其他非息收入的增长带动了营收增速提升。非息收入高增速主要源于低基数效应。

三季度单季净息差环比上行：三季度单季的净息差环比上行 3BP，至 1.72%。贷款环比增长 1.34%，在生息资产中的占比上升，带动整个生息资产端收益率的提升。

整体资产质量仍在改善：不良延续一季度的下行趋势，不良率环比下行 1bp 至 1.44%，不良压力仍在逐步释放过程中。三季度拨备覆盖率 224.62%，环比下降 3.31 个百分点，小幅波动。

资本充足率环比回升：截至三季度末，公司核心一级资本充足率/一级资本充足率/资本充足率分别为 9.53%/10.34%/11.53%，较二季度有所回升。

盈利预测与投资建议：公司整体资产质量逐步好转，不良率持续稳步下行。零售业务端呈现快速发展态势，预计未来将逐步带动中间业务收入的增长。资产质量的持续好转，公司短期拨备计提力度下行，我们小幅上调了 2021/22/23 年 EPS 预测至 1.08 元/1.17 元/1.34 元，按照北京银行 A 股 10 月 29 日收盘价 4.43 元，对应 2021 年 0.43 倍 PB，维持增持评级。

风险因素：受新冠疫情影响，全球经济恢复不及预期，导致银行资产大幅波动。

分析师　郭懿　执业证书编号　S0270518040001

业绩符合预期，负极龙头依旧坚挺

——璞泰来（603659）点评报告

报告关键要素:

10 月 29 日公司发布三季报，2021 年前三季度公司实现营业收入 62.95 亿元，同比增长 88.10%；归属上市公司股东净利润 12.31 亿元，同比增长 196.38%；实现扣非归母净利润 11.57 亿元，同比增长 204.36%,业绩符合预期。第三季度单季度实现营业收入 23.72 亿元，同比增长 62.59%；实现归母净利润 4.56 亿元，同比增长 108.61%。

投资要点:

锂离子市场广阔，负极业务受益。消费类和动力类锂离子电池在政策和需求端的双重刺激下，市场不断扩大，公司上半年负极材料出货量 4.52 万吨，同比增长 103.57%，实现营收 24.54 亿元，同比增长 79.46%。涂覆隔膜及加工出货量 7.98 亿平米，同比增长 264.50%。作为中上游的负极材料生产商，公司下半年有望持续营收增长。

一体化生产对冲成本上涨，限电之下保持稳定：内蒙古分布有大量负极的石墨化厂商，此次双控限电下受影响较大。根据高工锂电数据披露，负极轻料石墨化加工成本上涨至 2.2-2.4 万元/吨，而得益于一体化生产布局，公司石墨化自供比例达到 70%-80%，有效对冲成本上涨带来的业绩冲击。2021 年前三季度公司销售毛利率 35.92%，盈利能力保持坚挺。

针对下游需求扩大产能，完善配套产业链。鉴于下游锂离子电池需求旺盛且多样，公司在江西现有产能的基础上扩产 6 万吨前工序及内蒙二期 5 万吨石墨化加工产能，预计于年底前建成投产，同时在四川邛崃规划建设年产 20 万吨负极材料一体化项目，其中一期 10 万吨负极材料一体化项目以募集资金及自有资金启动建设。

盈利预测与投资建议：预计公司 21-23 年实现营业收入 85.27/124.01/164.24 亿，净利润 16.62/22.69/30.52 亿元，EPS 分别为 2.39/3.27/4.39 元/股，基于公司在动力电池高端负极领域的龙头地位，我们维持增持评级。

风险因素：宏观经济周期波动及下游行业产能过剩、产业政策变化、市场竞争加剧、原材料及委外加工价格变动、产品升级和新兴技术路线替代等。

分析师　周春林　执业证书编号　S0270518070001

业绩稳健增长，以优质储备布局平台发展

——芒果超媒（300413）点评报告

报告关键要素:

10 月 27 日，公司发布 2021 年度第三季度业绩报告，前三季度实现营收 116.31 亿元（YoY+22.81%）；归母净利润 19.8 亿元（YoY+22.84%）；实现扣非归母净利润 19.72 亿元（YoY+35.91%）；经营活动现金流净额 3.25 亿元（YoY-9.94%）。Q3 单季度实现营收 37.78 亿元（YoY+2.19%）；归母净利润 5.29 亿元（YoY+3.99%）；实现扣非归母净利润 5.31 亿元（YoY+11.78%）。

投资要点:

持续打造爆款综艺，剧场化运营效果显著。公司以“披荆斩棘”之势向市场恪守“内容为王”理念，不断输出优质内容，营造良好口碑，在行业中脱颖而出。《披荆斩棘的哥哥》延续《乘风破浪的姐姐》热潮，累计播放量达 53.6 亿，以“怀旧”情怀重塑“审美文化”，以“清朗”打造荧屏综艺节目的精神颜值；季风剧场都市剧《我在他乡挺好的》以黑马之势，突出重围成暑期爆款剧集，深入观众内心。综艺，剧集双管齐下，有效拉动整体平台会员和广告收入稳步增长。

“综 N 代”有望明年持续霸屏，创新赛道储备丰富全面接轨。公司以丰富储备内容布局 2022 年，持续打造“综 N 代”IP，创新打造持续潮流，《披荆斩棘的哥哥 2》，《乘风破浪的姐姐 3》，《大侦探》（原名《明星大侦探》）第七季，《密室大逃脱 4》等；创新赛道实现自我突破，迷踪，音乐，国潮等五个赛道齐头并进，港乐《声生不息》，连续

剧式迷踪《推理开始了》等，实现全面接轨。剧集方面，季风剧场将持续破局，从温暖现实、新主旋律、都市话题、古代传奇、悬疑涉案五大品类布局内容生产，全面覆盖题材领域，延续季风品质，《大宋少年志 2》原班人马集结引发讨论关注。

优化组织内部结构，促进内部业务协同，提升主平台核心竞争力。为实现业务一体化策略，加强发展主平台芒果 TV，公司将旗下三家子公司调整为主平台的子公司，分别聚焦季风剧场自制、综艺内容创新和实景娱乐运营，为未来精品综艺，剧集内容打造奠定良好基础，顺应新形势下媒体发展趋势，同时稳步布局 IPTV，攻占家庭大屏端市场，实现芒果生态多元化，增大品牌影响力。

盈利预测与投资建议：预计 2021-2023 年实现营业收入为 179.26/224.21/266.31 亿元，归母净利润分别为 24.87/29.12/35.38 亿元，对应 EPS 分别为 1.33/1.56/1.89 元，PE 对应 10 月 29 日收盘价 39.29 元分别为 29.56X/25.24X/20.78X，维持“增持”评级。

风险因素：政策监管不确定性、会员增速滞缓、内容表现不及预期、新业务拓展不及预期、人才流失等风险。

分析师　夏清莹　执业证书编号　S0270520050001

收入有待充分释放，长期向好趋势不改
——长亮科技（300348）点评报告

报告关键要素:

公司发布 2021 年三季报。2021 年前三季度公司实现营收 7.78 亿元，同比增长 19.94%；实现归母净利润 1886.89 万元，同比下降 44.66%。

投资要点:

项目验收节奏拖累 Q3 收入增速，有待 Q4 充分释放：公司 Q3 单季度实现营业收入 2.86 亿元（yoy+2.66%），增速不及市场预期。主要原因是公司大行业务占比提升，项目规模扩大及验收标准更严格导致验收周期进一步拉长。从资产负债表有关项目来看，三季度末公司存货余额为 6.73 亿元，较年初存货大增 95.99%，主要原因为大客户占比快速增长，初期项目周期长，造成未验收项目履约成本增加。预付款项同比增长 227.05%，主要是由于采购商品预付款大幅增长。作为收入的先行指标，以上二者大幅扩张均佐证了公司具备较大数额的未确认收入及在手订单。

牺牲短期表观利润，抓住金融信创重大机遇：公司前三季度归母净利润同比下降较为明显，分析原因如下：1）毛利率方面，公司前三季度毛利率为 43.72%（yoy-9.35pct），一方面是由于去年疫情社保减免造成了人力成本的较低基数，使今年的人力成本呈现大幅增长；另一方面公司在前期拓展大行项目时往往会牺牲部分毛利以换取长期合作。2）费用方面，前三季度公司销售费用同比上升 69.80%，销售费用率同比提升 3.03pct，主要原因是计提免费维护费用较上年同期有所增加，同时公司业务增长导致人员成本、差旅招待等相关费用有所增加。

盈利预测与投资建议：公司目前已经积累了邮储银行分布式核心等多个国产化项目。随着金融信创的进一步推进，公司凭借大行客户和标杆项目优势积累有望形成以点带面的效果，在金融信创中取得较高市占率。考虑到公司开拓大行业务前期投入较大，我们调整了盈利预测。预计 2021-2023 年营业收入分别为 19.21/24.08/30.29 亿元，归母净利润分别为 2.86/3.76/4.63 亿元，PE 对应 10 月 29 日收盘价 12.56 元分别为 31.70X/24.11X/19.55X,维持“买入”评级。

风险因素：信创推进不及预期，海外业务拓展不及预期，市场竞争加剧

分析师　夏清莹　执业证书编号　S0270520050001

Q3 收入高速增长，政改红利静待释放
——恒生电子（600570）点评报告

报告关键要素:

公司发布 2021 年第三季度报告。公司前三季度实现营业收入 31.21 亿元（yoy+33.48%），实现归母净利润 6.84 亿元（yoy+60.78%），实现扣非归母净利润 2.74 亿元（yoy+5.96%）。

投资要点:

收入符合预期，两大基本盘延续强劲势头：公司 Q3 单季度实现营业收入 10.69 亿元（yoy+48.72%），主要来源于公司业务的较快增长。大资管 IT 前三季度实现营业收入 10.00 亿元（yoy+52.18%），其中 Q3 单季度实现营业收入 3.6 亿元（yoy+100.37%）；大零售 IT 前三季度实现营业收入 11.30 亿元（yoy+31.07%），其中 Q3 单季度营收为 3.90 亿元（yoy+50.13%），二者延续高速增长。另一方面，公司从 2020 年 Q3 起执行新收入准则形成了较低的基数，从今年 Q3 开始公司的营收正式进入同口径可比期。

人员加速扩张导致利润端受到挤压：从利润端来看，公司前三季度的扣非归母净利润增速明显低于营收增速。主要原因为公司今年上半年加大了人员招聘力度，截至 6 月 30 日仅研发人员数量已超 7000 人。人员加速扩张带来的薪酬费用大幅上升，叠加股权激励摊销的影响，导致公司成本费用增长过快。我们认为，充足的研发投入和人员储备能够加强公司的交付和服务能力，为公司的业务扩张奠定基础。

存货与合同负债高企提示在手订单充足，北交所 IT 改造需求值得期待：三季度末公司存货余额 4.96 亿元（yoy+117.56%），合同负债余额 29.04 亿元（yoy+23.74%），提示公司还有较大部分收入尚待确认。同时，9 月 2 日宣布成立的北交所催生新的 IT 升级扩容需求，各机构预计或将于 Q4 开始密集进行 IT 改造。公司作为证券 IT 绝对龙头企业将充分受益于北交所 IT 建设，该部分业绩有望在明年逐步释放。

盈利预测与投资建议：预计公司在 2021-2023 年营业收入 51.73/62.08/73.35 亿元，归母净利润分别为 16.31/20.13/23.93 亿元，PE 对应 10 月 28 日收盘价 60.65 元分别为 54.35X/44.03X/37.04X,维持“增持”评级。

风险因素：新一代产品落地不及预期，政策改革不及预期

分析师 夏清莹 执业证书编号 S0270520050001

渠道策略落地利好动销表现，夯实根基谋求长远发展
——五粮液（000858）点评报告

报告关键要素:

公司 10 月 29 日发布 2021 年第三季度报告，公告显示公司前三季度实现营业总收入 497.21 亿元（YoY+17.01%），实现归母净利润 173.27 亿元（YoY+19.13%），扣非归母净利润 172.86 亿元（YoY+18.53%）。Q3 实现营业总收入 129.69 亿元（YoY+10.61%），实现归母净利润 41.27 亿元（YoY+11.84%），扣非归母净利润 41.52 亿元（YoY+11.61%），业绩符合市场预期。

投资要点:

营收持续稳健增长，营销商业模式全面展开：公司前三季度实现营业总收入 497.21 亿元，同比增长 17.01%，实现归母净利润 173.27 亿元，同比增长 19.13%，继续保持营收利润两位数增长。从产品看，随着疫情后白酒市场的迅速复苏，公司产品在白酒千元价位带的市场占有率将稳步提升，主导地位得到巩固。从渠道看，公司发挥数字化转型的优势，推进“1+N+2”商业模式，初步构建了产品营销体系，全面营销工作有序推进，助力产品市场动销情况表现良好。

盈利能力稳步提高，现金流大幅改善：公司前三季度毛利率为 75.26%，同比增长 0.73 个 pct。期间费用率小幅下降 0.57 个 pct 至 12.94%，其中销售/管理费用为

10.86%/4.34%，同比分别下降 0.61/0.07 个 pct；研发/财务费用为 0.24%/-2.5%，同比分别增长 0.03/0.09 个 pct。综上，净利率同增 0.71 个 pct 至 36.55%。前三季度公司经营性现金流大幅增长，净流入 153.98 亿元，同比增长 290.47%，主因上年同期受疫情影响销售收现基数偏低及营业收入增加、银行承兑汇票到期收现等增加。公司年初起增加回款和动销作为营销团队考核机制，重视吨价在营销区域内的调节作用，叠加报告期内五粮液产品在市场上销量态势良好，经销商回款积极，公司创造现金流能力获得极大增强。

盈利预测与投资建议：公司前期提质增效成效继续释放，整体供给增加的情况下批价稳在 980-1000 元左右，反映出品牌势能与渠道管理能力的提高。超高端战略单品经典五粮液完成全年 2000 吨目标是大概率事件，经典五粮液不仅是产品结构优化的抓手，中长期来看，更可为普五打开量价空间，树立品牌高度、夯实核心竞争力。我们维持公司 21-23 年盈利预测，预计公司 2021-2023 年实现归母净利润 244/287/337 亿元，同比增长 22%/18%/17%，对应 EPS 为 6.27/7.39/8.67 元/股，10 月 29 日收盘价对应 PE 为 35/29/25 倍，维持“买入”评级。

风险因素：政策风险、高端酒需求不及预期风险、疫情风险

分析师　陈雯　执业证书编号　S0270519060001

疫情冲击叠加渠道转型尚未显效，致业绩承压
——丸美股份（603983）点评报告

报告关键要素：

2021 年 10 月 29 日，公司发布 2021 年三季报。2021 年前三季度公司实现营业收入 11.38 亿元（YoY+0.04%），归母净利润 1.42 亿元（YoY-57.98%），扣非归母净利润 1.11 亿元（YoY-59.24%）。Q3 实现营业收入 2.64 亿元（YoY-23.19%），归母净利润-0.47 亿元（YoY-167.51%），扣非归母净利润-0.48 亿元（YoY-187.46%），业绩表现低于市场预期。

投资要点：

Q3 疫情冲击叠加渠道转型尚未显效，致业绩承压：公司 Q3 实现营业收入 2.64 亿元，同比下降 23.19%，为今年以来首次单季度收入下降。归母净利润-0.47 亿元，同比下降 167.51%，为上市以来首次单季度亏损。公司自去年疫情以来积极进行渠道转型，业务重心从线下转为线上，大力布局线上抖音、快手等新兴直播渠道；同时强化公司线上电商自运营方面的核心能力，将“丸美天猫旗舰店”由原来的第三方代运营模式调整为自建团队自行运作。但由于公司线下业务占比仍然较高，受 Q3 疫情冲击较大，叠加转型线上业务投入成本大幅增加而尚未显效，公司转型未如预期顺利，导致 Q3 收入下降，利润出现亏损。

眼部类产品量价齐跌拖累整体业绩，护肤类产品表现相对较好：公司 Q3 实现眼部类、护肤类、洁肤类产品营业收入分别为 0.72/1.47/0.31 亿元，YOY 分别为-50.57%/-6.73%/-2.55%，眼部护理产品是公司的核心品类，其营收减半拖累整体业绩。眼部类产品 Q3 的销量、单价均出现大幅下降，其中销量同比下降 31.55%，单价同比下降 27.79%。从前三季度表现来看，眼部类、护肤类、洁肤类产品营业收入分别为 3.26/6.76/1.08 亿元，YOY 分别为-19.44%/13.87%/-12.22%，眼部类、洁肤类营收均下降，护肤类产品表现相对较好，实现营收增长。公司持续大单品策略以点带面，在保持眼部护理品类收入占比约 30%的基础上，积极拓展“面部精华”品类，护肤类产品在今年获得长足发展，但眼部类产品动力不足。

净利率下滑，渠道转型致销售费用大幅提升：2021 年前三季度公司毛利率 62.49%，同比下降 4.95pcts，主要由于本期运输费在营业成本中列示，以及部分原材料成本涨价所致。前三季度净利率 12.02%，同比大幅下降 17.69pct，主要来自公司新媒

体渠道探索尝试的阶段性影响。2021 前三季度期间费用率 48.83%，同比增加 11.79pcts，有显著提升。其中销售费用率 42.50%（+9.46pcts），主要系推广费用增加以及职工薪酬增长所致；研发费用率 3.37%（+0.27pct），稳定在行业较高水平；管理费用率 6.07%（+1.30pcts），主要系公司业务发展，职能部门职工薪酬增加、办公费用增长所致；财务费用率-3.11%（+0.76pct）。

盈利预测与投资建议：2021Q3 业绩不及预期，我们下调公司盈利预测，预计 2021-2023 年公司归母净利润为 2.14/2.90/3.24 亿元（调整前为 5.41/6.35/7.22 亿元），对应增速分别为-53.92%/35.27%/12.05%,EPS 为 0.53/0.72/0.81 元,10 月 29 日收盘价对应 PE 分别为 65.55/48.45/43.24 倍。由于各大品牌纷纷大力向线上转型，导致线上竞争急速升温，费用投入加大而尚未显效，公司转型未如预期顺利，再加上公司线下业务占比仍较高，受各地零星疫情影响较大，业绩承压可能会持续一段时间，何时能见拐点仍未可知，调整至“观望”评级。

风险因素：线上增速不达预期、产品推新不达预期、市场竞争加剧。

分析师　陈雯　执业证书编号　S0270519060001

业绩短期承压，在手订单有待充分释放
——神州信息（000555）点评报告

报告关键要素:

公司发布 2021 年第三季度报告。公司 2021 年前三季度实现营业收入 70.92 亿元（yoy+4.90%）；实现归母净利润 1.98 亿元（yoy-9.61%）。

投资要点:

Q3 收入利润短期承压，盈利能力无需过分担忧：Q3 单季度实现营业收入 21.62 亿元（yoy-9.39%）；单季度实现归母净利润 2159.2 万元(yoy-65.15%)，单季度收入和利润下滑明显。我们认为收入下滑的主要原因是部分项目的验收周期较长，存在收入延迟确认的情况。利润端的下滑，主要受部分项目收款延迟影响，本期减值损失同比上年增幅较大。实际上公司的盈利能力仍在稳健提升，前三季度毛利率为 18.15%，同比提升了 0.79pct。随着公司积极推进相关项目的回款工作，账面的减值损失有望转回从而使业绩修复。

金融软服业务持续景气，已签未销订单充足：公司持续聚焦金融科技战略，前三季度金融行业实现营业收入 30.56 亿（yoy+10.17%），金融软件及技术服务业务收入 15.95 亿（yoy+28.81%），金融软服业务收入占比达到 22.49%（yoy+4.17pct）。受益于金融科技市场持续较高的景气度，前三季度，金融软件与技术服务签约 18.10 亿（yoy+31.22%），已签未销 15.86 亿（yoy+68.12%）。值得注意的是，公司金融信创订单前三季度累计中标 4.41 亿，相较去年全年取得近十倍增长。

盈利预测与投资建议：公司自 2018 年以来战略聚焦金融科技，目前处于业务结构不断优化的阶段。基于公司在金融分布式技术以及金融场景积累方面的突出优势，高毛利的金融软服收入占比有望持续提升。同时，金融信创的推进也为公司打开了收入增长空间。预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 139.45/172.11/206.01 亿元，归母净利润分别为 5.83/7.77/9.01 亿元，PE 对应 10 月 29 日收盘价 11.15 元分别为 18.75X/14.05X/12.13X,维持“买入”评级。

风险因素：市场竞争加剧，产品研发不及预期，信创推进不及预期，疫情反复影响项目进度

分析师　夏清莹　执业证书编号　S0270520050001

非车拖累财险承保利润，寿险新单增长承压

——中国人保（601319）点评报告

报告关键要素：

10 月 28 日晚，中国人保发布 2021 年三季报。报告显示，公司前三季度实现保险业务收入 4582.45 亿元，同比增长 0.5%；归母净利润 207.75 亿元，同比增长 10.9%；扣非归母净利润 205.47 亿元，同比增长 10.3%。

投资要点：

财险：非车业务亏损拖累承保利润，综合成本率小幅上行。2021 年前三季度，人保财险实现原保险保费收入 3457.96 亿元，同比微增 0.5%，受车险和信用险保费下滑影响，保费增速较 21H1 有所收窄。从财险核心指标来看，1）承保利润 32.04 亿元，同比大幅下滑 34.3%，主要受非车业务承保亏损所致。2）综合成本率 98.9%，同比提高 0.5 个百分点。其中：财险整体综合赔付率同比提高 8.6 个百分点至 73.8%，我们认为赔付率向上主要受河南暴雨自然灾害影响；费用率持续改善，同比下降 8.1 个百分点至 25.1%。

寿险：新单保费同比负增，准备金增提拖累净利润表现：2021 年前三季度，人保寿险实现保费收入 779.36 亿元，同比-5.1%。1）新单保费同比负增，长险首年保费同比-13.6%至 325.77 亿元。2）人保寿险前三季度实现净利润 53.13 亿元，同比减少 20.7%，我们认为主要受传统险折现率下行、准备金计提增加所致。

健康险：期交新单保费同比负增，净利润增速超预期。2021 年前三季度，在趸交新单和期交续期保费同比大幅增长的拉动下，人保健康实现保费收入 306.50 亿元，同比+12.2%。从新业务结构来看，趸交主导地位进一步加强，趸交保费同比+31.1%，期交新单保费同比-32.7%，保费结构优化未能持续，预计 21Q3NBV 及 NBVmargin 均有所下滑。盈利方面，人保健康前三季度实现净利润 4.72 亿元，同比大幅增长 227.8%，盈利表现超预期。

盈利预测与投资建议：预计 2021-2023 年 EPS 为 0.50/0.57/0.66 元，对应 PE 为 10.01/8.77/7.63 倍，BVPS 为 4.95/5.38/5.86 元，对应 PB 为 1.01/0.93/0.86 倍（对应 2021 年 10 月 29 日收盘价 5.02 元），当前估值处于较低水平，维持公司“增持”评级。

风险因素：长险新单增长不及预期，车综改影响超预期。

分析师 徐飞 执业证书编号 S0270520010001

省代模式下收入大幅增长，线下开店提速
——周大生（002867）2021 年三季报点评

报告关键要素：

2021 年 10 月 28 日晚间，公司发布 2021 年三季报。

投资要点：

省代模式下收入大幅增长，利润增速有所放缓。2021 前三季度，公司实现营收 64.73 亿元（同比+93.30%），归母净利润 10.06 亿元（同比+41.20%）。其中，Q3 实现营收 36.84 亿元（同比+119.90%），归母净利润 3.96 亿元（同比+3.68%）。收入大幅增长，但利润增速有所放缓。我们认为，公司 Q3 收入的大幅增长主要由于：1）在省代模式下黄金产品收入确认模式改变；2）省代模式下采用赊销制，刺激加盟商的采购积极性；3）秋季订货会期间推出非凡古法黄金系列，使得对加盟商客户黄金产品批发收入大幅增长。

发力黄金产品，推动“大钻赋能项目”。①黄金类产品：公司在报告期内加强时尚类、文创类黄金的研发推广，在黄金产品上逐步发力，并启动省代模式，向加盟商提供金融政策支持，调动加盟商黄金铺货的积极性，进一步解决了黄金产品本地配货效率的瓶颈问题。2021 年前三季度，公司加盟黄金产品批发销售收入达到 24.56 亿元，同比大

幅+848.18%，公司线下自营门店黄金产品销售收入 7.3 亿元，同比大幅+111.97%。②钻石镶嵌类产品：今年 9 月，公司推出由意大利珠宝设计大师 Loretta 操刀设计的“LOVE100 星座极光钻石大师系列”，产品不断迭代优化，并组织推动“大钻赋能”项目，强化品牌势能。2021 年前三季度，公司加盟镶嵌产品批发销售收入达到 14.92 亿元，同比+26.66%，公司线下自营门店镶嵌产品销售收入 1.38 亿元，同比+16.26%。

加盟店开店提速，未来有望全面推进渠道拓展。①线下：2021 年 1-9 月，公司线下自营门店实现收入 9.17 亿元（同比+79.67%），期末自营门店数为 238 家，单 Q3 净减少 5 家。加盟业务实现收入 46.44 亿元（同比+132.65%），期末加盟店数为 4119 家，单 Q3 净增加 105 家，开店加速。我们认为，公司从 2021Q3 启动省代模式，目前该模式仍在适应期，未来经过一段时间的规划和区域部署，Q4 有望通过省代实现快速开店。②线上：2021 年 1-9 月，公司线上实现收入 7.39 亿元（同比+5.25%），其中，Q3 线上收入同比-3.46%，主要是由于去年同期直播带货业务较为集中导致基数较高所致。

毛利率大幅下降，资产周转率提升。2021 年前三季度，公司毛利率同比-14.91 个 pct 至 29.41%，其中，Q3 毛利率同比-21.87 个 pct 至 21.04%，我们认为主要是由于省代模式下，低毛利率的黄金产品收入占比提升所致。但同时，这种模式下带来公司资产周转率提升，公司前三季度的总资产周转率为 0.92 次（去年同期为 0.55 次）。

盈利预测与投资建议：公司作为国内黄金珠宝领先企业，近年来积极升级产品和门店形象提升品牌力。今年三季度启动省代模式，利用省代平台激发渠道发展活力的同时快速抢占市场份额。我们预计，公司 2021-2023 年实现营收分别为 98.25/146.54/174.72 亿元，实现 EPS 分别为 1.25/1.50/1.80 元/股，维持“买入”评级。

风险因素：疫情反复风险、渠道拓展不达预期风险、竞争加剧风险。

分析师　陈雯　执业证书编号　S0270519060001

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告由万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本晨会纪要仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本晨会纪要是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本晨会纪要所载资料、意见及推测不一致的研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本晨会纪要中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别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。本晨会纪要所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。

本晨会纪要中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本晨会纪要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。

本晨会纪要主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为万联证券股份有限公司研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经我方许可而引用、刊发或转载本报告的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心

广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场