

交运&中小盘9月投资策略

油运由淡转旺，看好PET铜箔与IMU惯导

超配

核心观点

航运：油运正处由淡转旺的转换期，且近日伊核协议有所进展，如顺利达成，100万桶/天的原油供给增量有望带来油价的回落，全球原油的补库需求有望随之开启。当前我们看好旺季运价趋势性向上，叠加补库存的预期有望持续支撑市场对行业进入景气周期的信心，TCE或易涨难跌，标的上建议关注中远海能；集运方面，虽然当前运价下行趋势明显，但是我们认为强劲的需求或为行业形成托底，消费端来看，历史上美联储加息对耐用品消费的影响均较为有限；库存端来看，全球企业对库存管理的重心已从效率切换为安全。当前欧美的港口环节及美国内陆物流仍在拥堵当中，且劳动关系或仍存变数，如持续出现罢工等情况，集运的供需格局或再次出现较为明显的转向。

航空机场：我们继续看好疫情全面消退后航空股的业绩弹性，如有朝一日开放，民航运价向上弹性大，业绩有望创历史新高，推荐板块性的投资机会，推荐三大航、春秋、吉祥、华夏。国际线熔断政策松动利好机场国际客流有序恢复，利好航空及非航收入修复。当前枢纽机场因国际客减量业绩承压，一旦国门开放，机场业绩将大幅改善。机场估值体系已经逐步过渡至消费股，在免税消费驱动逻辑下很难再回到公用事业股估值体系，看好枢纽机场投资价值，推荐上海机场、白云机场。

快递：义乌地区疫情已得到控制，已于8月21日起全域解除静默管理状态，电商物流加速恢复正常运营。三季度是快递传统淡季，快递单价环比下降属于季节性正常波动，价格战仍然可控。圆通公布22年中报，市占率提升及业绩增长表现亮眼，竞争实力持续提升。快递龙头企业今年利润高增长确定性仍然很高，具有长期投资价值，继续推荐圆通速递、顺丰控股和韵达股份。

物流&中小盘：精选物流行业优质个股，推荐密尔克卫。双星新材业绩连续环增，且PET铜箔有望替代电池中所用传统铜箔，继续推荐；推荐汽车惯导系统定点顺利的华依科技。新增覆盖广深铁路，推荐宏华数科、浙江自然、微光股份、国联股份、久祺股份、安利股份，关注凯立新材、牧高笛。

投资建议：深圳首次对自动驾驶汽车的行业准则、完全无人驾驶事故权责进行规范，有利于自动驾驶汽车商业化落地。东威科技披露合作框架协议，PET铜箔开发进度或进入加速阶段。交运推荐出行板块标的、上海疫情缓和后下半年有望再创佳绩的密尔克卫及受益于复工复产的快递板块标的-圆通、顺丰；中小盘重点推荐拥有PET基膜成熟工艺，并拓展PET铜箔的双星新材、自动驾驶惯导部件定点顺利的华依科技、长期受益数码印花且近期新产线投产的宏华数科以及户外受益股浙江自然。

风险提示：宏观经济复苏不及预期，疫情反复，油价汇率剧烈波动

重点公司盈利预测及投资评级

| 公司代码 | 公司名称 | 投资评级 | 昨收盘(元) | 总市值(百万元) | EPS | | PE | |
|-----------|------|------|--------|----------|-------|-------|-------|-------|
| | | | | | 2022E | 2023E | 2022E | 2023E |
| 002585.SZ | 双星新材 | 买入 | 20.19 | 23345 | 1.92 | 2.78 | 10.5 | 7.3 |
| 688071.SH | 华依科技 | 买入 | 70.18 | 5112 | 1.94 | 2.79 | 36.2 | 25.2 |
| 603713.SH | 密尔克卫 | 买入 | 132.00 | 21709 | 4.08 | 6.18 | 32.4 | 21.4 |
| 688789.SH | 宏华数科 | 买入 | 207.20 | 15747 | 3.70 | 5.24 | 56.0 | 39.5 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究·行业投资策略

交通运输

超配·维持评级

证券分析师：姜明

021-60933128

jiangming2@guosen.com.cn

S0980521010004

证券分析师：罗丹

021-60933142

luodan4@guosen.com.cn

S0980520060003

证券分析师：高晟

gaosheng2@guosen.com.cn

S0980522070001

证券分析师：黄盈

021-60893313

chuangying4@guosen.com.cn

S0980521010003

证券分析师：曾凡喆

010-88005378

zengfanzhe@guosen.com.cn

S0980521030003

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《交运中小盘行业周报-新增覆盖微光股份，快递量价保持韧性》——2022-08-22

《2022年7月交运行业数据观察-疫情防控常态化，需求稳定修复》——2022-08-22

《交运中小盘行业周报-散发疫情不改航空韧性，快递件量继续恢复》——2022-08-15

《交运中小盘行业周报-国际线熔断政策将优化调整，持续关注PET铜箔进展》——2022-08-08

《交运&中小盘8月投资策略-PET铜箔拐点隐现，重点推荐双星新材》——2022-08-02

内容目录

| | |
|---|----|
| 板块观点 | 4 |
| 航运 | 4 |
| 航空机场 | 6 |
| 快递板块 | 7 |
| 物流板块 | 8 |
| 中小盘 | 9 |
| 近期回顾 | 19 |
| 行业数据概览 | 20 |
| 近期重点报告回顾 | 22 |
| 中通快递 22 年二季报点评：二季度市占率提升明显，单票快递盈利表现亮眼（2022-8-22） | 22 |
| 快递 7 月数据点评：件量增速稳步恢复，淡季致价格环比下滑（2022-8-22） | 23 |
| 广深铁路首次覆盖报告：大湾区铁路龙头，静待客流复苏（2022-8-25） | 24 |
| 宏华数科 22 年中报点评：扰动影响短期，不改长期趋势（2022-8-25） | 25 |
| 凯立新材中报点评：业务多点开花，延续快速增长（2022-8-28） | 26 |
| 投资建议 | 27 |
| 风险提示 | 27 |
| 免责声明 | 28 |

图表目录

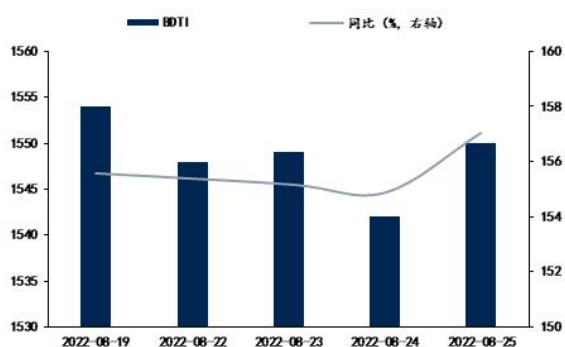
| | |
|----------------------------------|----|
| 图 1: BDTI | 4 |
| 图 2: BCTI | 4 |
| 图 3: CCFI 综合指数 | 5 |
| 图 4: SCFI 综合指数 | 5 |
| 图 5: SCFI (地中海航线) | 5 |
| 图 6: SCFI (欧洲航线) | 5 |
| 图 7: 2021 年初至今交运及沪深 300 走势 | 19 |
| 图 8: 2022 年初至今交运及沪深 300 走势 | 19 |
| 图 9: BDI 走势 | 20 |
| 图 10: BPI 走势 | 20 |
| 图 11: BCI 走势 | 20 |
| 图 12: BSI 走势 | 20 |
| 图 13: CDFI 煤炭运价指数 | 21 |
| 图 14: 螺纹钢期货价格 | 21 |
| 图 15: 新加坡燃料油价格 | 21 |
| 图 16: 海运煤炭运价指数 OCFI:综合 | 21 |
| 图 17: 原油运输指数(BDTI) | 21 |
| 图 18: 成品油运输指数(BCTI) | 21 |
| 图 19: 国际油价——布伦特原油 | 22 |
| 图 20: 国际油价——WTI 原油 | 22 |
| | |
| 表 1: 本周个股涨幅榜 | 19 |
| 表 2: 本周个股跌幅榜 | 20 |

板块观点

航运

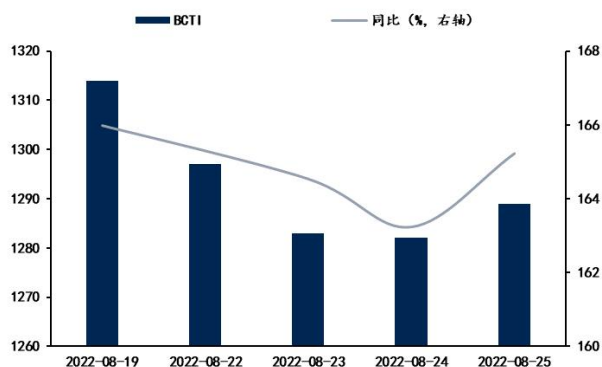
油运方面，本周原油运输运价涨势趋缓，成品油运价略有回落，截至 8 月 24 日，BDTI 报 1550 点，较上周末下降 4 点，BCTI 报 1289 点，较上周末下降 25 点。VLCC 方面，中东-远东的 TCE 约为 4 万美元/天，美湾-远东的 TCE 约为 3 万美元/天。当前时点，全球原油的库存处于低位，且中东与美国的原油均具备一定的扩产空间，随着行业由淡转旺以及补库存的开启，需求正逐步走出低谷；供给端，行业 19 年末到 20 年初的高景气带来了 21-22 年的运力增长大潮，2023 年新船交付数量有望大幅下降，且随着 IMO 环保公约的执行，行业有效运力可能进一步下降，为行业中期景气度的延续打下良好基础。此外，如伊核协议顺利达成，有望为即期市场带来 100 万桶/天的需求增量。我们认为，如油价回落，全球原油的累库有望提前开启，油运作为边际定价的行业，运价弹性有望充分释放，而行业正处由淡转旺的时间点，运价大概率趋势性向上，当前时间点油运兼具安全垫与向上弹性，建议关注中远海能。

图1: BDTI



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图2: BCTI



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

集运方面，本周 CCFI 综合指数报 2904 点，环比跌 4.7%，其中美西航线报 2360.40 点，环比跌 0.1%，欧线报 4689.31 点，环比跌 2.7%。中国新年带来的货量下降给予了美国港口喘息机会，因此 2 月以来供应链效率持续处于改善状态，叠加近期国内疫情较为严重影响制造业开工、美联储加息、地缘政治等影响，给予全球供应链进行修复的时间窗口较预期明显拉长，带来了货量和运价的双重回落。当前看，虽然因库存因素，旺季对货量的拉动作用不明显，运价亦处于下行趋势当中，但是 20 年船东对于运力扩张较为谨慎，供需的恶化或将较为有限。我们认为 22-23 年行业盈利能力仍将维持在较高水平，当前估值具备较强吸引力。

虽然运价目前处于下行趋势之中，但是 22 年整体的需求或将维持高位：

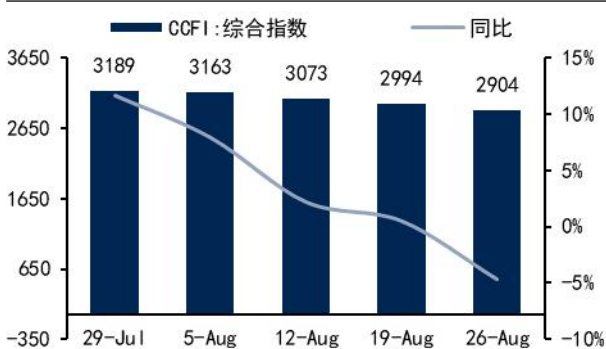
从消费需求的角度来看：当前美联储已经开始加息，并可能在年内保持鹰派，对全球的消费需求存在一定的抑制作用。但是我们认为这一改变对运输需求的影响

在短期内不会显现，原因在于消费往往是一种习惯，即便宏观环境发生改变，消费者的感知往往滞后其改变，从而形成消费的韧性，历史上来看，历次美联储大幅加息对耐用品消费的影响较为有限，并且CPI上涨的同时，美国老公薪酬亦在上涨，且与CPI的涨幅较为接近，对可支配收入的影响较为有限。

从库存需求的角度来看：本轮疫情已经充分暴露了海外港口疏运体系效能低下的弊端，而集运的供应链比较复杂，除了航线、码头之外，还涉及到内陆汽车、火车、驳船的集疏运以及仓库、堆场的操作，同时集装箱还必须要匹配于各地的进出货物，一旦其中一环出现不顺，供应链全链路将面临较大压力。本轮疫情的冲击效应之下，由于对供应链再度陷入不稳定的恐惧，全球制造业、零售业企业或将同步提升自身的库存水平，供应链管理的中心亦将从以往的经济性，转而更为偏重安全性，安全库存的增加有望促使行业进入一个新的平衡。

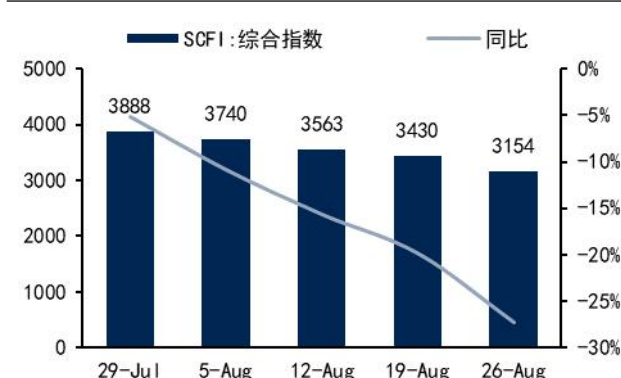
当前时点，美国港口的劳工谈判仍在推进，内陆物流在公路端和铁路端亦仍存在一定问题，如出现较为极端的情况，则可能导致全球集运的拥堵加剧，集运的景气度回升或仍可期。

图3: CCFI 综合指数



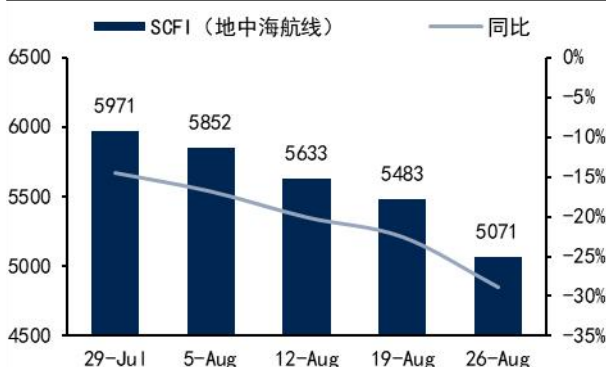
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: SCFI 综合指数



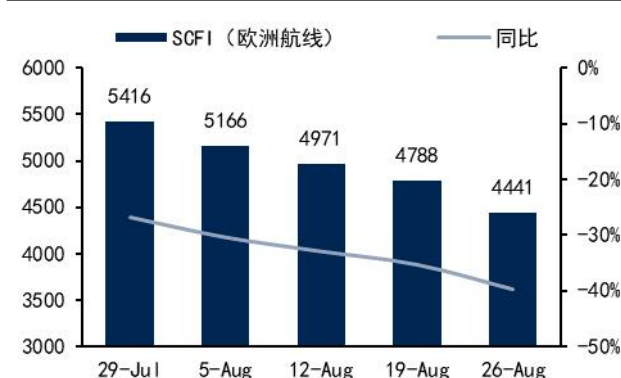
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图5: SCFI (地中海航线)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: SCFI (欧洲航线)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

航空机场

暑运趋于尾声，且全国各地疫情仍散发，民航航班量稍有回落。政策层面目前坚持“动态清零”不动摇，但在具体执行上，6月底《新型冠状病毒肺炎防控方案（第九版）》出台，大幅缩短归国人员、密接、次密接人员隔离天数，8月初民航局放松国际航线熔断判定标准，均显著缩短了疫情扰动对居民出行限制的影响周期，叠加国产新冠药物纳入医保丰富防疫武器，民航需求稳定性显著提升。

长期来看，绝望中孕育希望，疫情的影响终将过去，未来我们终将见到民航业再度绽放。当前民航的核心痛点在于需求被疫情持续压制，我们无法判断防疫政策何时会发生变动，但如有朝一日选择放开，民航需求有望迅猛恢复。供给端，2011-2019年民航运输飞机数量年化增速10.1%，而在经营压力较大的2020-2021年，各航司显著降低运力引进，民航运输飞机增速仅分别为2.2%、3.8%。2022年，从各航司机队引进规划看，如不考虑B737MAX复飞，年内飞机引进数量仅为3.6%，如疫情持续，实际引进速度可能进一步压低。

连续的运力低增长为供需反转创造先决条件，且当前票价改革持续推进，核心公商务干线经济舱全价票天花板被不断推高，同样为未来供需反转后的运价积攒弹性。我们认为如有朝一日需求恢复，民航运价向上弹性大，业绩有望创历史新高。

我们继续看好疫情影响消退后民航供需反转的大方向，在连续低运力引进，票价改革，历史高客座率的共振刺激下，民航业绩有望创历史新高，继续推荐板块性的行业投资机会，推荐中国国航、南方航空、中国东航、春秋航空、吉祥航空、华夏航空。

机场

深圳机场披露中报，因疫情扰动及卫星厅投产后成本上行，公司上半年亏损6.2亿。过去两年半时间枢纽机场因国际线大幅减量，业绩持续承压。国家表态有序放开国际航线航班，但我们很难想象在国内仍采用严格措施的前提下国际线能够有效放开，因此枢纽机场业绩全面回归尚需等待国内政策发生变化。

长周期看，我们终将迎来国门的全面开放。疫情前上海机场卫星厅，白云机场T2航站楼均处于建成初期的产能爬坡期，疫情期间深圳机场T3卫星厅也已经投入使用，上述机场的航站楼资源的产能瓶颈已经突破，预计疫情消退后机场航空性业务量及收入有望恢复乃至超越疫情前同期水平。

枢纽机场业绩核心驱动力仍来自于非航收入，尤其是免税租金，枢纽机场汇聚高净值旅客的流量垄断地位及优质的消费场景并未因疫情而有本质的改变，且海南离岛免税有望壮大一批免税运营商，未来在下一次机场免税渠道经营权的争夺中机场或具备更强的议价权。我们认为未来免税招标时量的逻辑或强于扣点，但不改变机场方仍可获取高额租金的结论。伴随着疫情后客流恢复，枢纽机场业绩同样有望恢复乃至逐步超越疫情前水平。

当前枢纽机场因国际客减量业绩承压，而一旦国门开放，机场业绩将大幅改善。机场的估值体系已经逐步过渡至消费股，在免税消费的驱动逻辑下很难再回到2017年以前的公用事业股估值体系，继续看好枢纽机场长期投资价值，推荐上海机场、白云机场。

快递板块

根据国家邮政局最新统计数据，7月快递行业业务量增长继续恢复，增速为+8.0%，环比增加了2.6个百分点，由于7月国内少数地方疫情仍然面临反复，导致行业需求增长恢复速度稍慢。在监管管控的大背景下，快递行业价格战整体仍然可控，7月是快递传统淡季，经营成本比旺季低会带动价格下行，所以7月行业单票价格环比6月旺季减少了0.27元至6.14元，价格环比降幅比往年大是因为6月疫情导致经营成本和终端价格基数偏高；7月单票价格同比下降6.1%，同比降幅仍然维持在相对低位。近期，义乌地区疫情已得到控制，已于8月21日起全域解除静默管理状态，电商物流加速恢复正常运行。

本周，圆通公布了22年中报，圆通2022年二季度实现营业收入132.4亿元（同比增长25.7%），归母净利润9.0亿元（同比增长228%），扣非归母净利润8.9亿元（同比增长248%）。公司二季度业务量同比正增长，市占率同比提升，价格表现稳健。虽然二季度有疫情防控的影响，但得益于公司经营稳健，二季度快递业务量完成43.7亿件，同比增长+2.5%，二季度市占率同比增加0.7个百分点至16.2%。近期，义乌已于8月21日起全域解除静默管理状态，电商物流加速恢复正常运行，预计三季度业务量增速将明显改善。公司二季度单票快递价格约为2.55元，同比提升了21.6%，一是因为二季度行业竞争仍然维持缓和态势，二是因为油价上涨以及疫情防控导致快递经营成本短期上行，传导至快递末端。疫情背景下成本仍然控制较好，公司二季度单票快递盈利能力维持高位。公司今年二季度单票快递净利约为0.18元，同比大幅提升、环比微幅下降（21年Q2和22年Q1分别约为0.04元和0.20元）。公司2021年四季度以来，连续三个季度单票快递利润表现均非常亮眼，主要得益于：1）2021年二季度以来，监管机构规范快递行业非理性竞争行为，价格战持续缓和；2）公司近两年通过经营改革提升了整体网络的服务质量，公司在去年下半年以来开始淘汰低质量客户、优化客户结构；3）在疫情频发和油价大涨的背景下，公司经营成本保持稳健，二季度单票运输成本和单票中转操作成本分别为0.50元和0.30元，同比分别为+2.8%和+5.0%。此外，国际航空货运仍然景气，公司的航空和货代业务二季度贡献了约1.05亿元的归母净利。公司二季度资本开支总额为11.6亿元，环比持平、同比略下降，预计今年公司的资本开支同比会微幅下滑。近期，A股快递上市公司公布了7月经营数据，全国疫情防控常态化，快递公司的7月经营数据继续修复，顺丰7月公司速运物流业务量同比提升了8.9%，时效快递业务同比增长表现稳定；韵达、圆通和申通7月业务量同比分别为+2.1%、+7.8%、+33.8%，其中由于韵达山西太原的物流园以及北京长阳网点在二季度陆续爆发疫情，其业务量恢复速度弱于其他同行，而申通业务量增长高于同行主要得益于公司价格策略相对更激进（韵达、圆通和申通7月单票价格环比分别减少0.06元、0.05元、0.09元）；由于行业竞争仍然理性以及疫情导致快递经营成本上行，韵达、圆通和申通单票

价格同比均维持在高位，分别为+23.0%、+26.4%、+22.8%。在监管管控的大背景下，快递行业价格战仍然维持理性，由于去年义乌地区价格上调幅度较大，导致今年义乌与以潮汕为代表的其他重点区域价格形成明显价差，近期行业调节不同区域之间的价差导致义乌价格有所回调，属于价格结构性调整；进入快递淡季三季度，我们认为行业价格环比出现微幅下调是属于季节性价格波动，不用过于担忧价格战重启。

投资建议上，（1）疫情对快递需求的影响可控，由于2021年基数高以及电商线上渗透速度逐步放缓，我们预计2022年快递行业需求增长将明显放缓。（2）在共同富裕的大背景下，快递龙头企业开始兼顾价格和服务质量，且极兔收购百世中国地区快递业务后竞争格局实现了实质性的优化，我们认为2022年下半年行业价格战将维持缓和态势。（3）在今年全国疫情影响范围和持续时间可控的假设下，通达系公司单票利润有望实现明显回升，利润有望实现高速增长；对于顺丰来说，公司整体产能充足、将可以满足未来较长一段时间内的业务发展需要，我们预计2022年公司资本开支将开始出现下降、资产利用率将实现提升，公司将继续享受四网融通和精细化经营带来的成本优化效益，2022年业绩有望实现大幅修复。继续推荐圆通速递、韵达股份和顺丰控股。

物流板块

密尔克卫半年报点评：业绩处于预告上沿，下半年成长继续加速

密尔克卫披露半年报。2022年上半年实现收入62.69亿元（+81.08%）；实现归母净利润3.04亿元（+65.60%）；实现扣非净利润2.97亿元（+60.19%）；归母净利润位于此前预告上限（60.40%~65.85%），扣非净利润位于预告上沿（56.94%~62.33%）。

利润率环比向上，应收应付控制得当

公司1H22总毛利额6.35亿，同比增长72.6%，综合毛利率水平为10.13%，环比2H21的9.88%毛利率略有提升。单季度看，3Q21-2Q22综合毛利率分别为9.3%、10.7%、9.7%、10.6%，二季度毛利率环比提升较为明显，我们认为是综合了一季度春节、二季度疫情扰动导致业务结构有所变化的结果。22年二季度公司归母净利润率5.31%，同比与环比均为上升势头。收入体量大增之下，公司对应收、预付、应付款项的控制非常得当，应收账款及票据方面30.7亿，相比21年年末多出4.09亿；预付账款2.27亿，相比21年年报下降1.64亿；应付账款15.97亿，相比21年年报多出3.48亿。

应对疫情充分得当，但若无外部冲击表现或将更佳

我们认为密尔克卫二季度的优秀表现来自于公司的经验与应对。但若无疫情冲击，公司二季度的业绩表现将会更佳亮眼。我们认为疫情之后，随着复工复产的推进，下半年公司的业绩表现或将更为突出，随着公司上半年投用的仓库产能利用率爬坡，下半年新增仓库有望贡献增量业绩；此外，公司近期已收购江西省祥旺物流，

以往的外延并购战略有可能在下半年延续，继续增厚业绩。公司近几个季度固定资产较为稳定，但 21 年年报、1Q2022、1H2022 在建工程分别为 2.79、3.34、4.19 亿，下半年产能扩张在望。

投资建议：维持盈利预测，维持“买入”评级

公司是化工服务行业的龙头企业，成长能力极强，当前估值水平处于自身历史低位，也低于全 A 中成长性类似的公司。公司当前化工物流服务+快周转分销服务的商业体系已经初具，考虑到公司本次对疫情的应对非常及时，二季度在大环境影响下仍然表现优异，我们对公司下半年以及明年的展望更加乐观，我们维持公司 2022-2024 年 6.7、10.2、14.0 亿的盈利预测，公司当前市值对应 2022 年业绩预测为 36.5x，对应 23 年 PE 水平仅为 24.0x，持续推荐。

中小盘

微光股份：冷链电机龙头，节能电机打开成长空间

公司已成为冷链电机细分领域的龙头企业。微光股份主营电机和风机的研发、生产、销售，业务主要分为四大部分——冷柜电机、外转子风机、ECM 电机以及伺服电机，其中冷柜电机和外转子风机是传统业务，2021 年收入占比分别为 33.6% 和 43.8%；ECM 电机和伺服电机为新业务，2021 年收入占比分别为 14.0% 和 4.5%。公司目前已经成为冷柜电机细分领域的龙头企业，全球市场市占率估计已经超过 20%；冷库外转子风机全国销量第一。

冷链领域的电机和风机下游需求较景气，电机节能化大势所趋。（1）冷柜电机以及冷库风机的需求与下游冷链市场发展息息相关，我国冷链物流发展起步较晚，与发达国家相比还有较大的发展空间，将带动冷柜电机和冷库风机的需求持续增长。我们估计全球商用展示柜的市场规模近 400 亿元，冷柜微电机是一个数十亿规模的细分市场。（2）2021 年 10 月工信部、市场监管总局联合印发《电机能效提升计划》，提出到 2023 年在役高效节能电机占比达到 20%以上的目标。我们估计 2020 年我国的节能电机占比约 10%，远低于目前欧美发达国家的 40% 以上的水平，高效节能智能将是未来微电机、风机的发展方向。

公司传统业务增长稳健，竞争壁垒较高。公司的传统微电机和风机业务一直维持稳定增长态势，微电机业务收入自 2015 年的 194 百万元增长至 2021 年的 374 百万元，年复合增速 11.6%；风机业务收入自 2015 年的 168 百万元增长至 2021 年的 486 百万元，年复合增速 19.4%。在传统业务领域，公司已经具有制造集成一体化、技术创新、产品品牌以及客户资源等竞争壁垒。

加速拓展节能电机领域，成为增长新驱动力。ECM 电机与伺服电机均属于节能电机，公司于 2011 年开始量产 ECM 电机，该业务收入 2015 年至 2021 年的复合

增速达到 34%，其收入占比 2021 年提升至 13.9%。公司于 2018 年开始量产伺服电机，该业务的收入 2018 年至 2021 年的复合增速达到 148%，其收入占比 2021 年提升至 4.5%，且该业务毛利率还有提升空间。

盈利预测与估值：公司未来 3 年处于快速成长期，预计 2022-24 年归母净利润 3.4/4.4/5.5 亿元（+32%/+30%/+25%），EPS 分别为 1.46/1.90/2.38 元。基于微光股份 2022 年归母净利润预测值，我们得到公司的合理市值为 85-92 亿元，我们认为公司具有长期投资价值，给予“买入”评级。

国联股份：成长扎实，剑指工业数字化蓝海

公司官方披露 2022 年半年报。上半年实现营收 278.95 亿元（+98.8%），归母净利润 4.27 亿元（+97.7%），扣非归母净利润 3.85 亿元（+92.3%）。其中二季度单季营收 157.57 亿元（+98.0%），归母净利润 2.63 亿元（+90.3%）。公司业绩保持多年快速增长。公司上半年经营活动产生的现金流量净额 7.39 亿元。

各版块保持快速增速。公司整体收入结构与过去相似，依旧是网上商品交易支撑大部分营收比重，公司上半年收入 278.95 亿，其中 278.28 亿为网上商品交易服务。分拆公司各重点子公司营收利润及其同比增速，涂多多子公司在高基数基础上，上半年依然实现营收与利润分别 79%/91% 的增长，玻多多营收/利润增速则分别为 82%/65%。卫多多与粮油多多基数较小，成长性也更为显著，卫多多收入/净利润增速分别为 168%/161%，粮油多多收入/净利润增速分别为 143%/156%。

利润率整体稳定，涂多多子公司利润率同比上升。公司 22H1 毛利率 3.02%，得益于公司收入体量的快速成长，公司的各项费用率控制得当，尽管销售、研发与管理费用均有所提升，但费率均显著降低。上半年公司净利润率 1.50%，21H1-22H1 公司净利率分别为 1.54%、1.56%、1.50%，净利率趋势整体平稳。我们分拆了公司各主要子公司的净利率，发现体量最大的涂多多净利率在上半年有所提升，为公司净利率的突出表现做出贡献，也体现出了培育多年的赛道成熟后的规模效应。

商业模式跑通，国联云工厂进一步深化客户粘度。我们认为，多多平台商业模式的核心，是上下游的“粘度”。拼单模式给予小 B 客户低价，解决小 B 客户缺货或拿货价格贵的痛点，集单之后面对上游供应商时，多多平台则具备采购上量的优势，随着小 B 客户粘度加深和渠道倾斜，多多平台成交量放大，可以实现更低的拿货价格和更强的服务能力，形成正循环。国联云的推出则进一步在生产上与客户、供应链加深绑定。公司在财务上体现的高速周转、轻资产运营、规避囤货等，本质基于平台在上下游中的粘度，正是有如此强的粘度，才可以形成财务上的优质表现。公司推出的国联云工厂业务服务工厂生产环节，近年来拓展顺利，标志着公司 2B 服务能力的再上台阶，有利于多多平台的供应商和用户粘度的加深，为公司打开新的成长极。

投资建议：维持盈利预测，维持“买入”评级

公司作为化工 B2B 电商的头部企业，其核心供应商管理、产业链延伸、集合小 B 客户采购需求的模式成功解决了化工供应链上下游在价格波动中遇到的痛点问题；国联云数字技术服务是在产业互联发展大方向上的延伸。我们认为公司的商业模式已经进入正向循环，维持 2022-24 年归母净利润 10.19/17.35/28.39 亿元不变，对应 PE 43.1X/25.3X/15.5X，维持“买入”评级。

华依科技：汽车动力测试领域龙头供应商

专注汽车动力总成测试行业，产品、服务国内领先

公司的主要产品为汽车动力总成下线测试设备与测试服务。测试设备可覆盖燃油发动机、变速箱、涡轮增压器、水油泵、以及新能源动力总成，毛利率 40%左右；测试服务在公司自有实验室中进行，毛利率约 50%。

公司核心竞争力：设备性价比高，服务成长性强。

在设备端技术上，公司成功自研了发动机冷试设备，打破外商垄断，起草了国家冷试行业标准。公司产品各项参数均已达到国际水平且价格优势明显，容易实现进口替代。测试服务上，公司与主机厂具有多年合作经验，且公司在设备领域多年的深耕使得公司充分了解测试服务需求，叠加设备自有，可以在测试服务商获取超额利润。我们认为随着新能源车型的快速推出以及车企在推新时的节奏加快，未来测试服务将成为带动公司规模增长的核心看点之一。

开启惯性测试单元开发，把握智能驾驶机遇

在智能驾驶水平逐步提升的背景下，惯性测试单元 IMU 与卫星定位、视觉定位等组成系统，将填补卫星与视觉在加速度、角速度位移测量上的盲区，2022 年起行业有望迎来蓬勃发展。公司 2019 年启动惯性测量单元的研发，为国内较早开启 IMU 研发的公司之一，IMU 模块 2022 年起有望成为公司的全新发力点。

首次覆盖给予“买入”评级

预计公司 2021-2023 年净利润分别为 0.67、1.06、1.53 亿，对应当前市值 PE 分别 47x、30x、21x，公司 21-23 年归母净利润复合增速 54%，我们认为公司合理市值对应未来三年 PEG 在 0.7-0.75x 较为合理，给予 2022 年 38-40.5x PE，市值在 40.3-42.9 亿元之间，相对于公司目前股价有 26.8-35.1%溢价空间。首次覆盖给予“买入”评级。

双星新材：新材料产能陆续释放，季度盈利持续新高

2021 年利润高增长，整体表现略超预期。21 年公司收入 59.3 亿元 (YOY+17.22%)，

毛利率 32.8% (YOY 增加 10.43 个百分点)，净利润率达 23.4% (YOY 增加 9.12 个百分点)，归母净利润为 13.85 亿元 (YOY+92.3%)。业绩方面，公司此前发布预告，市场已有预期，但结合年报中披露的四大新材料板块营收、毛利表现，以及去年 30 万吨产能仅部分转固来看，我们认为公司整体表现仍略超我们预期。

传统包装膜持续收缩，新材料产能释放，助推利润持续提升。2020 年底公司产能 56 万吨，其中新材料光学级产能约为 20 万吨，2021 年公司新增 6 条线合计 30 万吨光学级产能，拉动整体产量至 52.4 万吨，同比增长 16.4%，销量 51 万吨，同比增长 3% (2020 年去库存导致销量高于产量)，收入增长 17.2%，毛利增长 71%，净利增长 92.3%；其中光学、新能源、热缩、信息四大新材料板块实现收入 40.86 亿，贡献 69% 收入，环比提升 15 个百分点；实现毛利 14.6 亿元，占整体毛利比重 74.7%，环比提升 14.5 个百分点；整体新材料板块毛利同比增长 112%，远高于公司整体 71% 的水平。

新材料产品提升、规模效应抵御原材料成本上涨，4Q21、2H21 毛利净利率环比表现稳健。公司 21 年 1Q-4Q 毛利率分别为 32.7%、34.7%、32.6%、31.8%，1H21 和 1H22 公司毛利率分别为 33.7%、32.2%；1Q-4Q 净利润率分别为 21.6%、24.1%、23.1%、24.3%，1H21 和 1H22 的净利润率分别为 22.9%、23.7%。不同于市场预期，虽然 2022 年原材料大幅波动，而公司毛利率、净利率保持稳健，其主要原因在于：1) 新材料占比提升，价格转嫁能力较强；2) 原材料带量采购，平抑毛利率波动；3) 新产能较同行有显著的规模和成本优势。

基膜和涂布产能持续释放、新材料占比提升，公司市占率及毛利净利指标有望持续领先行业。公司披露 1H2022 公司会继续投放 4 条合计 20 万吨产能，同时下半年 7 亿平方米新增涂布产能会逐步释放 (原先 3 亿平米，合计 10 亿平米)，据此我们认为：1) 新增产能会不断爬坡，产销量继续增加；2) 涂布产能进一步带来利润弹性。

投资建议：上调盈利预测，维持“买入”评级

预计 2022-2024 年归母净利润 22.2/32.2/42 亿元 (22-23 年预测值上调幅度分别为 12%/17%)，同比增速 60.4/44.7/30.5%。双星 2021 年交付的 30 万吨产能中仍有部分产线处于爬产期，1H22 的 20 万吨光学产能和 2H22 新增 7 亿平方米涂布车间将会陆续投用，2022 年新材料利润贡献比重达 88%，预计公司逐季改善、年度高增将会是大概率事件，目前股价对应 22 年 PE 仅为 10.3 倍，远低于同行，建议“买入”。

久祺股份：自行车 ODM 制造龙头，发力“电动自行车+跨境电商+自有品牌”

22 年一季度收入增长承压、业绩表现较优

2021 年全年营收 37.1 亿元 (+62.3%)，归母净利润 2.05 亿元 (+30.9%)；21 年四季度单季营收 11.16 亿元 (+24.8%)，归母净利润 0.58 亿元 (-5.5%)；2022

年一季度单季营收 7.74 亿元 (+3.3%)，归母净利润 0.42 亿元 (+27.4%)。在疫情防控背景下，公司一季度业绩表现较优。

2021 年受益于海外疫情，电踏车业务发力，自主品牌稳定推进

近两年受海外疫情影响，个人短途出行交通工具需求旺盛，中国作为世界自行车出口大国，国内疫情率先得到有效控制，使国内自行车企业能够迅速扩大生产，满足全球市场需求。因此，我们看到久祺 2021 年 ODM 业务收入实现了同比 73% 的高增长；与此同时，公司近两年重点发力的两大新方向——电踏车和自主品牌也表现亮眼，2021 年，电踏车业务收入实现了同比 101% 的高增长，收入占比提升至 9.6%；自主品牌业务收入实现了同比 31% 的较高速增长。由于自主品牌业务是自己承担海运成本，海运费的大幅上涨导致 2021 年自主品牌业务的毛利率同比减少 14.5 个百分点；ODM 业务的毛利率基本保持稳定。

2022 年一季度疫情导致收入增长承压，公司原材料成本下降保障盈利增长

一季度由于多地疫情封控管理，公司产品运输受阻，叠加俄乌战争的负面影响，导致一季度收入增长承压，同比增速为 3.3%。公司今年一季度原材料成本同比有所降低，带动可比毛利率同比提升，从而看到公司一季度归母净利润同比增长了 27%。由于物流运费的统计口径从费用调整至成本，因此我们将“营业成本+销售费用”加在一起来看，其占收入的比例同比减少了约 1 个百分点。虽然今年海外制造供应链开始逐步恢复，但是考虑到久祺长期以来积累的设计开发优势，以及近两年积累的自有品牌优势，在国内疫情影响可控的假设下，我们认为公司今年全年收入和利润仍有望实现较快增长。

投资建议：微幅调整盈利预测，维持“买入”评级。预计 2022-2024 年归母净利润分别为 2.97/4.11/5.21 亿元（22-23 年调整幅度 -2.2%/+0.2%），分别同比增长 45%/38%/27%。考虑到公司虽然短期受不确定性因素影响，但长期逻辑不变，给予公司“买入”评级，现在股价对应 22-23 年 EPS 的 PE 估值分别为 18X、13X。

安利股份：产品升级正当时，高端材料迎来收获期

合成革制造老牌企业，深耕多年国内领军

安徽安利材料科技股份有限公司成立于 1994 年，主要生产经营生态功能性聚氨酯合成革和聚氨酯复合材料，是国内合成革行业领军企业。公司在合成革行业经营多年，下游需求主要包括沙发汽车、功能鞋服、电子、箱包等，客户包括大量头部品牌商如 Nike、苹果、丰田等。

突破环保型产品，下游应用空间更为宽广

公司所处市场为 PU 合成革市场，为合成革的主流产品。PU 合成革在代替真皮、PVC 合成革方面具有显著优势。传统合成革不论是湿法或是干法工艺，都需要大量有机物参与反应，导致生产过程释放、产成品中残留大量 VOC（挥发性有机物），

影响工人与消费者的健康。过去数年大量头部品牌与监管均对 VOC 的残留浓度进行了严格规定，市场对环保型产品的需求扩大。安利股份于国内领先研发出无溶剂 PU 合成革产品，该产品可做到 VOC 低残留与耐磨性提升，与当前需求相符。

客户结构与利润率共同改善

随着产品优化，公司的客户结构发生显著改善，开始快速进入国际国内头部企业的供应商名单中，典型包括苹果、Nike 等，同时在新能源整车市场中与比亚迪、小鹏等展开合作。我们预计 2022 年公司客户与利润率的改善将更为明显。1H2021 面对原材料成本上行、海运成本高企等问题，公司上半年该产品毛利率从 20 年的 20.14% 提升至 25.41%，我们预计若后续原材料价格恢复正常，公司利润率上涨空间将会更大。公司当前已有 25% 产能为无溶剂产品产线。

风险提示

下游客户环保敏感度下降；客户开辟不及预期；产能扩张不及预期。

首次覆盖给予买入评级

公司当前市值对应明年的盈利预测仅 16.5 倍，成长性与估值性价比兼具。我们认为公司 2022 年在客户、产品以及盈利能力上的拐点将体现得更为清晰，并迎来连续数年的快速成长，综合上述几个方面的估值，我们认为公司股票价值在 22.9-25.0 元/股，首次覆盖给予买入评级。

牧高笛：产品与渠道联动策略延续，大牧驱动增收增利

牧高笛披露半年报与主要经营数据。公司上半年实现收入 8.67 亿（+61.3%）；归母净利润 1.13 亿元（+111.8%），较 7 月的业绩预增公告基本持平；扣非归母净利润 1.10 亿元（+138%）。分季度看，公司 2Q22 营收 5.39 亿元（+64.7%），归母净利润 7639 万元（+137.1%），扣非归母净利润 7882.6 万元（+176.05%）。

大牧销售额历史新高，IP 联名与上新等策略功不可没

22 年上半年公司在外销（ODM/OEM）与品牌业务收入上都取得增长，而品牌业务中主打露营装备的大牧部门销售表现尤为亮眼。具体来看：

1) 外销（ODM/OEM）与其他业务：1H22 实现收入 5.21 亿元，同比增长 25.7%；毛利率 21.5%，较去年同期提高 0.53pct。分季度看 2Q22 实现收入 2.87 亿元，同比增长 13.8%。

2) 品牌业务：1H22 实现收入 3.46 亿元，同比大增 182.3%；毛利率 36%，较去年同期提高 1.5pct。分季度看 2Q22 实现收入 2.53 亿元，同比大增 234.4%，毛利率环比一季度提高 0.45pct。

公司的品牌业务目前仍由“小牧”与“大牧”组成。主打户外鞋服的小牧 22 年上

半年实现收入 3103 万元，同比减少 21.7%；其中直营店创收 1183 万元同比减少 3%，加盟店贡献 1921 万元同比减少 30%。小牧 Q2 单季度实现收入 1253 万元，较去年同期减少 34%，直营店与加盟店收入分别减少 15%、43.5%。宁波 4 月疫情使公司线下订货会的开展受到影响；同时小牧以春秋、冬季款式服装为主，5-6 月气温开始升高为订货淡季，两原因叠加造成了小牧二季度营收下降较多。

主打露营装备的大牧 2022 年上半年实现收入 3.15 亿元，同比增长 280%，其中大牧线上自营渠道收入 1.47 亿元左右，同比大增 250%；大牧线下（专业装备分销与大客户）收入 1.67 亿元左右，同比大增 337.6%。22 年二季度大牧实现收入 2.4 亿，同比大增 324%，毛利率 35.8%同比环比均有提高。公司精致露营产品收入在大牧的占比约 70%，持续的产品联名推广、上新等策略共同促成毛利率的提高。

多重因素带来露营需求爆发式增长，推广渠道进一步丰富有利产品渗透

疫情常态化背景下，中国户外经济兴起，消费升级驱动长途游向周边游过渡、传统露营向精致露营转型；创业者偏好、社交媒体推广与露营相关综艺等成为国内需求增长推手。据艾媒资讯预测，2022 年中国露营经济核心市场规模将达 1135 亿元，同比增长 51.8%；带动市场规模 5816 亿元，同比增长 52.6%。露营地经营前期的装修投入较少，投资回报周期比民宿短，同时价格比民宿更亲民，受创业者追捧。《一起露营吧》、《向往的生活第六季》、《追星星的人第二季》等真人综艺的上线为火热的露营再次升温。“去哪儿大数据”显示，“五一”期间露营相关产品预定量为去年 3 倍；飞猪平台上“五一”露营订单量环比增长超 350%；6 月小红书旅行热搜词中绝大部分为露营相关。

二季度内，公司关停 5 家小牧直营店与 18 家加盟店，并新开 1 家小牧直营店与 8 家加盟店。值得一提的是，6 月 1 日牧高笛在宁波开设了首家大牧线下旗舰店，让消费者实地体验露营生活。此外公司推出 MobiVilla 山系潮流露营服装品牌，继续丰富大牧产品体系；联名 PANDAER（魅族）推出新品。一方面提高线下店的经营效率，实现线上线下联动，另一方面也能看出公司对露营风口的把握并对大牧倾注了更多资源。我们认为，公司作为国内为数不多的露营品牌，在长期经营中形成了领先的产品设计理念，并借助品牌优势开展立体的产品推广，在露营需求火爆的市场环境下，公司能精准抓住行业先机，实现高增长。

投资建议：维持盈利预测，维持“增持”评级

我们认为在国内外露营行业高景气背景下，相关企业普遍受益。公司作为国内知名户外品牌，在产品开发、品牌宣传、盈利能力上表现突出，叠加品牌收入占比快速提升与盈利能力改善，22 年公司的净利润将翻倍增长。结合公司上半年品牌经营的超预期表现，我们预计年内公司 ODM/OEM 与品牌收入有望同比增长 32%/140%；推算两部分业务净利率约 12.2%/10.3%，对应净利润 9939/7559 万元。我们采用分部估值法进行估值，维持公司 2022-2024 年 1.75/2.4/3.1 亿的盈利预测，对应当前市值分别为 38、28、21.6X，维持“增持”评级。

凯立新材：业务多点开花，延续快速增长

凯立新材披露 2022 年中报

2022 年上半年营业收入 8.47 亿，同比增长 18.8%，实现归母净利润 1.28 亿，同比增长 54.8%；其中二季度营业收入 5.33 亿，同比增长 36.1%，实现归母净利润 0.73 亿，同比增长 35.0%。

业务多点开花，收入平稳增长，利润水平新高

上半年公司贵金属催化剂销量进一步增长，其中医药、基础化工、农药领域收入增长率分别为 28.2%、44.1%、12.9%。上半年贵金属价格季度均价同比变化不显著，公司收入季度间有所波动的原因或是产品结构变化，从毛利润水平来看，公司二季度毛利润达到 1.07 亿，同比进一步增长。公司保持高研发费用，二季度研发投入 1408 万元，财务费用有所下降，其余科目波动不大，二季度盈利创历史新高。

催化剂市场进一步扩容，公司研发项目转化持续推进

伴随着医药、化工等下游行业的持续增长，催化剂市场空间有望进一步扩容。公司在研发、市场拓展方面逐步推进，上半年新增专利数量 10 个，研发人员数量同比增长 10 人至 68 人，且研发人员中高学历人员占比高，研发团队呈现年轻化，研发项目持续突破。8 月份公司无汞催化剂项目中标，且募投项目建设持续推进，建成后有望打开公司产能空间，驱动公司业绩持续保持较高速度增长。

盈利预测及投资建议

我们预计公司业绩仍将快速增长，考虑到上半年公司业绩略高于我们前期预期，上调盈利预测，自 2.16 亿、2.85 亿、3.77 亿分别上调 7.0%、6.3%、6.5%至 2.31 亿、3.03 亿、4.01 亿，当前股价对应 2022-2024 年 EPS 的 PE 估值分别为 56.6X、43.2X、32.6X，维持“增持”评级。。

浙江自然：扰动之下增长持续，看好户外产品拓展空间

浙江自然披露 2022 年中报：2022 上半年实现营收 6.36 亿元（+28.37%），归母净利润 1.74 亿元（+26.89%），扣非归母净利润 1.64 亿元（+24.33%）。其中二季度单季营收 3.05 亿元（+13.16%），归母净利润 8934 万元（+17.99%）。

二季度单季收入受疫情影响，毛利率环比稳定同比下滑。公司二季度收入增速 13.16%，低于前几个季度的较高增速，我们认为主要原因在于二季度疫情导致公司发货节奏有所延迟，难以在疫情之后完全补回。收入端值得一提的是，上半年公司内销收入 1.4 亿元，同比增长 55.41%，占收入比重达到 22%。随着国内运动露营休闲的渗透率提升，境内业务增长有望成为未来新的增长极。

毛利率方面，公司 22H1 毛利率 35.9%，与去年下半年持平，受到发货延迟、原材料上涨因素等影响，较去年上半年毛利率下滑 4.8 个百分点。以 TDI 为代表的原材料价格自去年便居于高位，对公司毛利率造成影响。但我们预计随着大宗价格

下行，原材料端的成本压力有望逐步减轻。

费用率控制得当，汇兑损益稍有贡献。22H1 公司销售费用率 1.2%，同比减少 39.2%，疫情影响导致展会费用、业务招待费及差旅费减少。管理费用小幅增长，费用率与去年同期持平，为 3.9%。财务费用为-1779 万元，主要为人民币兑美元汇兑收益。公司研发费用持续增长。

海外项目验证顺利，品类扩张持续推进。上半年，越南子公司和柬埔寨子公司分别通过了迪卡侬、REI 和 Coleman、IGLOO 的严格审核，正式成为他们的合格供应商。品类扩张方面，车用充气床垫、水上运动用品、硬质保温箱包等新品类研发也在持续进行之中。

深耕户外行业，我们认为公司成长具备韧性。我们认为疫情以及欧美经济仅为短期冲击，公司所在行业中长期受益于海内外消费群体对于户外运动的刚性需求，尤其国内需求的崛起有望成为公司第二成长记。户外运动配件的特点是场景多、品类多、更新换代快，公司优势在于：1) 在 TPU 复合面料上的优势与经验，可将面料广泛应用于各类下游场景，公司当前在车用充气床垫、水上用品等方面的探索就是例子；2) 凭借强劲的设计研发能力，与海外头部大企业建立稳定信任的合作关系；3) 就制造成本的把控上不断改进。就国内外发展而言，海外消费者消费习惯成熟，需求多且稳定成长，且有面料改进、产品性能提升等需求；国内消费者处于消费习惯形成初期，但爆发力十足，我们看好国内市场在长期为公司提供广阔发展空间。

投资建议：公司业绩增长非常扎实，我们维持公司 2022-2024 年 3.1、4.0、5.14 亿的盈利预测，对应当前市值 PE 分别为 20.8、16.0、12.6x，我们认为公司在面料技术、下游客户、设计研发能力上具有核心竞争力，海外户外运动的持续近期与国内户外运动的消费习惯培育可以支撑公司的长期成长，维持“买入”评级。

宏华数科中报点评：全年增长平稳，长期看好数码印花渗透率提升

宏华数科披露 2022 年半年报。上半年公司实现营收 4.62 亿元，同比增 1.42%，归母净利润 1.23 亿元，同比增 14.28%，扣非净利润 1.18 亿元，同比增 11.96%。单季度看，公司 22Q2 实现营收 1.86 亿，同比下降 20.77%，归母净利润 5008 万，同比下降 3.34%。

上半年出口收入增速优于内销，毛利率有所提升。上半年公司出口业务收入 2.52 亿元，同比增长 41.93%，占比达到 54.6%。二季度受到上海疫情影响，导致下游客户的资本开支有所放缓，影响国内业务。分拆公司产品收入，上半年数码喷印设备收入 2.43 亿元，同比略有下滑，占营收比重压缩至 52.72%，但墨水收入实现较快增长，达到 1.94 亿元，占比 41.96%。毛利率方面，上半年公司毛利率达

到 46.0%，对比去年同期提升近 3 个百分点，公司外销业务主要采用美元、欧元等外币进行结算，我们认为或与公司外销比例提升、外销结算等因素有关。

费用率整体控制平稳。公司上半年四项费用率合计 14.51%，较去年同期略低 0.7 个百分点，其中管理费用大幅增加，主因为实施股权激励形成的股份支付费用为 1347 万元；另外公司财务费用为-1416 万，主要来自汇兑损益。

产能扩张进度顺利。公司 IPO 募投项目“年产 2000 套工业数码喷印设备与耗材智能化工厂”已完成全部基坑围护、地下室工程，1#厂房工程、2#厂房工程、1#配套楼、仓库工程正在装修中，配套工程形象进度完成 60-80%，预计 2022 年四季度土建工程达到预定可使用状态。项目投产后有望为后续的需求回复提供足够支持，同时有望加强规模效应、有助于降本增效。

数码印花代替传统印花的革命是中长期的主旋律。2019 年，全球数码喷墨印花工艺应用对传统印花工艺的替代率达到了 7.8%。中国印染行业协会发布的报告显示，预计到 2025 年全球数码喷墨印花产量将达 150 亿米，占印花总量比例约 27%，照此推算，渗透率在 6 年时间内提升接近 20 个百分点，即使不考虑印花行业本身增长，数码印花行业增长也将十分可观。按此预测，中国数码喷墨印花产量达 47 亿米左右，渗透率达到 29%，略高于全球水平。

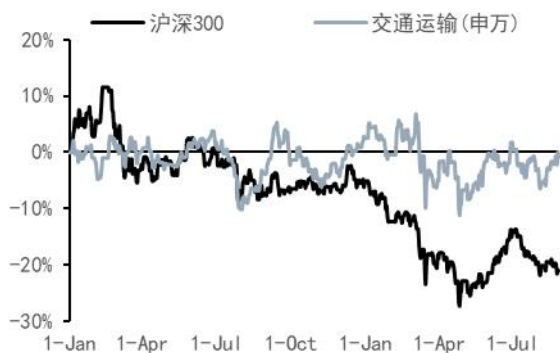
投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级

考虑 2022 年疫情所造成的的冲击，我们将公司 2022-2024 年 3.2、4.9、6.7 亿元的盈利预测下调至 2.81、3.98、5.99 亿，但我们依然认为疫情影响均为短期，从长期看数码印花依然是纺织供应链变革的大潮。维持“买入”评级。

近期回顾

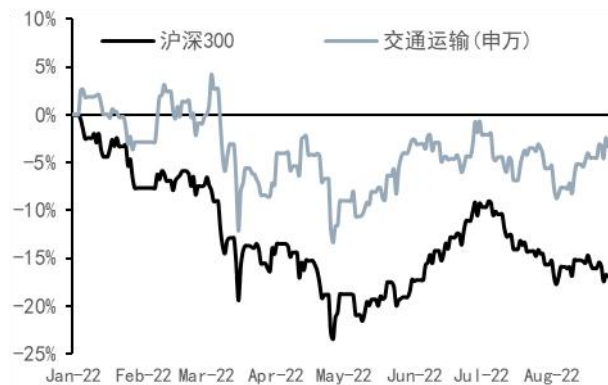
本周 A 股整体下跌，上证综指报收 3236.22 点，环比跌 0.67%；深证成指报收 12059.71 点，环比跌 2.42%；创业板指报收 2640.29 点，环比跌 3.44%；沪深 300 指数报收 4107.55 点，环比上跌 1.05%。本周交运指数上涨 1.21%，相比沪深 300 指数跑赢 2.26pct。

图7：2021 年初至今交运及沪深 300 走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图8：2022 年初至今交运及沪深 300 走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

本周交运子板块涨幅最大的为航运板块，涨幅为 4.7%。个股方面，涨幅前五名为中远海特(+41.8%)、西部创业(+39.7%)、长久物流(+26.2%)、长航凤凰(+22.8%)、城发环境(+19.3%)；跌幅榜前五名为普路通(-9.3%)、宏川智慧(-8.6%)、上海雅仕(-7.3%)、嘉诚国际(-7.3%)、飞力达(-7.2%)。

表1：本周个股涨幅榜

| 周涨幅前五 | 证券代码 | 证券简称 | 周收盘价 | 周涨幅 | 月涨幅 | 年涨幅 |
|-------|-----------|------|-------|-------|-------|--------|
| 1 | 600428.SH | 中远海特 | 9.50 | 41.8% | 89.3% | 90.5% |
| 2 | 000557.SZ | 西部创业 | 6.26 | 39.7% | 35.2% | 48.7% |
| 3 | 603569.SH | 长久物流 | 10.89 | 26.2% | 34.9% | 50.6% |
| 4 | 000520.SZ | 长航凤凰 | 3.99 | 22.8% | 21.3% | 16.3% |
| 5 | 000885.SZ | 城发环境 | 12.68 | 19.3% | 19.5% | 21.6% |
| 月涨幅前五 | 证券代码 | 证券简称 | 周收盘价 | 周涨幅 | 月涨幅 | 年涨幅 |
| 1 | 600428.SH | 中远海特 | 9.50 | 41.8% | 89.3% | 90.5% |
| 2 | 000557.SZ | 西部创业 | 6.26 | 39.7% | 35.2% | 48.7% |
| 3 | 603569.SH | 长久物流 | 10.89 | 26.2% | 34.9% | 50.6% |
| 4 | 001205.SZ | 盛航股份 | 28.15 | 1.9% | 27.2% | 63.3% |
| 5 | 300873.SZ | 海晨股份 | 30.97 | 4.7% | 26.2% | 1.9% |
| 年涨幅前五 | 证券代码 | 证券简称 | 周收盘价 | 周涨幅 | 月涨幅 | 年涨幅 |
| 1 | 600026.SH | 中远海能 | 15.37 | 7.0% | 21.3% | 159.6% |
| 2 | 603069.SH | 海汽集团 | 28.23 | 4.6% | 6.9% | 94.2% |
| 3 | 601872.SH | 招商轮船 | 7.73 | 2.7% | 11.7% | 92.1% |
| 4 | 600428.SH | 中远海特 | 9.50 | 41.8% | 89.3% | 90.5% |
| 5 | 601975.SH | 招商南油 | 3.45 | 2.7% | -4.2% | 71.6% |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

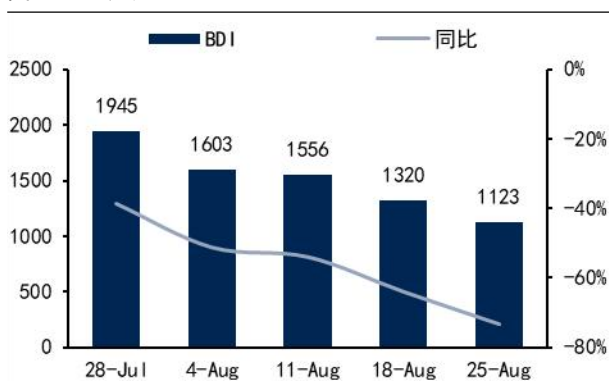
表2: 本周个股跌幅榜

| 周跌幅前五 | 证券代码 | 证券简称 | 周收盘价 | 周涨幅 | 月涨幅 | 年涨幅 |
|-------|-----------|------|-------|-------|-------|--------|
| 1 | 002769.SZ | 普路通 | 8.56 | -9.3% | 3.1% | 27.9% |
| 2 | 002930.SZ | 宏川智慧 | 21.83 | -8.6% | -3.6% | -14.3% |
| 3 | 603329.SH | 上海雅仕 | 18.54 | -7.3% | 4.5% | 26.2% |
| 4 | 603535.SH | 嘉诚国际 | 21.85 | -7.3% | -5.1% | 5.0% |
| 5 | 300240.SZ | 飞力达 | 8.23 | -7.2% | -4.2% | 1.2% |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

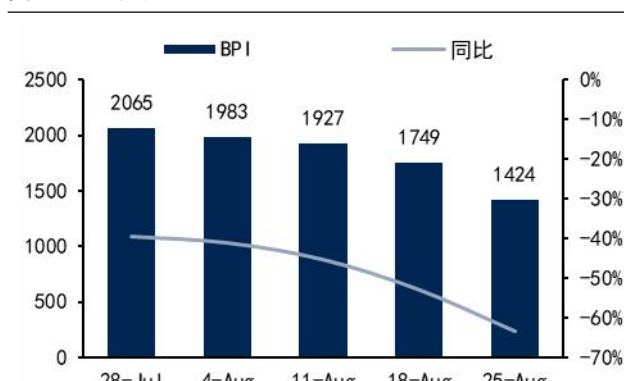
行业数据概览

图9: BDI 走势



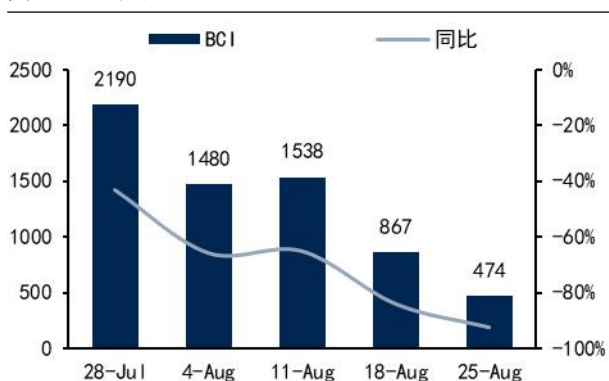
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: BPI 走势



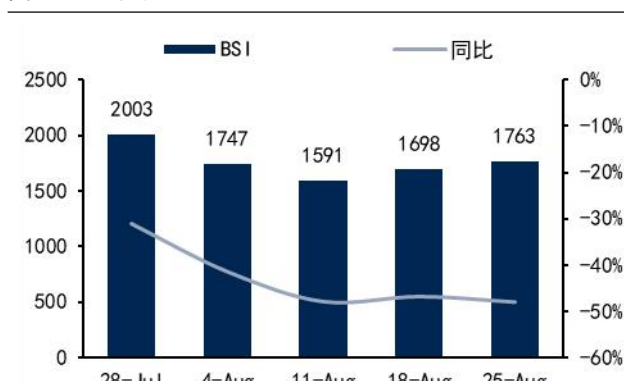
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图11: BCI 走势



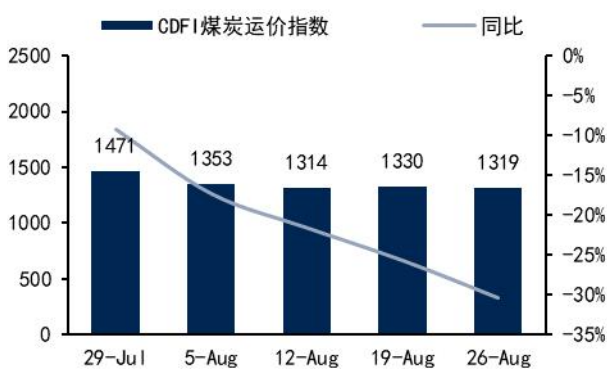
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图12: BSI 走势



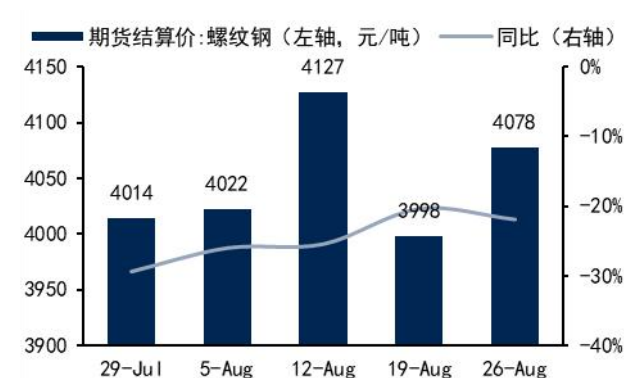
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图13: CDFI 煤炭运价指数



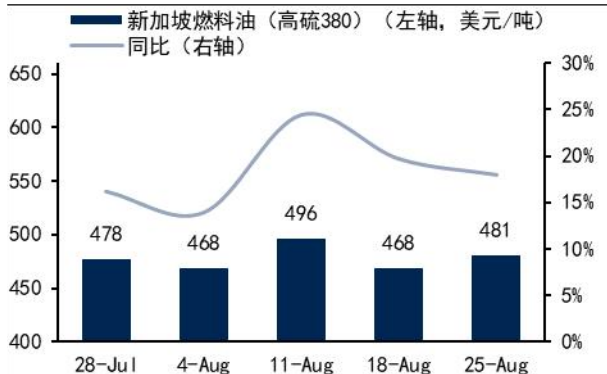
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图14: 螺纹钢期货价格



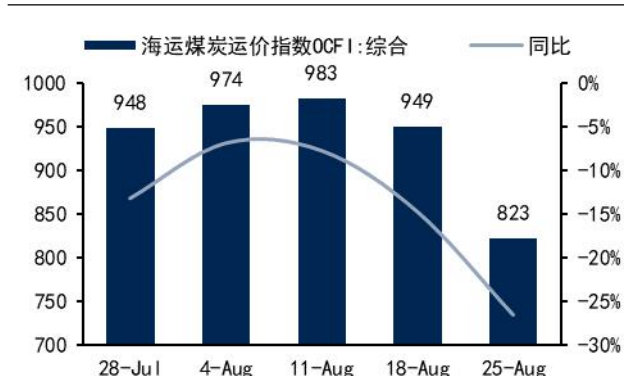
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图15: 新加坡燃料油价格



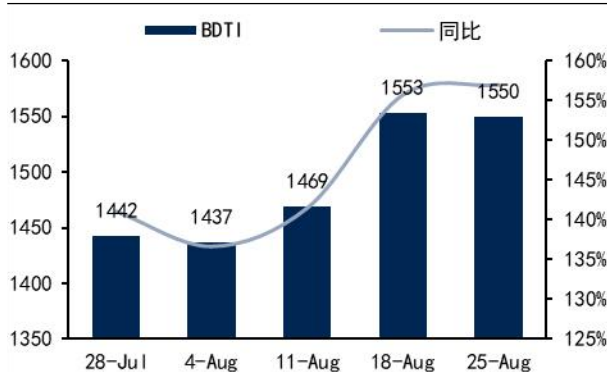
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图16: 海运煤炭运价指数 OCFI:综合



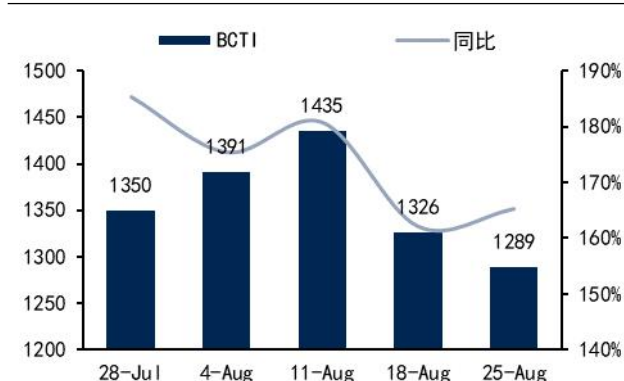
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图17: 原油运输指数(BDTI)

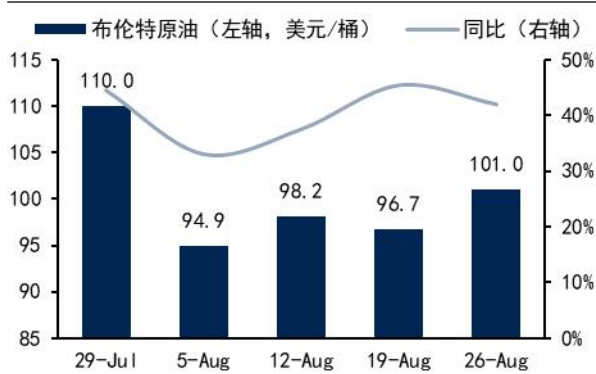


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

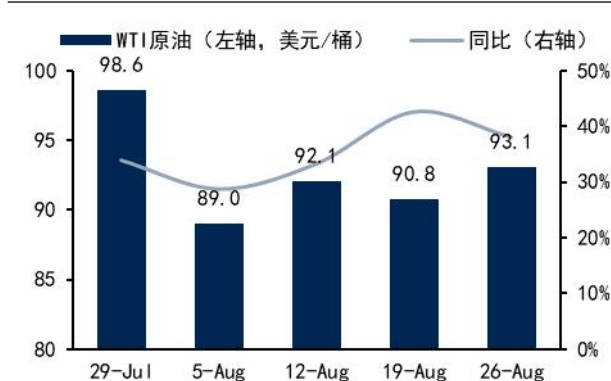
图18: 成品油运输指数(BCTI)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图19：国际油价——布伦特原油


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图20：国际油价——WTI 原油


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

近期重点报告回顾

中通快递 22 年半年报点评：二季度市占率提升明显，单票快递盈利表现亮眼（2022-8-22）

22 年二季度业绩同比实现高增长

2022 年二季度公司实现营业收入 86.57 亿元，同比增长 18.2%；实现调整后的净利润 17.59 亿元，同比增长 38.2%，在二季度疫情防控影响的背景下，公司业绩表现已属稳健。

二季度公司业务量实现正增长，市占率提升，价格同比增长明显

由于二季度受到上海等部分地方疫情防控影响，公司二季度实现业务量 62.03 亿件，同比增长 7.5%，增速环比有所下滑，但是仍然高于行业二季度同比-2%的增速，近期义乌地区疫情已得到控制，国际贸易城于 8 月 18 日起进入常态化运营，我们预计三季度公司业务量增长将继续恢复。中通二季度市占率同比增加 2.0 个百分点至 23.0%，龙一地位进一步强化。公司二季度单票快递价格为 1.28 元，同比提升了 10.9%，一是因为二季度行业竞争仍然维持缓和态势，二是因为油价上涨以及疫情防控导致快递经营成本短期上行，传导至快递末端。

二季度公司单票快递经营成本上行，但单票快递盈利实现改善，资本开支高点已过

公司二季度单票运输成本和单票中转成本分别为 0.49 元和 0.30 元，同比变化分别为+2.0%和+9.1%，二季度公司单票快递经营成本同比提升主要是因为油价的上涨、人工成本的上涨以及新冠疫情再度爆发期间包裹量下降。但是由于单票价格

同比明显改善，从而带动单票快递毛利同比增长 23%至 0.49 元，环比增加了 0.03 元。最终，公司二季度单票净利（调整后）为 0.28 元，同比和环比均改善明显（21 年 Q2 和 22 年 Q1 分别为 0.22 元和 0.20 元）。公司二季度的资本开支为 15.4 亿元，环比下降 15%（一季度为 18.0 亿元），公司资本开支高点已过，预计 2022 年的资本开支总额有望下降至 60-70 亿元（2021 年为 93.3 亿元）。

投资建议：上调盈利预测，维持“买入”评级

由于行业竞争维持良性，且在国内疫情反复背景下快递公司经营具有韧性，我们上调公司盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润分别为 62.0/77.7/91.5 亿元（22-23 年调整幅度+1.7%/+5.3%），分别同比增长 30%/25%/18%。维持公司“买入”评级，现在股价对应 22-23 年 EPS 的 PE 估值分别为 24X、19X。

快递 7 月数据点评：件量增速稳步恢复，淡季致价格环比下滑（2022-8-22）

行业业务量：全国疫情防控常态化，7 月业务量增长继续修复

延续 2020 年疫情背景下电商快递景气的趋势，2021 年上半年快递行业增长仍然亮眼，但是 2021 年下半年伴随着电商消费乏力，快递行业增速也开始逐步回落。最终，2021 年全年快递行业业务量实现了 30%的增长，其中四季度的增速已经掉落至 15.8%。2022 年 1-2 月增速环比有所回升，但是由于 3 月中下旬全国爆发疫情，疫情对线上消费和快递经营造成负面影响，随着 6 月上海全市解封、全面复工复产，7 月全国疫情防控逐步常态化，我们看到 7 月快递行业业务量同比持续提升至+8.0%（6 月份为+5.4%）。

行业价格：进入快递传统淡季，单价环比下降

由于去年义乌地区价格上调幅度较大，导致今年义乌与以潮汕为代表的其他重点区域价格形成明显价差，近期行业调节不同区域之间的价差导致义乌价格同比变化有所回调、广州地区价格同比持续回升，属于价格结构性调整。在监管管控的大背景下，快递行业价格竞争仍然理性，7 月是快递传统淡季，经营成本比旺季低会带动价格下行，所以 7 月行业单票价格环比 6 月旺季减少了 0.27 元至 6.14 元，价格环比降幅比往年大是因为 6 月疫情导致经营成本和终端价格基数偏高；7 月单票价格同比下降 6.1%，同比降幅仍让维持在相对低位。

7 月快递公司经营数据点评

（1）顺丰控股：7 月份，顺丰控股速运物流业务业务量同比提升 8.9%，单价同比提升 4.2%。全国疫情防控常态化，顺丰 7 月公司速运物流业务量同比增速持续提升，时效快递业务同比增长表现稳定。

（2）韵达股份：7 月业务量同比提升 2.1%，单票价格同比提升 23.0%。由于韵达山西太原的物流园以及北京长阳网点在二季度陆续爆发疫情，其业务量恢复速度

弱于其他同行；由于快递进入传统淡季，公司单票价格环比减少 0.06 元、同比+23.0%。

(3) 圆通速递：7 月业务量同比提升 7.8%，单票价格同比提升 26.4%。全国疫情防控常态化，圆通业务量同比+7.8%；由于快递进入传统淡季，公司单票价格环比减少 0.05 元、同比+21.7%。

(4) 申通快递：7 月业务量同比提升 33.8%，单票价格同比提升 22.8%。申通业务量增长高于同行主要得益于公司价格策略相对更激进（韵达、圆通和申通 7 月单票价格环比分别减少 0.06、0.05、0.09 元）。

投资建议

疫情防控常态化，快递需求增长稳步回升，7 月淡季价格环比出现回落，属于正常的季节性波动，投资者无需过度担忧价格战的重启。近期义乌地区疫情已得到控制，国际贸易城于 8 月 18 日起进入常态化运营，我们预计三季度行业业务量增长将继续恢复。在今年全国疫情影响范围和持续时间可控的假设下，通达系公司单票利润有望实现明显回升，利润有望实现高速增长；对于顺丰来说，公司整体产能充足、将可以满足未来较长一段时间内的业务发展需要，我们预计 2022 年公司资本开支将出现明显下降、资产利用率将实现提升，公司将继续享受四网融通和精细化经营带来的成本优化效益，2022 年业绩有望实现大幅修复。继续推荐圆通速递、韵达股份和顺丰控股。

广深铁路首次覆盖报告：大湾区铁路龙头，静待客流复苏（2022-8-25）

公司是大湾区铁路运输龙头

公司主要经营铁路客货运输业务及与香港铁路有限公司合作经营过港直通车旅客列车运输业务，并为国内其他铁路公司提供铁路运营服务。公司独立经营深圳—广州—坪石铁路，营业里程 481.2 公里，纵向贯通广东省全境。因疫情对公司客运板块冲击较大，2020-2021 年公司营收受到显著影响，业绩录得亏损。2021 年公司营业收入 202.1 亿，同比增长 23.6%，实现归母净利润-9.73 亿，亏损同比扩大 74.4%，扣非归母净利润-10.6 亿，亏损同比减少 25.6%，2022 年上半年预亏 6-8 亿。

客运业务占主导地位，期待客流复苏及土地资源变现

公司以客运为核心立足点，货运、其他运输业务协同增长，2021 年公司营业收入中客运、货运、其他运输业务占比分别为 30.5%、10.1%、53.5%。广深铁路历史运营路产稳定，粤港澳腹地客源充足，且根据粤港澳大湾区铁路十四五规划，在建线路及近期规划线路对广深城际列车的影响或相对较小，因此我们认为在疫情消退后，广深城际列车客流有望显著回升。此外，2018 年年公司与广州土地开发中心等机构签署《国有土地使用权收储补偿协议》，公司交储 3.71 万平方米的广州东石牌旧货场土地使用权，最终于 2020 年获得补偿净收益 11.9 亿，土地增值收

益大。2006 年公司上市之时，公司土地使用权合计 125 宗，总面积 1181 万 m^2 ，其中货场、堆站、仓库土地面积分别为 179.3 万 m^2 、27.5 万 m^2 、6.5 万 m^2 ，期待公司盘活土地资产，提振公司业绩。

盈利预测与投资建议

公司当前业绩因疫情影响处于阶段性底部，且公司核心路产周边近期无可显著分流的线路投入运营，疫情消退后客流有望显著复苏，拉动公司业绩显著修复。我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 202.7 亿、246.0 亿、272.8 亿，同比分别增长 0.3%、21.4%、10.9%，实现归母净利润分别为-12.5 亿、3.3 亿、8.8 亿。按照 2024 年 EPS 的 18 倍 PE 估值，我们认为公司合理股价应该在 2.22 元左右，首次覆盖给予“增持”评级。

宏华数科 22 年中报点评：扰动影响短期，不改长期趋势 (2022-8-25)

宏华数科披露 2022 年半年报。上半年公司实现营收 4.62 亿元，同比增 1.42%，归母净利润 1.23 亿元，同比增 14.28%，扣非净利润 1.18 亿元，同比增 11.96%。单季度看，公司 22Q2 实现营收 1.86 亿，同比下降 20.77%，归母净利润 5008 万，同比下降 3.34%。

上半年出口收入增速优于内销，毛利率有所提升。上半年公司出口业务收入 2.52 亿元，同比增长 41.93%，占比达到 54.6%。二季度受到上海疫情影响，导致下游客户的资本开支有所放缓，影响国内业务。分拆公司产品收入，上半年数码喷印设备收入 2.43 亿元，同比略有下滑，占营收比重压缩至 52.72%，但墨水收入实现较快增长，达到 1.94 亿元，占比 41.96%。毛利率方面，上半年公司毛利率达到 46.0%，对比去年同期提升近 3 个百分点，公司外销业务主要采用美元、欧元等外币进行结算，我们认为或与公司外销比例提升、外销结算等因素有关。

费用率整体控制平稳。公司上半年四项费用率合计 14.51%，较去年同期略低 0.7 个百分点，其中管理费用大幅增加，主因为实施股权激励形成的股份支付费用为 1347 万元；另外公司财务费用为-1416 万，主要来自汇兑损益。

产能扩张进度顺利。公司 IPO 募投项目“年产 2000 套工业数码喷印设备与耗材智能化工厂”已完成全部基坑围护、地下室工程，1#厂房工程、2#厂房工程、1#配套楼、仓库工程正在装修中，配套工程形象进度完成 60-80%，预计 2022 年四季度土建工程达到预定可使用状态。项目投产后有望为后续的需求回复提供足够支持，同时有望加强规模效应、有助于降本增效。

数码印花代替传统印花的革命是中长期的主旋律。2019 年，全球数码喷墨印花工

艺应用对传统印花工艺的替代率达到了 7.8%。中国印染行业协会发布的报告显示,预计到 2025 年全球数码喷墨印花产量将达 150 亿米,占印花总量比例约 27%,照此推算,渗透率在 6 年时间内提升接近 20 个百分点,即使不考虑印花行业本身增长,数码印花行业增长也将十分可观。按此预测,中国数码喷墨印花产量达 47 亿米左右,渗透率达到 29%,略高于全球水平。

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级

考虑 2022 年疫情所造成的的冲击,我们将公司 2022-2024 年 3.2、4.9、6.7 亿元的盈利预测下调至 2.81、3.98、5.99 亿,但我们依然认为疫情影响均为短期,从长期看数码印花依然是纺织供应链变革的大潮。维持“买入”评级。

凯立新材中报点评：业务多点开花，延续快速增长（2022-8-28）

凯立新材披露 2022 年中报

2022 年上半年营业收入 8.47 亿,同比增长 18.8%,实现归母净利润 1.28 亿,同比增长 54.8%;其中二季度营业收入 5.33 亿,同比增长 36.1%,实现归母净利润 0.73 亿,同比增长 35.0%。

业务多点开花，收入平稳增长，利润水平新高

上半年公司贵金属催化剂销量进一步增长,其中医药、基础化工、农药领域收入增长率分别为 28.2%、44.1%、12.9%。上半年贵金属价格季度均价同比变化不显著,公司收入季度间有所波动的原因或是产品结构变化,从毛利润水平来看,公司二季度毛利润达到 1.07 亿,同比进一步增长。公司保持高研发费用,二季度研发投入 1408 万元,财务费用有所下降,其余科目波动不大,二季度盈利创历史新高。

催化剂市场进一步扩容，公司研发项目转化持续推进

伴随着医药、化工等下游行业的持续增长,催化剂市场空间有望进一步扩容。公司在研发、市场拓展方面逐步推进,上半年新增专利数量 10 个,研发人员数量同比增长 10 人至 68 人,且研发人员中高学历人员占比高,研发团队呈现年轻化,研发项目持续突破。8 月份公司无汞催化剂项目中标,且募投项目建设持续推进,建成后有望打开公司产能空间,驱动公司业绩持续保持较高速度增长。

盈利预测及投资建议

我们预计公司业绩仍将快速增长,考虑到上半年公司业绩略高于我们前期预期,上调盈利预测,自 2.16 亿、2.85 亿、3.77 亿分别上调 7.0%、6.3%、6.5%至 2.31

亿、3.03 亿、4.01 亿，当前股价对应 2022-2024 年 EPS 的 PE 估值分别为 56.6X、43.2X、32.6X，维持“增持”评级。

投资建议

中报披露与暑运接近尾声，八月我国物流保通保畅工作取得阶段性成效，上海港集装箱日均吞吐量达 13.7 万标箱；出行板块保持平稳，全面复苏仍需等待政策松动。油运方面，如伊朗原油出口制裁被解除，油运市场或存在每日百万桶增长空间。深圳首次对自动驾驶汽车的行业准则、完全无人驾驶事故权责进行规范，有利于自动驾驶汽车的商业化落地。结合主流车厂对于该技术的布局情况，未来自动驾驶有望从商用车与港区、园区等封闭道路的应用场景，拓展至乘用车与开放路段。东威科技披露合作框架协议，PET 铜箔开发进度或进入加速阶段。交运推荐出行板块个股，推荐上海疫情缓和后下半年有望再创佳绩的密尔克卫及受益于复工复产的快递板块标的-圆通、顺丰；中小盘重点推荐拥有 PET 基膜成熟工艺，并拓展 PET 铜箔的双星新材、自动驾驶惯导部件定点顺利的华依科技、长期受益数码印花且近期新产线投产的宏华数科以及户外受益股浙江自然。

风险提示

宏观经济复苏不及预期，疫情反复，油价汇率剧烈波动。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

| 类别 | 级别 | 说明 |
|------------|----|----------------------------|
| 股票 投资评级 | 买入 | 股价表现优于市场指数 20%以上 |
| | 增持 | 股价表现优于市场指数 10%-20%之间 |
| | 中性 | 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 卖出 | 股价表现弱于市场指数 10%以上 |
| 行业 投资评级 | 超配 | 行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| | 中性 | 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 低配 | 行业指数表现弱于市场指数 10%以上 |

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032