

宏观经济分析

宏观经济分析：经济预期转弱，静候中央定调

市场消息

市场近期的重要影响因素依然是国内的疫情与稳增长，国外的地缘政治及美债上行。但四大因素在边际重要性上出现了一些变化，具体说来，疫情居高难下、封控管理强化，对经济的潜在影响超出此前预期；稳增长在一季度对经济平稳运行形成了重要支撑，但政策力度近期有所放缓；美债上行则持续对市场达到新的均衡施加影响；地缘政治风险没有明显缓解，但对市场的边际影响变化不大。

疫情仍然严峻，经济没有好转。国内疫情形势仍然严峻，新增确诊病例的人数和涉及的省份数高位运行，动态清零策略叠加疫情持续散发，本轮疫情对经济的潜在影响或已经超过了此前历次的疫情冲击，整车货运流量指数持续在低位，反映封控管理仍未放松，供应链和三产的复苏尚需时日。

货币政策有掣肘，财政政策有隐忧。货币政策取向从“以我为主”转为“内外兼顾”、从稳增长到关注物价水平，近期美债收益率大幅上行、人民币汇率的快速走贬对央行降息形成了压制，4月15日的“半次降准”即是近期货币政策方向调整的一个明显信号。财政政策力度的可持续性存隐忧。一方面，地方政府新增专项债发行节奏上有所放缓，进入4月份之后（截至4月24日），地方政府新增专项债发行开始减速。另一方面，经济下行导致财政收入有所下降，尤其是房地产行业持续不振对地方政府性基金收入有较大拖累。

外围因素影响增大。美国通胀高企，加速加息或不可避免。美国通胀迅速攀升，速度超过了历史上较为可比的六七十年代，但是当前政策利率明显落后于通胀水平，因此美联储后续可能会加快加息的节奏。此外，历史上美国大幅加息初期，经济处于上升周期，而本次加息始于美国经济走弱，加深了市场对于美国经济衰退的担忧。除了美债大幅上行，俄乌局势也具有较大的不确定性。

后市展望

近期经济预期转弱，稳增长政策力度不足，叠加外围不确定性增强，市场信心受到了明显打击，股债汇三杀，股市各板块均继续大幅走弱。短期来看，地缘政治、国内疫情的走势、稳增长政策的落地以及美债上行的幅度都有一定的变数，建议跟踪观望，灵活应对。低估值依然相对占优，但结构性分化或许进入中后期。国债收益率可能在当前区间整体保持低位震荡，市场对经济预期的修复可能需要一段时间，接下来的政治局会议是关键。

（分析师：韦志超，执业证书编号：S0110520110004）

重点行业观察

计算机行业

嘉和美康：产品化率持续提升，电子病历智能化领先

事件

2022年4月24日，嘉和美康发布2021年度及2022年第一季度主要经营情况。

点评

营收持续高增长。2021年，公司实现营业收入6.52亿元，同比增长22.58%；归母净利润4963.69万元，同比增长133.42%；扣非净利润3932.23万元，同比增长87.44%。2022Q1营业收入9802.78万元，同比增长33.94%；归母净利润-2785.85万元，亏损扩大，净利润的减少主要因人员规模增大导致各项费用增加。

电子病历先行者。公司是国内电子病历临床信息化软件的先行者，在电子病历领域内长期保有市场第一的竞争地位。电子病历系统需求旺盛，2021年公司电子病历平台软件销售收入同比增长52.47%，三年复合增长率达到47.03%。截至2021年末，公司已累计助力20余家医疗机构通过电子病历五级及以上认证，数量和规格处于行业领先地位。2021年公司专科电子病历发展加速，专科电子病历销售收入同比增长143.92%，专科电子病历在整体收入结构中的占比增加3.32个百分点。

软件产品化率持续提升，自制软件销售收入快速增长。2021年，公司实现医疗信息化业务收入64,215.79万元，占营业收入的98.50%，同比增长27.13%，仍然保持了较好的增长趋势。其中，自制软件销售及软件开发技术服务业务实现收入57,418.91万元，同比增长30.80%。公司软件产品化率持续提升，自制软件销售收入同比增长46.05%，收入占比扩大10.52个百分点；软件成熟度进一步提升，主营业务毛利率为51.21%，较上年提高1.57个百分点。此外，公司对主营业务领域进行梳理，收缩占比很小的医疗器械生产业务，医疗器械相关收入同比减少1,750.14万元。

(研究员：翟炜，执业证书编号：S0110521050002)

交运行业

京沪高铁发布2021年报：业绩同比大幅提升

事件

2021年，公司实现营业收入293.05亿元，同比增加16.11%，实现归母净利润48.16亿元，同比增加49.15%，实现扣非归母净利润48.12亿元，同比增加44.55%。公司2021年拟每股派发现金红利0.0491元（含税）。

点评

二季度业绩最好，四季度受疫情影响明显。2021年Q1、Q2、Q3和Q4分别实现归母净利润3.22亿元、24.22亿元、16.04亿元和4.69亿元。其中，二季度受国内需求持续回暖影响，公司业绩大幅好转，四季度由于疫情防控政策趋严，公司业绩出现下滑。

运输量同比实现较大幅度增长。全年京沪高铁本线列车运送旅客3529.1万人次，同比增长27.1%；跨线列车

运营里程完成 7250.4 万列公里，同比增长 4.8%；2021 年 5 月 4 日创下京沪高铁全线运送旅客 79.8 万人次的新纪录；京福安徽公司管辖线路列车运营里程完成 2941.8 万列公里，同比增长 24.4%。

疫情影响下，持续创新服务产品。2021 年，京沪高铁全面启用计次车票。计次车票是京沪高铁推出的新型票制产品，旅客购买后，可以在 90 天有效期内乘坐京沪高铁线路内指定发到站和席别的列车 20 次。此外，京沪高铁率先在全国铁路探索实行浮动票价机制，建立健全了浮动票价体系，京沪高铁公司对管内高铁动车组列车票价进行优化调整，根据客流情况，区分时段、席别、区段等，于 2021 年上半年实施 5 档浮动票价后，持续优化升级票价浮动机制，于 2021 年暑期推出更灵活多样、力度更大的 7 档浮动票价。

节能管理成效显著。2021 年京沪高铁牵引用电约 36.7 亿千瓦时，生产用电约 3.2 亿千瓦时，总计约 39.9 亿千瓦时，折合每百万人公里用电约 6.29 万千瓦时，同比降耗 13.8%。2021 年用水 483 万吨，折合每百万人公里用水 76.21 吨，同比降耗 5.9%。

(分析师：张功，SAC 执证编号：S0110522030003)

轻工制造行业

欧派家居披露 2021 年年报，归母净利润同比 +29.23% 至 26.7 亿元

事件

公司发布 2021 年年报，全年实现营业收入 204.42 亿元，同比 +38.68%；实现归母净利润 26.66 亿元，同比 +29.23%，扣非后归母净利润 25.1 亿元，同比 +29.72%。拟每 10 股派发现金红利 17.5 元（含税）。

点评

整装大家居驱动多品类增长亮眼，全年经营表现符合预期。分产品看，公司年内厨柜/衣柜及配套/卫浴/木门分别实现营收 75.29/101.72/9.89/ 12.36 亿元，分别同比 +24.22%/+49.53%/+33.72%/+60.36%。整装大家居战略效果稳定释放，衣柜及木门品类增长强劲，拉动公司全年营收突破 200 亿元大关。分季度看，Q4 单季经营表现受去年同期高基数、年末疫情、及原材料价格上涨等因素影响增速有所下滑。Q4 单季实现营收 60.4 亿元，同比 +20.6%，实现归母净利润 5.52 亿元，同比 -9.84%，扣非后归母净利润 4.97 亿元，同比 -9.38%。

毛利率受原材料价格上涨短期承压，净利率基本稳定。公司全年毛利率同比 -3.39pcpts 至 31.62%，我们认为原因主要为：（1）板材等原材料价格上涨；（2）大宗业务毛利率下行；（3）毛利率相对较低的配套品收入占比快速提升。公司持续降本增效，全年期间费用率同比 -2.62pcpts 至 16.19%，其中销售费用率 -1pcpts 至 6.78%，管理及研发费用率 -1.29pcpts 至 9.98%，财务费用率 -0.33pcpts 至 -0.56%，综合影响下全年净利率同比 -0.95pcpts 至 13.03%，整体盈利能力基本维持稳定。

全渠道表现稳健，整装大家居业务强劲增长。分渠道看，全年直营/经销/大宗业务分别贡献营收 5.87/ 156.80/ 36.73 亿元，分别同比 +47.33%/+40.20%/+36.92%。渠道数量方面，全年欧派橱柜/衣柜/欧铂丽/卫浴/木门店面分别 +52/ +77/ +61/ +217/ -44 家至 2459/2201/989/805/1021 家。整装大家居业务高歌猛进，推出新品牌“StarHomes 星之家”实现双品牌切入整家定制赛道，全年整装大家居业务接单金额同比增长超 90%。轻工制造行业：

(研究员：陈梦，执业证书编号：S0110521070002)

机械军工行业

三角防务发布年报与一季报，业绩放量季度表现创新高

事件

三角防务发布 2021 年报，2021 年公司实现营业收入 11.7 亿元、同比 +90.7%；实现归母净利润 4.1 亿元、同比 +101.7%；扣非归母净利润 4.1 亿元、同比 +121.6%。公司同时发布 2022 年一季报，一季度实现营业收入 4.3 亿元、同比 +127.1%；实现归母净利润 1.4 亿元、同比 +89.6%；扣非归母净利润 1.4 亿元、同比 +97.8%。

点评

21Q4 和 22Q1 收入与利润创新高：公司产品为特种合金锻件，主要用于制造飞机机身结构件及航空发动机盘件；进入国内各大主机厂供应商名录，产品已应用于新一代战斗机、新一代运输机及新一代直升机中。2021 年公司积极抢占国内锻件产品市场份额，在巩固已有市场份额的同时，挖掘市场潜力，巩固老型号订单、同时以新品研发带动销售额的提升。21Q4 实现营收 4.07 亿元、同比 +92%；实现净利润 1.37 亿元、同比 +72%。22Q1 业绩再创新高，实现营收 4.28 亿元、同比 +127.1%；实现净利润 1.42 亿元、同比 +90%。

利润率水平提升，期间费用率下降：公司 2021 年整体毛利率为 46.7%、同比提升 1.7 个百分点；净利率为 35.2%、同比提升 1.9 个百分点。规模效益显现，期间费用率下降；销售费用率为 0.4%、同比下降 0.2 个百分点，管理费用率为 3.1%、同比下降 1.3 个百分点。财务费用为 -1051 万元、同比下降 81%，主要系公司收到可转债募集资金、利息收入增长。投入研发费用 4342 万元、同比增长 82%，系公司加大研发投入。

设备与技术优势显著，占据有利竞争地位：公司 400MN 模锻液压机是目前我国自主研制、开发，拥有核心技术的大型模锻液压机，同时也是目前世界上最大的单缸精密模锻液压机，解决了新机型超大尺寸、高强度、高精度锻件的国内制造难题，设备总体性能达到世界先进水平。公司借助 400MN 大型模锻液压机设备，参与新一代战斗机、大型运输机等军工装备重要型号的预研到定型的整个阶段。未来随着主机厂新一代装备的批量化生产，公司的规模与业绩将会呈现持续增长的态势。

募投项目延伸产业链，扩大产能提升市场份额：公司 2021 年可转债募投项目先进航空零部件智能互联制造基地建设有序推进；项目将建设航空精密零件数字化智能制造生产线和飞机蒙皮镜像铣智能制造生产线，以延伸锻件产业链、拓展航空零部件精密加工业务为目标，不断提升数控加工装备实力及零部件加工的智能化水平和生产效率。2022 年公司计划定增募资，开展航空精密模锻件深化提升项目、航空发动机叶片精锻项目、航天火箭箭体结构智能制造项目、以及航空数字化集成中心项目的建设，以进一步扩大产能提升市场份额。

(分析师：曲小溪，执业证书编号：S0110521080001)

传媒行业

网飞单季度用户下滑，内容平台增长困境凸显

流媒体巨头一季度业绩下滑，订阅用户十年来首次单季度减少。4 月 19 日，Netflix (NFLX.US) 发布 2022 年一季度财报，当季营收 78.68 亿美元，同比增长仅 9.8%，增速创下近一年来的季度新低；净利润录得 15.97 亿美元，同比下降 6.44%。Netflix 的用户体量最牵动市场神经。财报显示，一季度，Netflix 全球订阅用户总数 2.2164 亿人，同比增长 6.7%，环比减少 20 万人，低于上季度给出的“同比增长 8% 至 2.2434 亿人”预期。这是 Netflix 自 2011 年 10 月以来，首次出现单季度付费订阅用户环比减少的情况。受此影响，Netflix 股价在盘后暴跌 25%。

全球市场颓靡，美加地区提价后用户流失。除包含日本、印度、菲律宾等的亚太市场付费用户增长 109 万人以外，Netflix 在其他地区类别的付费用户均出现减少。其中，用户存量最多、付费能力最强的 UCAN 地区（美国和加拿大）订阅用户减少 64 万人。值得注意的是，Netflix 在一季度提高美国和加拿大地区的服务价格，针对美国用户的三级会员费体系分别提升 1-2 美元，意图挖掘存量用户的付费潜力。一季度，Netflix 该市场每用户平均收入为 14.91 美元，同比增长 5%，但付费用户出现减少。

内容成本走高，增长困境下，“无广告”模式或将改写。作为全球最大的流媒体平台，Netflix 在内容端面临来自手握大量 IP 的 Disney+、亚马逊 Prime Video 等剧集的激烈竞争。2021 年公司内容投入逐季度递增，Q4 花费 52.39 亿美元。2022 年 Q1，内容开销收窄至 42.85 亿元，但同比增长 10.75%。内容成本高企，但付费用户数量出现倒退，公司标签式的“无广告”用户体验或将改写。Netflix 首席执行官里德·哈斯汀斯在财报会上称，Hulu、HBO 等竞对已经跑通广告模式，“我确定我们也将尝试，并把它跑通，而不是仅仅测试这样是否可行。”他提到，Netflix 的广告模式可能类似 Hulu，用户可以选择无广告模式，但也可以选择观看广告来获取相对较低的付费方案。

(分析师：李甜露，执业证书编号：S0110516090001)

主要市场数据

表 1: 全球主要市场指数

指数名称	收盘点位	日涨跌幅 (%)	近 5 日涨跌幅 (%)	近 1 月涨跌幅 (%)	近 1 年涨跌幅 (%)
上证指数	3086.92	0.23	-3.35	-5.03	-11.15
深证成指	11051.70	-0.29	-5.00	-10.19	-22.99
沪深 300	4013.25	0.44	-2.94	-5.60	-21.85
科创 50	942.07	-1.63	-4.84	-16.97	-28.19
创业板指	2296.60	-0.69	-6.40	-15.14	-23.31
恒生指数	20638.52	-0.21	-1.85	-5.96	-29.03
标普 500	4271.78	-2.77	-4.27	-5.49	2.19
道琼斯工业指数	33811.40	-2.82	-3.15	-2.58	-0.68
纳斯达克指数	12839.29	-2.55	-5.73	-9.53	-8.40
英国富时 100	7521.68	-1.39	-1.05	0.73	8.40
德国 DAX	14142.09	-2.48	-0.08	-0.92	-7.44
法国 CAC40	6581.42	-1.99	0.71	0.39	5.17
日经 225	27105.26	-1.63	0.45	-3.58	-6.60
韩国综合指数	2704.71	-0.86	-0.52	-0.91	-15.11
印度 SENSEX30	57197.15	-1.23	1.30	-0.69	19.46
澳洲标普 200	7473.28	-1.57	-1.22	1.17	5.84

数据来源: Wind, 首创证券研究发展部

表 2: 国际商品期货及相关指数

	收盘价或点位	日涨跌幅 (%)	近 5 日涨跌幅 (%)	近 1 月涨跌幅 (%)	近 1 年涨跌幅 (%)
COMEX 黄金	1932.50	-0.81	-1.35	-1.51	8.70
COMEX 白银	24.19	-1.75	-4.73	-6.67	-7.23
ICE 布油	105.72	-2.41	-1.43	-8.31	59.92
NYMEX 原油	101.75	-1.97	-0.29	-9.43	63.74
NYMEX 天然气	6.46	-7.07	-9.91	19.70	129.42
LME 铜	10069.00	-2.10	-2.29	-2.71	5.42
LME 铝	3244.50	-1.62	-0.51	-10.46	37.22
LME 锌	4393.00	-1.28	-2.35	8.76	54.03
CBOT 大豆	1686.75	-1.90	-0.30	-0.82	11.26
CBOT 小麦	1073.50	-0.28	-3.20	-1.13	50.72
CBOT 玉米	787.75	-0.94	-1.50	5.28	24.55
波罗的海干散货指数	2307.00	3.04	9.08	-10.13	-17.25
生猪指数	17453.36	1.50	0.97	15.48	-36.26

数据来源: Wind, 首创证券研究发展部

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的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的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

		评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	股票投资评级	买入	相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上
		增持	相对沪深 300 指数涨幅 5%~15% 之间
		中性	相对沪深 300 指数涨幅 -5%~5% 之间
		减持	相对沪深 300 指数跌幅 5% 以上
		2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	行业投资评级
中性	行业与整体市场表现基本持平		
看淡	行业弱于整体市场表现		