

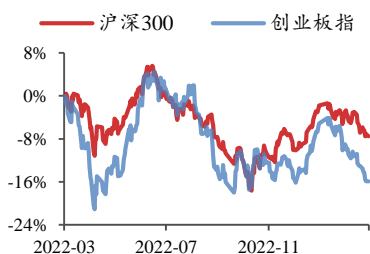
2023年03月21日

## 开源晨会 0321

### 市场快报

——晨会纪要

#### 沪深300及创业板指数近1年走势



数据来源：聚源

#### 昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
传媒	2.213
电子	1.634
有色金属	1.188
电力设备	1.032
建筑材料	0.424

数据来源：聚源

#### 昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
通信	-2.196
美容护理	-1.989
钢铁	-1.756
医药生物	-1.515
计算机	-1.365

数据来源：聚源

吴梦迪 (分析师)

wumengdi@kysec.cn

证书编号: S0790521070001

### 观点精粹

#### 总量视角

**【策略】降准尽在预期中，挖掘“中字头”提估值的价值核心——投资策略周报-20230319**

**【固定收益】海外银行事件扰动市场，大盘风格占优——可转债周报-20230319**

#### 行业公司

**【计算机】数据资讯，AIGC的重要落地场景——行业点评报告-20230320**

**【传媒】全面拥抱AIGC+，布局游戏、电商、教育核心标的——行业周报-20230319**

**【社服】免税巨头牵手筑造新格局，米奥承办印尼展热度创新高——行业周报-20230319**

**【地产建筑：越秀地产(00123.HK)】业绩保持增长，TOD模式持续拓储——港股公司信息更新报告-20230320**

**【化工：扬农化工(600486.SH)】业绩再创新高，稳定分红彰显长期投资价值——公司信息更新报告-20230320**

**【轻工：雅迪控股(01585.HK)】钠电新品发布，护航产品迭代升级——公司信息更新报告-20230320**

**【纺织服装：李宁(02331.HK)】2022年业绩受疫情影响，专业品类继续驱动成长——港股公司信息更新报告-20230320**

## 研报摘要

### 总量研究

#### 【策略】降准尽在预期中，挖掘“中字头”提估值的价值核心——投资策略周报-20230319

张弛（分析师）证书编号：S0790522020002

央行降准尽在预期之中，继续看好中小盘成长

中国人民银行将于3月27日下调金融机构存款准备金率0.25个百分点。本次降准尽在预期之中，事实上，我国经济尚处于“下行末期”，具体来看：（1）库存高企、有待去化；（2）资产价格剔除食品全是通缩；（3）房地产风险尚未化解等，因此有必要进一步宽货币，提振经济。此次央行降准具有哪些影响？我们早在此前的报告中就强调：（1）对于市场我们保持乐观，A股向下空间有限，驱动力向上，中枢将大概率继续上涨；（2）经济下行末期至复苏初期，风格上大概率成长继续占优；（3）我们在看好TMT全年主题行情的同时，也应该逐步重视硬科技的盈利恢复，有望在二季度形成较强的盈利增速差，值得重视。综上，在央行降准有助于提供充裕流动性的背景下，国内经济复苏的预期及迹象将继续增强，A股盈利确认仍是底部向上；同时，基于2月市场剩余流动性名义值虽环比基本持平，但剔除基数效应实际仍趋于改善，意味着A股同时具备分子端和分母端的支撑，将大概率继续上涨。市场风格方面，继续看好中小盘成长或仍将是市场主线。

甄选央国企估值有望提升的投资机会

我们认为央国企提估值的逻辑有三：一是基于“一带一路”提估值策略；二是企业纳入永续增长率（g），基于DCF模型以提振估值；三是提高分红率，以提振估值。后两者提估值的价值核心是：稳定的现金流出及分配。我们拟围绕央国企现金流产出的稳定性（波动率）、持续性（CFROI）及分配能力（股息支付率）展开研究，甄选：（一）满足永续增长率策略的条件有三：（1）净现金流持续稳定或增长；（2）经营现金流净额持续稳定或增长；（3）具有超额现金回报率（CFROI-WACC>0）。（二）具备稳定、较高股息支付率的条件亦有三：（1）净现金流持续稳定或增长；（2）具有超额现金回报率（3）股息支付率分位数>=70%。

我们构建满足上述两大策略条件的央国企组合，并对其2019~2022年较沪深300的表现进行了回测，得出以下重要结论：（1）净现金流与经营现金流稳定或趋势上行+超额现金回报率为正的组合超额收益率高达160%；（2）净现金流稳定或趋势上行+超额现金回报率为正+股息支出率较高的组合超额收益率更是高达237%。

配置建议：（一）成长风格具备基本面支撑，且受益于流动性与风险偏好弹性或将是市场主线，包括：（1）硬科技：机械自动化、电力设备（储能、光伏）和新能源汽车（电池、整车）、半导体、通信设备、军工；（2）软科技：计算机（信创）、传媒（游戏）、互联网3.0（数字经济）。（二）券商布局正当时：“赔率”受益于流动性扩张周期，“胜率”静待基本面“反转”。（三）关注央国企提估值逻辑，包括：一带一路、纳入永续增长及提高分红等重要投资方向。

风险提示：经济复苏不及预期，美国货币政策超预期，工业用电未见明显扭转，一带一路订单及央国企分红率不及预期。

#### 【固定收益】海外银行事件扰动市场，大盘风格占优——可转债周报-20230319

陈曦（分析师）证书编号：S0790521100002 | 梁吉华（联系人）证书编号：S0790121120045

市场回顾：北向重回流入，大盘占优

本周（2023.3.13-2023.3.17，下同）转债市场整体震荡，最终小幅上涨，日均市场成交额、日均换手率上升。转债行业涨跌分化，日常消费、医疗和公用事业表现较好；从不同维度来看，转债平均涨跌幅好于正股平均涨跌幅；大盘、高等级转债占优。个券涨少跌多，在476只可交易转债中，192只上涨，283只下跌，1只走平；剔除

本周新上市个券，北方转债、晶瑞转债、万兴转债领涨；剔除本周新上市个券，北方转债、万兴转债、晶瑞转债成交额居前成交额居前。

转债价格上升，转股溢价率上升。截至3月17日，全市场可转债的平均价格是133.42元，与前周相比上涨0.04元，处于2021年以来40.90%分位数；全市场平均转股溢价率为44.70%，比前周上升1.51pct，处于2021年以来64.10%分位数。本周股指方面，大盘价值表现优于中小成长，行业大部分下跌，传媒、建筑装饰、计算机、通信上涨较多，电力设备、社会服务、汽车下跌较多。北向资金由净流出转为净流入，A股市场成交活跃，日均成交额上升、换手率上升，融资交易占比上升。

A股估值有所下降，截至3月17日，A股整体市盈率（PE）为17.74X，处于32.13%分位值（2015年以来）；行业估值方面，有色金属、煤炭、银行、医药生物、交通运输、电力设备的PE处于其历史分位数的低位，房地产、银行、非银金融、环保、建筑材料的PB处于其历史分位数的低位。

市场前瞻：海外银行风波扰动市场

硅谷银行和瑞士信贷事件引发欧美金融市场 risk-off，股市下跌，债市收益率下行，美联储加息预期减弱；美联储和瑞士央行反应迅速，均及时提供流动性进行救助；目前看仅是流动性风险还是积压已久的金融风险暴露，还需要进一步观察。1-2月国内经济数据公布，消费数据持续回升，结合春节假期数据和高频数据，消费或已进入上行趋势；基建投资保持高增长，随着开工高峰到来有望形成更多实物工作量；制造业投资同比8.1%，韧性维持；地产数据全面回暖，尤其竣工数据实现V形反转，表明保交楼政策落实，有利于减弱居民对烂尾风险的担忧，新房销售后续有望持续回升。央行降准超市场预期，后续有望为实体经济提供更多资金。近期市场板块轮动和风格轮动较快，上市公司业绩正逐渐披露，两会之后市场预期较弱，市场主线不明朗，博弈特征较明显。我们建议围绕稳增长，增配受益于内需回升的转债。一是加大股性转债配置力度，选取正股行业景气度高、有一定驱动力、弹性较强的个券，同时注意赎回风险；二是关注新券、次新券，部分个券在细分领域具有一定竞争力，正股有一定驱动力，可加大配置力度；三是关注业绩超预期个券。后续关注四月政治局会议、地产恢复、欧美银行破产事件、美联储加息等因素。

风险提示：疫情复发影响超预期；国际政治冲突加剧；国内外通胀恶化。

## 行业公司

### 【计算机】数据资讯，AIGC的重要落地场景——行业点评报告-20230320

陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001 | 闫宁（联系人）证书编号：S0790121050038

数据资讯是AIGC重要落地场景

在数据分析、要点提炼、会议纪要、工作总结等结构化写作方面，AI可以大幅提高工作效率，降低人工成本。数据资讯是典型结构化写作场景，AI技术具有广阔应用前景。国内数据资讯服务厂商受益标的包括卓创资讯、上海钢联、同花顺、国联股份、慧辰股份、零点有数等。

AI技术可大幅提升写作效率，降低人工成本

在文字领域，AI应用可分为具有较强规律性的结构化写作，以及需要一定个性和创意的非结构化写作。我们认为，在数据分析、要点提炼、会议纪要、工作总结等结构化写作方面，AI可以大幅提高工作效率，降低人工成本，具有广阔应用前景。比如微软发布AI办公应用Microsoft365Copilot，可以实现Word文本生成、Excel数据分析、PPT图片生成等功能，助力生产力腾飞。

数据资讯是典型写作场景，AI应用空间广阔

(1) 数据资讯服务的核心在于找到关键信息、指导业务决策。数据资讯流程分为前期的数据挖掘、标注和清

洗和后期的数据展示、分析和应用。数据资讯服务公司的商业模式包括数据订阅、数据对接、研究咨询服务等。

(2) 数据分析和数据应用更注重内容的规范性和逻辑性，是典型的结构化写作场景。AI 可对数据内容快速分析，自动生成分析结果，大幅提升用户的工作效率，具有广阔应用前景，我们看好 AI 技术在数据资讯领域的应用。

(3) 国外已有 AI 数据资讯应用案例落地。如全球能源数据资讯龙头普氏能源资讯，在数据分析平台 S&PCapitalIQPro 上推出 AI 分析功能，可以对平台信息进行快速分析，并生成要点提炼。

(4) 看好国内具备数据资讯场景的公司。卓创资讯、上海钢联、国联股份、慧辰股份、零点有数为产业数据服务商，为产业、互联网、金融等行业客户提供数据服务，具备优质落地场景。同花顺在 AI 领域积累多年，已推出 i 问财、智能投顾、智能客服、智能问答等服务，AI 解决方案已在多家证券、基金客户落地。

投资建议：持续看好 AI 应用以及数据算力两条投资主线

(1) GPT 模型持续突破，带动下游应用快速展开，AI 办公、AI 资讯、AI 视频等细分场景有望率先落地。

AI 资讯：受益标的包括卓创资讯、上海钢联、同花顺、国联股份、慧辰股份、零点有数等；

AI 办公：受益标的包括金山办公、彩讯股份、福昕软件、致远互联、ST 泛微；

AI 视频：受益标的包括淳中科技、海康威视、大华股份、当虹科技；

其他受益标的包括科大讯飞、三六零、拓尔思、万兴科技、格灵深瞳、云从科技。

(2) 随着模型迭代升级和下游应用铺开，对于算力和数据的需求将持续提升。受益标的包括景嘉微，海天瑞声、浪潮信息、中科曙光、寒武纪。

风险提示：技术发展不及预期；商业落地不及预期；政策支持不及预期。

### 【传媒】全面拥抱 AIGC+，布局游戏、电商、教育核心标的——行业周报-20230319

方光照（分析师）证书编号：S0790520030004 | 田鹏（联系人）证书编号：S0790121100012

GPT-4、文心一言等模型发布，微软 GDC 大会召开在即，全面拥抱 AIGC+

3 月 14 日，OpenAI 发布 AI 大模型 GPT-4，回答准确性较 ChatGPT 大幅提高，并具备更高水平的识图能力，能生成歌词、创意文本等，文字输入限制也提升至 2.5 万字；3 月 16 日，微软宣布 GPT-4 全面接入 Office，并推出办公软件 Microsoft365Copilot，Copilot 可以在 Office 所有软件中调用，实现 word/excel/PPT 软件基于 GPT-4 打通，同日百度发布 AI 大模型文心一言，并开启预约测试，后续或开启 API 对接。我们认为，微软、谷歌、百度系 AI 大模型的发布和不断升级优化，将正式开启 AIGC 应用大时代，基于大模型的 API，AIGC 在文字、图片、视频等内容生成，社交、办公等 2C、2B 交互，电商、O2O、本地生活等互联网垂类市场的应用及商业化空间将全面展开，对于拥有数据版权资产的公司而言，或基于大模型训练衍生新的商业模式；对于基于大模型 API 开发垂类应用的游戏、视频、电商产业链公司，或带来明显的降本增效，并提升变现能力。基于 AIGC 对于互联网核心商业模式的赋能，我们建议重点关注“AIGC+游戏”、“AIGC+电商”投资机会：(1) AIGC+游戏：微软宣布将于 3 月 22 日 GDC2023 大会将通过 33 个议程带领游戏开发者探索创新的开发工具、商业策略与生态项目，以加速游戏的开发、获客与成长，并将于 3 月 31 日举办 GDC2023 中国行，针对国内游戏开发现状对发布内容进行拆解与分析，并分享关于 AzureOpenAI 服务在游戏开发中的应用场景，我们认为这将大大推进 AIGC 在游戏开发运营中的应用落地，在游戏板块当前“头部游戏版号发放-新一轮头部游戏上线-业绩增速向上”逻辑基础上，推动游戏长期开发运营模式变革，大幅度降本增效及带来变现能力的提升，对板块估值形成重要催化；(2) AIGC+电商：导购平台作为电商的上游，海外 Shopify 旗下 Shop 已验证基于 ChatGPTAPI 开发的 AI 导购功能将大大提高用户找到想购买好物的效率，从而驱动导购平台流量快速增长，国内“什么值得买”基于百度文心一言大模型，或基于更高效的消费决策体验实现用户规模加速增长。我们建议全面拥抱“AIGC+游戏”及“AIGC+电商”，游戏板块重

点推荐姚记科技、腾讯控股、网易-S、心动公司、吉比特、完美世界、创梦天地，受益标的包括神州泰岳、巨人网络、盛天网络、三七互娱、顺网科技、世纪华通等；电商板块重点推荐值得买、壹网壹创、东方甄选、快手-W。

政策支持及 AI 大浪潮驱动下，AI 教育打开发展空间

根据财联社报道，3月16日召开的浙江数字教育大会上宣布，人工智能将成为中小学基础性课程和必修课程。我们认为，这将大大提升青少年 AI 编程培训的学员基数，叠加 AIGC 应用的不断深入，AI 教育市场空间或逐步打开；另外，2023 年疫后消费复苏驱动下，线下教培机构加快销课，而学科培训机构预收款严监管带来中长尾机构因资金问题不断出清，或推动具备资金、品牌优势的 AI 编程教培头部机构业绩加速修复。我们建议积极把握 AI 教育领域机会，受益标的包括盛通股份、传智教育。

风险提示：头部新游戏上线后流水不及预期，AIGC 商业化进程低于预期。

## 【社服】免税巨头牵手筑造新格局，米奥承办印尼展热度创新高——行业周报-20230319

初敏（分析师）证书编号：S0790522080008

出行/免税：3月赏花正当时，中免国免巨头牵手强强联合扩大市场份额

(1) 赏花订单数据：3月以来赏花景区的门票预订量环比2月同期增长近3倍，同比2022年增长150%；赏花+露营、赏花+住宿走俏，3月预订量环比翻倍，景区复苏持续。(2) 访港数据追踪：本周(3.12-3.18)内地访客总入境人次达45.5万人，环比增长9%；内地访港日均人数达到6.5万人次，恢复至2019年同期的45%，访港人数持续恢复。(3) 免税新格局：中国中免参与国药中服(国免)增资，中免公司将持有国药中服免税 CNSC 公司49%股权。将进一步扩大中免集团在海南离岛免税尤其是市内免税市场份额。

美丽/医美：乐普医疗“水光针”临床启动，贝泰妮与腾讯智慧零售合作升级

(1) 医美：央视3·15：曝光“不可注射”的妆字号美容针，黑猫投诉平台涉及医美行业的投诉逐年递增，其中2022年诉讼量达7800余件。医美行业监管趋严成为医美行业向阳发展的底层共识，行业内部规范将成为医美行业未来发展的重要动力。(2) 贝泰妮：贝泰妮年产值50亿“中央工厂”落地，除配有全方位数字支持系统外，还将实现对生产品种和生产能力的进一步细分。科研赋能打造皮肤健康生态新篇章。贝泰妮与腾讯智慧零售升级战略合作，利于加速升级贝泰妮的私域经营能力，共探全域增长路径。

酒店/餐饮/会展：奈雪的茶收购乐乐茶获批，境外印尼展热度创新高

(1) 餐饮收购：奈雪的茶收购乐乐茶股权案获批，奈雪的茶将持有目标公司43.64%股本权益。乐乐茶将成为奈雪的茶联营公司，并继续维持独立经营，有助于维持品牌的竞争力。(2) 酒店：华住、雅高酒店全球拓展忠诚度计划，君亭深圳首家 Pagoda 设计酒店开业。(3) 米奥会展：印尼展如期举办，共计850名参展企业代表到展会现场，成为疫情以来中国参展企业赴海外拓市的最大团组。首日最高一单过千万，近11000个买家到场；同时本次印尼展参展模式全新升级标准化“元宇宙云展会产品”亮相，采用O2O实体展+线上展的全新模式，能够动态展示云端工厂，为参展企业带来更多商机。

本周社服板块持续调整，教育、专业服务类领涨

本周(2023.3.13-2023.3.17,下同)社会服务指数-2.98%，跑输沪深300指数2.77pct，在31个一级行业中排名第30；2023年年初至今社会服务行业指数-1.88%，低于沪深300指数的+1.82%，在31个一级行业中排名第25。本周(3.13-3.17)涨幅前十名以教育、专业服务类为主。

受益标的：医思健康、复星旅游文化、科锐国际、北京城乡、外服控股、中国中免、海伦司、九毛九、康冠科技、科思股份、中兵红箭、黄河旋风、沃尔德、国机精工、华熙生物、爱美客、珀莱雅、贝泰妮、锦江酒店、首旅酒店、中国黄金、米奥会展

风险提示：疫情反复，项目落地不及预期，出行不及预期，行业竞争加剧等。

## 【地产建筑：越秀地产(00123.HK)】业绩保持增长，TOD模式持续拓储——港股公司信息更新报告-20230320

齐东（分析师）证书编号：S0790522010002

业绩保持增长，TOD模式持续拓储，维持“买入”评级

越秀地产2022年实现营收724.2亿元，同比增长26.2%；归母净利润39.5亿元，同比增长10.2%，在行业增速下滑背景下业绩逆势增长。受销售市场波动影响，我们下调公司2023-2024年并新增2025年盈利预测，预计2023-2025年公司归母净利润分别为43.6、52.7、62.3亿元（2023-2024年原值为57.0和68.8亿元），对应EPS分别为1.61、1.95、2.30港元，当前股价对应PE估值分别为6.1、5.0、4.2倍。我们认为伴随在市场企稳及行业竞争格局优化，公司凭借丰富的可售资源、稳健的经营和良好的信用优势，业绩有望持续释放，维持“买入”评级。

销售金额逆势增长，TOD模式全国化拓展

销售端：2022年公司合同销售金额约为1250.3亿元，同比增长8.6%；合同销售面积约414.0万方，同比下降0.9%，超额完成年初1235亿元的销售目标。公司2023年销售目标为1320亿元，可售货值为2400亿元，2023年前两月公司累计销售金额同比提升187%，若保持现有增长趋势，销售目标达成可期。

土地端：2022年公司于12个城市新增37幅土地，全部位于一二线城市，总建筑面积约695万平方米，拿地面积权益比52%。其中通过TOD、城市运营、国企合作等多元化渠道增储占比53%，公司多元化拓储能力不断提升。

TOD模式：公司2022年向母公司收购广州琶洲南TOD项目，通过产交所摘牌方式获取杭州勾庄TOD项目，两项目均在2022年内实现销售。目前公司共拥有8个TOD项目，2022年销售额220.9亿元，同比上升23.6%。公司TOD总土储达到386万平方米，TOD土储占比13.6%。

三道红线维持“绿档”，融资成本持续降低

截至2022年底，公司净负债率为62.7%，剔除预收账款的资产负债率为68.8%，现金短债比2.23倍，负债结构较健康，三道红线维持“绿档”。2022年公司有息负债规模883.0亿元，一年内到期债务占比18%。公司2022年成功发行公司债98.4亿元，加权平均利率3.11%，平均融资成本同比下降10个基点至4.16%。

风险提示：政策调控风险，销售回款不及预期，TOD项目开发进程不及预期。

## 【化工：扬农化工(600486.SH)】业绩再创新高，稳定分红彰显长期投资价值——公司信息更新报告-20230320

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 徐正凤（联系人）证书编号：S0790122070041 | 杨占魁（联系人）证书编号：S0790122120028

业绩符合预期，首期股权激励方案获批，维持“买入”评级

2022年，公司实现营收158.11亿元，同比增长33.52%；归母净利润17.94亿元，同比增长46.82%；扣非归母净利润19.32亿元，同比增长69.92%，业绩基本符合预期。根据公司主营产品景气和项目规划，我们下调2023-2024、新增2025年盈利预测，预计公司2023-2025年归母净利润分别为18.59（原值22.74）、22.07（原值25.26）、25.46亿元，对应EPS为6.00、7.12、8.21元/股，当前股价对应PE为17.7、14.9、12.9倍。公司首期股权激励方案已经获得批复同意，我们看好公司凭借研产销一体化优势，中长期成长性确定，维持“买入”评级。

Q4业绩环比改善，全年主营产品价格上涨助力营收和盈利能力稳步提升

2022Q4，公司实现营收27.08亿元，同比+4.2%、环比-23.4%；归母净利润1.56亿元，同比-24.5%、环比+25.9%。2022年，公司原药、制剂营收分别为94.90、16.96亿元，同比分别+35.13%、-14.97%；销量分别为8.74、3.49万吨，同比+1.42%、-22.27%；平均售价分别为10.86、4.86万元/吨，同比分别+33.24%、+9.40%；毛利率分别为31.53%、

47.06%，同比分别+5.35pcts、+9.45pcts，主要农药产品平均价格上涨且优嘉三期全面达产、四期第一阶段项目相继投产，公司营收稳步增长。盈利能力方面，2022年公司毛利率25.68%、归母净利率11.36%，同比分别+2.62pcts、+1.03pcts；管理费用8.41亿元，同比+43.45%，主要是子公司预计土壤修复费用1.85亿元；财务费用-2.46亿元，主要是汇率波动致汇兑收益增加。

首期股权激励方案获得批复同意，稳定分红彰显长期投资价值

2019-2021年，公司共分配12元现金红利6.04亿元，占同期年均可分配利润的比例为50.33%。2022年，公司拟向全体股东每股派发现金红利1.30元（含税），合计拟派发4.03亿元（含税），现金分红比例为22.45%；同时拟向全体股东每股送红股0.3股。此外，公司首期股权激励方案已经获得国务院国资委批复同意，葫芦岛项目正式启动，公司中长期成长动力充足。

风险提示：产品价格下跌、下游需求不及预期、汇兑风险、市场竞争加剧等。

### **【轻工：雅迪控股(01585.HK)】钠电新品发布，护航产品迭代升级——公司信息更新报告-20230320**

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002 | 周嘉乐（分析师）证书编号：S0790522030002

钠电推出打开产品升级空间+海外布局顺畅，看好长期发展，维持“买入”评级

公司作为电动两轮车行业的龙头企业，渠道布局、研发实力、产品迭代力均领先行业，我们看好降维打击清杂牌下公司在国内市场市占率稳步提升下的销量增长。同时看好公司超前同行布局东南亚市场，卡位新兴增长点的先发优势。我们维持盈利预测，预计2022-2024年公司归母净利润为21.23/28.30/34.07亿元，对应EPS0.7/0.9/1.1元，当前股价对应PE为22.9/17.5/14.5倍。看好公司2023年在新品迭代牵引下的业绩稳定增长，维持“买入”评级。

携手华宇开启2023钠电元年，极钠S9性能优异护航产品结构升级

3月17日雅迪·华宇举行钠电产品发布会，顺利推出极钠1号华宇第一代钠离子电池。极钠1号具有高安全性/低温性能优异/倍率性能优等多重优势。基于钠离子电池优异特性，公司研发的一代钠电池两轮车极钠S9具有超长续航（超百公里）、超凡动力（爬坡提升20%）、快速充电（30min充满80%）、超高安全等特点。此外华宇新能源与浙江钠创、贝特瑞新材料公司等均签署了战略合作协议，另外华宇成立了华宇钠电公司专注于钠电池的持续研发。

未来钠电产品也将投放海外，助力海外市场布局

海外市场是行业未来规模扩容的有力驱动点也是公司未来发展的重点战略。钠电池的研发及推出有望助力公司海外布局。目前公司在海外东南亚市场应用较多是石墨烯冠能系列，钠电池循环寿命高于石墨烯更切合当地消费需求。公司当前在海外市场积极推进产线及渠道布局，为未来钠电产品的开拓奠定基础。（1）产能端：预计于2023年底开工建设，2024年底投产，2024-2025预计实现成熟产线产能200万台；（3）销售渠道：越南目前专卖店大概100多个，网点约几百个。泰国和印尼采用和当地知名企业合作形式。

风险提示：终端需求大幅下滑、行业竞争恶化、产品推广不及预期。

### **【纺织服装：李宁(02331.HK)】2022年业绩受疫情影响，专业品类继续驱动成长——港股公司信息更新报告-20230320**

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002 | 周嘉乐（分析师）证书编号：S0790522030002

2022年业绩受疫情影响，专业品类继续驱动成长，维持“买入”评级

公司2022年实现营收258.03亿元（+14.3%），归母净利润40.64亿元（+1.3%）。2022H1、H2净利润分别为21.9亿元、18.3亿元，同比+11.6%、-10.5%，H2由于疫情管控导致负经营杠杆。考虑2023Q1折扣未完全恢复且

Q2 需消化库存，下调 2023/2024 年并新增 2025 年盈利预测至 49.1/60.2/70.8 亿元（2023-2024 年原值为 55.15/66.3 亿元），对应 EPS 为 1.9/2.3/2.7 元，当前股价对应 PE 为 27.3/22.2/18.9 倍，预计 2023 年 1+2 月线下流水低单增长、3 月双位数增长，库销比及库龄结构领跑行业，专业驱动下篮球与跑步品类预计持续高增，继续维持“买入”评级。

专业品类保持高速增长，持续优化新开店质量，拓展高质量可盈门店

终端表现：2022Q1-Q4 全渠道流水 20%-30%高段/负高单/10-20%中段/10-20%低段下降，2022Q4 下滑程度最深主要系 2022Q4 全国疫情反弹；从零售表现看，2022 年门店成交率+中单、连带率+高单、零售折扣加深中单、ASP+低单。分品类，2022 年鞋/服/配件收入为 134.8/107.1/16.2 亿元，分别+52.2%/+41.5%/+5.9%，全渠道流水+4%，专业驱动增长，跑鞋+13%/篮球+25%。分渠道，批发/零售/电商/海外收入为 125.5/50.10/74.65/4.56 亿元，分别+15.6%/+6.4%/+16.5%/+55.3%，DTC 占比为 52%（-1pct）。门店方面：截至 2022 年共有 7603 家门店（+466），李宁核心品牌（不含李宁 Young 和国际市场）门店 6295 家（+360），其中批发/零售渠道 4865（+95）、1430（+265），李宁 Young 门店 1308 家（+106）。线下渠道质量继续提升：平均面积+10%-20%高段、大店数量增长 25%且流水占比+高单、购物中心流水占比+中单。预计 2023 年持续推进百家百万店及大电商战略。

2022H2 经营利润率承压，营运能力保持良好，2023 年谨慎展望

盈利能力：2022 年公司毛利率为 48.4%（-4.6pct），主要系成本上涨以及终端促销竞争加剧的影响，销售费用率/管理费用率/财务费用率为 28.3%/4.3%/-1.3%，同比+1.2pct、-0.6ct、+1.1pct，经营利润率 18.9%（-3.9pct），净利率 15.7%（-2pct）。营运能力：2022 年存货拨备前成本为 25.49 亿元（+37%），全渠道库销比为 4.2 月（+0.3），线下库销比 3.6 月（+0.4）。应收/应付账款周转天数为 14/42 天（+1/-5）。净现金为 190.5 亿元（+3.1%），经营活动净现金流为 39.14 亿元（2021：65.3 亿元），下降主要系支持供应商资金及运转缩短支付周期。展望：预计 2023 年收入增长 10-20%中段，净利率维持 10-20%中段。

风险提示：市场竞争加剧，产品升级和渠道优化不及预期。



## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn