

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2023-03-23

宏观策略

2023年03月23日

宏观点评 20230321: 消费的“心(新)病”: 量价齐跌的汽车——周度高频数据跟踪

从高频数据看供需两端总体延续复苏态势: 房地产销售的复苏水平仍弱于疫前, 且并未向土地成交与地产投资明显传导, 汽车消费难言复苏。海外银行风险使衰退预期升温, 大宗商品价格普跌, 对出口下行产生压力; 地产回暖如期, 推动建筑工业品价格续涨。央行超前预期降准释放流动性。风险提示: 毒株出现变异, 疫情蔓延形式超预期恶化、疫情反复出行意愿恢复不及预期、居民消费意愿下滑及海外衰退幅度超预期的风险。

晨会编辑 陈李

执业证书: S0600518120001

021-60197988

yjs_chenl@dwzq.com.cn

固收金工

固收点评 20230322: 广联转债: 航天工装及零部件重要供应商

事件: 广联转债(123182.SZ)于2023年3月22日开始网上申购: 总发行规模为7.00亿元。观点: 我们预计广联转债上市首日价格在115.56~127.73元之间, 我们预计中签率为0.0023%。风险提示: 申购至上市阶段正股波动风险, 上市时点不确定所带来的机会成本, 违约风险, 转股溢价率主动压缩风险。

固收点评 20230322: 华特转债: 中国特种气体国产化的先行者

事件: 华特转债(118033.SH)于2023年3月21日开始网上申购: 总发行规模为6.46亿元。观点: 我们预计华特转债上市首日价格在121.38~135.22元之间, 我们预计中签率为0.0017%。风险提示: 申购至上市阶段正股波动风险, 上市时点不确定所带来的机会成本, 违约风险, 转股溢价率主动压缩风险。

行业

推荐个股及其他点评

金山软件(03888.HK): 2022Q4及全年业绩报点评: 办公延续强劲增长, 游戏业务企稳回升

事件: 2022年公司实现营业收入76.37亿元(yoy+19.86%), 归母净利润-60.48亿元, 去年同期为3.95亿元。盈利预测与投资评级: 公司办公业务有望维持高增长势头, 游戏业务企稳回升, 老游稳健叠加新游储备丰富, 因此我们上调2023-2024年并新增2025年盈利预测, 预计2023-2025年EPS分别为0.49/0.83/1.13元(2023-2024年原为0.41/0.73元), 对应当前股价PE分别为55/32/24倍。我们看好公司办公业务的成长空间, 新游陆续上线贡献业绩增量, 维持“买入”评级。风险提示: 新游不及预期, 行业监管, 办公业务进展不及预期风险。

固生堂(02273.HK): 2022年年报点评: 业绩符合预期, 疫情影响下业务韧性凸显

事件: 2022年公司收入16.27亿元(+18%, 同比增长18%, 下同), 录

得溢利净额约人民币 1.83 亿元，而 2021 年亏损 5.07 亿元；2022 年经调整溢利净额为 2 亿元 (+28%)，业绩符合预期。盈利预测与投资评级：由于疫情等客观因素影响，我们将 2023-2024 年的营业收入预测由 22.51/29.29 下调为 20.97/26.45 亿元，经调整净利润由 2.80/3.76 下调为 2.63/3.41 亿元，2025 年公司营业收入预计为 32.85 亿元，经调整净利润为 4.39 亿元，对应当前市值的 PE 为 44X/34X/26X。维持“买入”评级。风险提示：疫情反复风险；市场竞争加剧风险；并购失败风险；政策风险等。

吉利汽车 (00175.HK): 2022 年报点评: H2 净利润同比+50%，银河/极氪持续发力新能源

事件：吉利汽车 2022 年全年实现营收 1479.65 亿元，同比+46%，对应归母净利润为 52.60 亿元，同比+9%。2022H2 实现营收 897.81 亿元，同环比分别+59%/54%，归母净利润 37.08 亿元，同环比分别+50%/+139%。2022 年公司净利润表现符合我们预期。盈利预测与投资评级：由于汽零外销以及技术授权等业务增长超预期，吉利汽车 2023/2024 年营收预测由 1616/2184 亿元上调为 1783/2353 亿元，2025 年为 3009 亿元，分别同比+20%/+32%/+28%；考虑到 2023 年价格战竞争格局进一步恶化，2023/2024 年归母净利润由 54/83 亿元下调至 50/80 亿元，2025 年为 121 亿元，分别同比-2%/+60%/+50%；对应 PE 为 17/10/7 倍。维持吉利汽车“买入”评级。风险提示：乘用车下游需求复苏低于预期；价格战超预期

智飞生物 (300122): 2022 年年报点评: 代理与自主产品双轮驱动，业绩符合我们预期

事件：公司 2022 年实现营业收入 382.64 亿元 (+24.83%)，归母净利润 75.39 亿元 (-26.15%)，扣非归母净利润 75.10 亿元 (-26.26%)。盈利预测与投资评级：由于宜卡和微卡进入销售放量期，HPV 疫苗批签发维持高增长，我们将 2023 年归母净利润从 97.47 亿元上调至 98.47 亿元，预计 2024-2025 年归母净利润分别为 124.49 和 143.38 亿元。当前市值对应 2023-2025 年 PE 分别为 15/12/10 倍。考虑到公司自主研发管线逐步进入收获期，代理产品销售持续高增长，维持“买入”评级。风险提示：产品研发不达预期的风险；产品销售不达预期的风险。

招商蛇口 (001979): 2022 年年报点评: 销售稳健积极换仓，业绩触底反弹可期

事件：公司发布 2022 年年报。2022 年实现营收 1830.03 亿元，同比增长 13.9%；归母净利 42.64 亿元，同比下降 58.9%，业绩符合我们预期。盈利预测与投资评级：招商蛇口作为地产龙头央企，近年来聚焦高能级城市投资换仓积极，销售稳健富有韧性。我们预计公司结算收入将稳步增长，同时结算端毛利率有望在未来触底反弹。上调其 2023/2024 年归母净利润至 56.0/90.5 亿元(前值为 42.7/47.2 亿元)，预测 2025 年利润为 131.0 亿元，对应的 EPS 分别为 0.72 元/1.17 元/1.69 元，对应 PE 分别为 18.8X/11.7X/8.1X，维持“买入”评级。风险提示：毛利率修复不及预期；市场景气度恢复不及预期；疫情反复影响超预期。

鼎胜新材 (603876): 锁定宁德时代 50%份额，格局稳定支撑出货高增长

事件：公司及全资子公司与宁德时代签订了《战略合作协议》，在 2023-2025 年期间供应宁德时代的电池箔份额不低于其需求的 50%；根据

实际质量提升情况，增加公司在宁德时代的供应配额，且宁德时代需支付部分预付款；2024-2026 年期间根据宁德时代海外生产基地的需求，公司欧洲生产基地向宁德时代供应一定数量的电池箔。盈利预测与投资评级：由于传统铝箔业务盈利下滑，我们下修公司 2022-2024 年归母净利润至 14.0/15.1/18.2 亿元（原预期 14.0/18.1/22.0 亿元），同比增长 226%/8%/20%，对应 PE 为 14x/13x/11x，考虑公司为电池铝箔龙头，扩产速度领先同行，给予 2023 年 20xPE，目标价 61.8 元，维持“买入”评级。风险提示：原材料价格持续上涨，电池箔扩产不及预期，竞争加剧。

伯特利 (603596): 2022 年报点评: 新项目加速落地, 业绩同比高增长

事件: 公司发布 2022 年年报, 业绩符合我们预期。2022 年实现营收 55.39 亿元, 同比+58.61%; 实现归母净利润 6.99 亿元, 同比+38.49%; 实现扣非归母净利润 5.88 亿元, 同比+36.47%。盈利预测与投资评级: 考虑市场竞争加剧叠加汽车价格战成本压力传导, 我们将公司 2023/2024 年营收预测从 82.4/108.6 亿元下调为 80.08/107.6 亿元, 2025 年营收为 133.7 亿元, 同比分别+45%/+34%/+24%。将公司 2023/2024 年归母净利润从 10.3/14.2 亿元下调为 9.6/13.5 亿元, 2025 年归母净利润为 17.46 亿元, 同比分别+37%/+41%/+29%, 对应 PE 分别为 30/21/16 倍。维持“买入”评级。风险提示: 芯片短缺超出预期; 新能源渗透率增长不及预期。

水晶光电 (002273): 微棱镜搭乘潜望式东风, AR-HUD 描绘成长新曲线

投资要点 光学元器件龙头公司, 进入新成长第三个十年: 水晶光电深耕“光学+”业务, 坚守光学赛道创新发展, 构建光学元器件、薄膜光学面板、半导体光学、汽车电子 AR+、反光材料五大业务布局, 持续推进业务全球化, 形成大中华区、欧美区、泛亚太区三大市场板块, 覆盖北美大客户、韩系、国内安卓系等消费电子头部品牌以及红旗、长安、比亚迪等汽车电子客户。盈利预测与投资评级: 我们看好公司消费电子光学产品持续拓展与汽车电子业务利润体量快速提升, 预测公司 2022-2024 年归母净利润为 5.8/7.6/9.8 亿元, 可比公司行业平均 22-24PE 均值为 62/38/26 倍, 公司当前市值对应 PE 分别为 31/23/18 倍, 低于行业平均估值, 我们给予公司 23 年 35 倍 PE, 对应目标市值约 270 亿元, 维持“买入”评级。风险提示: 1) 智能手机需求不及预期风险; 2) 潜望式摄像头、HUD 与激光雷达等新品渗透率不及预期风险; 3) 技术成果产业化不及预期风险。

舍得酒业 (600702): 2022 年年报点评: 利润超预期, 坚定迈向百亿

事件: 2022 年公司实现营收 60.56 亿元, 同比+21.9%; 实现归母净利润 16.85 亿元, 同比+35.3%。其中, 22Q4 实现营收 14.39 亿元, 同比+5.6%; 实现归母净利润 4.85 亿元, 同比+75.9%。盈利预测与投资评级: 公司基础工作扎实, 战略规划清晰, 22 年业绩表现超预期, 我们上调 2023-2024 年归母净利润为 21、27 亿元(前值分别为 18、23 亿元), 分别同比+26%、+27%(前值分别同比+20%、+28%), 预计 2025 年归母净利润为 33 亿元, 同比+22%, 当前市值对应 2023-2025 年 PE 分别为 29、23、18 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 消费复苏不及预期、老酒战略不及预期。

密尔克卫 (603713): 2022 年年报点评: 归母净利润同比+40%符合预期, 关注经营环境改善

事件: 3 月 21 日公司发布 2022 年年报。2022 年, 公司实现收入 116 亿

元/ +34%yoy; 归母净利润 6.05 亿元/ +40%yoy; 扣非净利润 5.8 亿元/ +41%yoy。对应 2022Q4 收入 25 亿元/ -8%yoy, 归母净利润 1.3 亿元/ -1%yoy。2022Q4 公司一次性计提了约 0.3 亿元的商誉减值损失, 加回这部分计提后, 公司 Q4 及全年业绩符合我们此前的预期。 盈利预测与投资评级: 公司是行业内稀缺的拥有化工全供应链服务能力及“物贸一体化”交付能力的龙头企业, 未来随着供应链整合升级&产业互联网发展, 有较大成长空间。考虑到海外宏观经济因素, 我们将公司 2023~24 年归母净利润预期从 8.5/ 11.2 亿元下调至 7.9/ 10.3 亿元 (yoy+31%/30%), 预计 2025 年归母净利润为 13 亿元 (yoy+26%), 3 月 21 日收盘价对应 2023~25 年 24/ 18.5/ 14.7 倍的 P/E 估值, 维持“买入”评级。 风险提示: 新业务&GDR 发行不及预期, 宏观经济及海外需求不景气等。

九毛九 (09922.HK): 2022 年报点评: 业绩符合我们预期, 期待复苏弹性与新业态潜力

事件: 公司发布 2022 年业绩公告, 全年营收 40.1 亿元 (yoy-4.2%), 其中餐厅经营收入 32.0 亿元 (yoy-9.1%), 外卖收入 7.9 亿元 (yoy+26.6%), 公司预计全年因餐厅营运或堂食服务暂停而产生的估计收入损失约为 13.7 亿元 (2021 年为 3.7 亿元)。2022 年实现归母净利 4928 万元 (yoy-85.5%), 业绩符合我们预期。 盈利预测与投资评级: 考虑餐饮温和复苏与门店稳健扩张因素, 我们调整 2023-24 年归母净利润至 6.8、11.1 亿元 (前值为 7.0/12.0 亿元), 预计 2025 年归母净利润为 14.6 亿元。最新收盘价对应 2023-25 年动态 PE 为 33/20/16 倍, 维持“增持”评级。 风险提示: 疫情反复; 品牌经营&扩张不及预期; 食品安全风险; 品牌老化风险。

舜宇光学科技 (02382.HK): 2022 年业绩公告点评: 业绩触底, 多线创新布局下一轮需求红利

事件: 2022 年营收同比-11.5%, 归母净利润同比-51.7%, 业绩为近年低点, 反映需求悲观现状。公司 2022 年全年实现营收 331.97 亿元, 同比下滑 11.5%; 归母净利润 24.08 亿元, 同比下滑 51.7%。 盈利预测与投资评级: 考虑需求因素, 下调 2023-24 年归母净利润分别为 30.9 亿元 (-14.1 亿元)、41.7 亿元 (-15.1 亿元), 新增 2025 年预测为 55.7 亿元, 同比分别+28%、+35%、+33%, 对应现价 (3 月 21 日收盘) PE 分别为 26 倍、20 倍、15 倍, 维持“买入”评级。 风险提示: 光学升级放缓风险, 消费复苏不及预期风险, 车载激光雷达、VRAR 业务发展慢于预期风险。

海南机场 (600515): 与中免海口日月广场店租金调整合同落地, 长期受益于自贸港建设及离岛免税发展

事件: 海南机场发布公告披露子公司与中国中免签署《房屋租赁合同》: 公司 2023 年 3 月 21 日晚披露, 控股子公司海南海岛商业 (即为公司免税及商业业务主要经营主体) 与中国中免控股子公司海免 (海口) 免税店签署日月广场的房屋租赁合同, 约定海口海免承租 2.49 万平方米房屋用于经营离岛免税业务, 同时租金计算方式自 2022 年 5 月 1 日起变更为提成模式, 月营业收入提成率为 3%, 2023 年度保底租金为 7,500 万元, 市场化租金框架有望推动海岛商业实际租金收入的大幅提升。 盈利预测与投资评级: 维持海南机场 2022-2024 年盈利预测为 15.6/11.1/15.1 亿元, 对应 PE 为 30/42/31 倍。日月广场免税店提成租金框架落地, 未来租金增长可期。海南机场深度参与海南自贸港建设, 有望持续享受海南赴岛游的复苏及未来自贸港政策红利。维持“增持”评级。 风险提示:

国内及国际疫情反复影响居民出行意愿的风险、宏观经济风险、海南自贸港建设进度不及预期的风险。

宏观策略

宏观点评 20230321: 消费的“心(新)病”: 量价齐跌的汽车——周度高频数据跟踪

1-2月消费剔除汽车,已经达成了今年“5%左右”的增长目标。2022年被政策透支的汽车消费,今年如何稳定是消费面临的“心(新)病”。降价是厂商给出的“答卷”,从1至2月新能源车降价到3月油车不甘落后,但是仍未扭转3月汽车销售同比两位数下滑的境地。不过有趣的是,同期地产销售改善明显,在居民收入增长停滞、失业率和杠杆率偏高的情况下,居民消费习惯是不是从“有房又有车”,变成了房车“翘翘板”——只取其一的模式?从高频数据看供需两端总体延续复苏态势:房地产销售的复苏水平仍弱于疫前,且并未向土地成交与地产投资明显传导,汽车消费难言复苏。海外银行风险使衰退预期升温,大宗商品价格普跌,对出口下行产生压力;地产回暖如期,推动建筑工业品价格续涨。央行超前预期降准释放流动性。消费:汽车消费未能持续好转,尽管周度环比增长16.6%,但3月以来同比下降13.3%。近期多家车企销售价格的下调以及补贴对车市的提振效果仍有待观望。电影票房好于去年同期水平,家电周度销量环比持续增长。近期海外银行风险加速需求萎缩预期,本周CCFI指数环比下降2.8%。地产:商品房销售情况不佳,土地市场呈“量缩价涨”态势。商品房销售在短暂回落后开始回温,近日30大中城市商品房成交面积整体呈上升趋势。不过,截至3月12日,一、二、三线城市房屋销售均有放缓,商品房成交面积较上周小幅下降3.4%,其中一线城市商品房销售面积下降趋势最为明显,周环比从14.6%降至9.9%。此外,土地成交面积较上周下降了7.6%,降幅收窄,而土地溢价率上升2%,土地市场呈现出“量缩价涨”态势。出行:继2月起强劲复苏后,本周地面交通人流量继续上行。在春节假期之后,地面交通人流量恢复速度甚快,城市拥堵延时指数已实现2019年同期水平的赶超。本周30个省会的拥堵延时指数继续上行,较上周环比增长1%。但轨道交通情况较上周表现略微逊色,截至3月16日,10个重点市地铁客运量环比增速为-2.3%,不过3月地铁客运量比上年同期同比增长38.7%,整体表现优异,证实疫情高峰过后交通运输已基本完全恢复,市民市内出行有望持续带动消费的快速复苏。生产:建筑业企业生产进度变慢。截至3月17日,本周高炉开工率仍处于82.3%高位,周环比增长0.3%,继续保持上升趋势。近期建筑业的生产节奏略有放缓,最新数据显示虽螺纹钢仍延续近几周的库存去化趋势,但建筑钢材、粗钢产量、沥青开工率环比分别都下降了10.4%、3.1%、2.1%,反映建筑业生产积极性不如上周。本周汽车业和纺服业生产情况比较稳定,汽车业中全钢胎开工率比上周小幅上涨0.2个百分点,纺织业中PTA开工率及聚酯开工率与上周水平持平。价格方面,猪肉价格续降,猪肉、蔬菜、水果分别环比变化-1.8%、-4.0%和4.6%,农产品批发指数环比下降0.4%。义乌小商品指数环比上升0.1%,或指向近期的耐用品需求复苏。工业品价格方面,海外风险事件使衰退预期升温,商品价格普跌。原油供应仍超过疲软的需求,油价延续下跌,本周布油环比下跌9.6%。受到海外需求持续萎缩拖累,本周南华工业品指数与南华有色指数分别环比下跌2.7%、2.8%。地产复苏需求仍如期推进,本周螺纹钢、水泥价格分别环比上涨1.0%、0.4%。流动性方面,税期短端利率上行,本周DR007与R007平均值分别较前一周上行17bp、22bp。近期政策表态稳健,基本面复苏态势良好,长端利

率表现钝化，本周 1Y 国债与 10Y 国债收益率平均值分别较前一周下降 0.7bp、2.4bp。15 日央行 MLF 大额增量续作 2810 亿元，并于 17 日宣布降准 25bp，意在缓解信贷快速投放后的流动性缺口与商业银行负债端成本。风险提示：毒株出现变异，疫情蔓延形式超预期恶化、疫情反复出行意愿恢复不及预期、居民消费意愿下滑及海外衰退幅度超预期的风险。

（证券分析师：陶川 证券分析师：邵翔）

固收金工

固收点评 20230322：广联转债：航天工装及零部件重要供应商

事件 广联转债（123182.SZ）于 2023 年 3 月 22 日开始网上申购：总发行规模为 7.00 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于航空发动机、燃气轮机金属零部件智能制造项目、航天零部件智能制造项目、大型复合材料结构件轻量化智能制造项目和补充流动资金。当前债底估值为 72.8 元，YTM 为 3.30%。广联转债存续期为 6 年，中证鹏元资信评估股份有限公司资信评级为 A+/A+，票面面值为 100 元，票面利率第一年至第六年分别为：0.30%、0.50%、1.00%、1.80%、2.50%、3.00%，公司到期赎回价格为票面面值的 115.00%（含最后一期利息），以 6 年 A+ 中债企业债到期收益率 9.04%（2023-03-20）计算，纯债价值为 72.80 元，纯债对应的 YTM 为 3.30%，债底保护一般。当前转换平价为 97.65 元，平价溢价率为 2.41%。转股期为自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日至转债到期日止，即 2023 年 09 月 28 日至 2029 年 03 月 21 日。初始转股价 32.32 元/股，正股广联航空 3 月 20 日的收盘价为 31.56 元，对应的转换平价为 97.65 元，平价溢价率为 2.41%。转债条款中规中矩，总股本稀释率为 9.29%。下修条款为“15/30，85%”，有条件赎回条款为“15/30、130%”，有条件回售条款为“30、70%”，条款中规中矩。按初始转股价 32.32 元计算，转债发行 7.00 亿元对总股本稀释率为 9.29%，对流通盘的稀释率为 14.04%，对股本摊薄压力较小。观点 我们预计广联转债上市首日价格在 115.56~127.73 元之间，我们预计中签率为 0.0023%。综合可比标的以及实证结果，考虑到广联转债的债底保护性一般，评级和规模吸引力一般，我们预计上市首日转股溢价率在 30% 左右，对应的上市价格在 115.56~127.73 元之间。我们预计网上中签率为 0.0023%，建议积极申购。广联航空工业股份有限公司是国内知名的民营航空航天工业配套产品供应商。公司的主营业务为航空航天高端装备的研发、生产、制造；公司的产品覆盖军用和民用领域，主要为航空工装、航空航天零部件和无人机产品，其中复合材料工艺装备、零部件和部段的加工制造技术处于行业先进水平。2017 年以来公司营收稳步增长，2017-2021 年复合增速为 22.17%。自 2017 年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率“V 型”波动，2017-2021 年复合增速为 22.17%。2021 年，公司实现营业收入 2.37 亿元，同比减少 24.56%。与此同时，归母净利润也不断浮动，2017-2021 年复合增速为 19.95%。2021 年实现归母净利润 0.38 亿元，同比减少 61.83%。公司主要营收构成稳定，航空航天零部件及无人机、航空工装业务为主要营收来源。公司以具有突出技术优势的航空复合材料工装为基础，积极开拓航空航天复合材料结构类产品业务，航空航天零部件及无人机业务收入占比逐年提升。公司销售净利率和毛利率维稳，销售费用下降，财务费用率和管理费用率有所波动。2017-2021 年，公司销售净利率分别为 17.36%、25.66%、27.87%、31.95% 和 15.88%，销售

毛利率分别为 45.06%、51.56%、49.48%、54.46% 和 43.65%。风险提示：申购至上市阶段正股波动风险，上市时点不确定所带来的机会成本，违约风险，转股溢价率主动压缩风险。

(证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭)

固收点评 20230322：华特转债：中国特种气体国产化的先行者

事件 华特转债(118033.SH)于2023年3月21日开始网上申购：总发行规模为6.46亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于年产1,764吨半导体材料建设项目、研发中心建设项目及补充流动资金。当前债底估值为82.55元，YTM为3.18%。华特转债存续期为6年，中证鹏元资信评估股份有限公司资信评级为AA-/AA-，票面面值为100元，票面利率第一年至第六年分别为：0.30%、0.50%、1.00%、1.50%、2.00%、3.00%，公司到期赎回价格为票面面值的115.00%（含最后一期利息），以6年AA-中债企业债到期收益率6.60%（2023-03-20）计算，纯债价值为82.55元，纯债对应的YTM为3.18%，债底保护一般。当前转换平价为102.5元，平价溢价率为-2.50%。转股期为自发行结束之日起满6个月后的第一个交易日至转债到期日止，即2023年09月27日至2029年03月20日。初始转股价84.22元/股，正股华特气体3月20日的收盘价为86.38元，对应的转换平价为102.56元，平价溢价率为-2.50%。转债条款中规中矩，总股本稀释率为5.99%。下修条款为“15/30，85%”，有条件赎回条款为“15/30、130%”，有条件回售条款为“30、70%”，条款中规中矩。按初始转股价84.22元计算，转债发行6.46亿元对总股本稀释率为5.99%，对流通盘的稀释率为5.99%，对股本摊薄压力较小。我们预计华特转债上市首日价格在121.38~135.22元之间，我们预计中签率为0.0017%。综合可比标的以及实证结果，考虑到华特转债的债底保护性一般，评级和规模吸引力一般，我们预计上市首日转股溢价率在25%左右，对应的上市价格在121.38~135.22元之间。我们预计网上中签率为0.0017%，建议积极申购。

观点 2017年以来公司营收稳步增长，2017-2021年复合增速为14.39%。自2017年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率不断上升，2017-2021年复合增速为14.39%。2021年，公司实现营业收入13.47亿元，同比增加34.78%。与此同时，归母净利润也呈上升趋势，2017-2021年复合增速为27.78%。2021年实现归母净利润1.29亿元，同比增加21.46%。公司主要营收构成稳定，特种气体贡献主要营收。受益于下游半导体产业的迅速发展，特种气体收入保持稳健增长，2019、2020、2021年公司特种气体分别实现收入44,803.78万元、54,836.36万元、79,682.82万元，占主营业务收入比重分别为53.59%、55.46%、59.82%，贡献主要营收。公司销售净利率和毛利率有所波动，销售费用率明显下降。2017-2021年，公司销售净利率分别为6.17%、8.30%、8.60%、10.65%和9.59%，销售毛利率分别为33.27%、32.91%、35.38%、25.98%和24.19%。2018、2019、2020年销售费用率分别为5.21%、4.43%、3.86%，下降趋势明显。2022年1-9月，公司主营业务毛利率较2021年度增长3.62%，主要原因系受稀有气体价格增长影响，公司对原材料价格变动进行了有效传导，使得特种气体毛利率有所提升。

风险提示：申购至上市阶段正股波动风险，上市时点不确定所带来的机会成本，违约风险，转股溢价率主动压缩风险。

(证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭)

行业

推荐个股及其他点评

金山软件 (03888.HK): 2022Q4 及全年业绩报点评: 办公延续强劲增长, 游戏业务企稳回升

投资要点 事件: 2022 年公司实现营业收入 76.37 亿元 (yoy+19.86%), 归母净利润-60.48 亿元, 去年同期为 3.95 亿元。其中, 2022Q4 实现营业收入 21.12 亿元 (yoy+15.93%, qoq+14.99%), 归母净利润 0.47 亿元, 去年同期为-3.35 亿元, 2022Q3 为-60.55 亿元, 营收符合我们预期, 归母净利润低于我们预期, 主要受投资减值计提及分占联营公司亏损影响。办公业务延续高增长, 期待 AIGC、LLM 领域探索落地。2022 年公司办公软件及服务业务实现营收 38.91 亿元, yoy+19.17%, 其中 2022Q4 实现营收 10.90 亿元, yoy+20.61%, qoq+8.50%, 主要系: 1) 个人订阅业务持续增长, 累计付费用户数及长周期付费用户比例提升, 截至 2022 年末, 累计付费用户数达 2997 万, yoy+18%; 2) 机构订阅业务强劲增长, 数字化转型趋势下, 政企客户对数字办公平台产品需求增加。我们看好公司办公业务乘信创东风, 业绩增长潜力持续释放。同时公司于 AI 领域已有布局投入, 金山办公自主研发的文档图片识别与理解、文档转化技术已达到国内领先水平, 我们看好公司于 AIGC、LLM 领域积极探索, 实现智能辅助写作及排版、表格数据智能分析、PPT 一键生成及美化等场景的落地融合, 不断提升产品智能化体验。我们认为公司作为国内办公软件龙头, 于垂直细分领域具备领先优势, 有望实现快速切入, 持续关注公司相关技术应用突破。剑侠 IP 历久弥新, 期待新游再添增量。2022 年公司游戏业务实现营收 37.46 亿元, yoy+20.59%, 其中 2022Q4 实现营收 10.22 亿元, yoy+11.33%, qoq+22.81%, 同比增长主要系 2021Q4 上线的《剑侠世界 3》贡献收益, 以及持续玩法及内容迭代下, 老游《剑网 3》收益增长; 环比增长主要系《剑网 3》推出大型资料片, 实现收益强劲增长。展望 2023 年, 存量游戏中, 旗舰 IP《剑网 3》经过 13 年经营, 用户活跃及流水仍保持优秀表现, 我们看好其持续贡献稳健业绩; 新游方面, 产品储备丰富, 有望陆续上线贡献业绩增量, 其中《魔域 2》有望于 2023 年 3 月开启全平台推广, 二次元射击游戏《尘白禁区》(截止 2023/3/22, B 站+TapTap 预约数超 221 万)、卡牌 RPG《彼界》有望于 2023H2 上线。盈利预测与投资评级: 公司办公业务有望维持高增长势头, 游戏业务企稳回升, 老游稳健叠加新游储备丰富, 因此我们上调 2023-2024 年并新增 2025 年盈利预测, 预计 2023-2025 年 EPS 分别为 0.49/0.83/1.13 元 (2023-2024 年原为 0.41/0.73 元), 对应当前股价 PE 分别为 55/32/24 倍。我们看好公司办公业务的成长空间, 新游陆续上线贡献业绩增量, 维持“买入”评级。风险提示: 新游不及预期, 行业监管, 办公业务进展不及预期风险

(证券分析师: 张良卫 证券分析师: 周良玖 研究助理: 陈欣)

固生堂 (02273.HK): 2022 年年报点评: 业绩符合预期, 疫情影响下业务韧性凸显

投资要点 事件: 2022 年公司收入 16.27 亿元 (+18%, 同比增长 18%, 下同), 录得溢利净额约人民币 1.83 亿元, 而 2021 年亏损 5.07 亿元; 2022 年经调整溢利净额为 2 亿元 (+28%), 业绩符合预期。公司业务稳定性强, 线上线下相结合的优势逐渐凸显。2022 年下半年公司经调整净利润为 1.36 亿元 (+22%), 在疫情对公司经营带来较大干扰的情况下, 公司仍维持较高的利润增速。丰富的医生储备、高回头率的客

户以及线上线下协同服务的商业模式为业务的强韧性奠定了基础。截至 2022 年底，公司已与 13 家第三方线上平台建立合作关系，2022 年线上医疗服务收入为 2.6 亿元(+69.5%)，占总收入的比例提升至 16%。业务版图稳步扩张，未来有望逐步实现量价齐升。截至 2022 年底，公司共计 48 家线下机构，覆盖 14 个城市。2022 年，公司新增客户 55.2 万人，客户回头率提升至 64%，较 2021 年同期提升 1.2pct，就诊次均消费提升至 552 元。会员人数增加至 20.3 万人(+47%)，会员平均消费 2673 元，远高于非会员平均消费。此外，公司首个中药院内制剂——通窍止涕鼻舒颗粒取得医疗机构传统中药制剂备案凭证，院内制剂发展取得了实质性进展。公司一方面有序进行同城加密和异地扩张，另一方面也通过提升推出院内制剂、扩大会员体系等带来业务结构的优化，盈利能力有望进一步提升。盈利预测与投资评级：由于疫情等客观因素影响，我们将 2023-2024 年的营业收入预测由 22.51/29.29 下调为 20.97/26.45 亿元，经调整净利润由 2.80/3.76 下调为 2.63/3.41 亿元，2025 年公司营业收入预计为 32.85 亿元，经调整净利润为 4.39 亿元，对应当前市值的 PE 为 44X/34X/26X。维持“买入”评级。风险提示：疫情反复风险；市场竞争加剧风险；并购失败风险；政策风险等。

(证券分析师：朱国广 证券分析师：冉胜男)

吉利汽车 (00175.HK)：2022 年报点评：H2 净利润同比+50%，银河/极氪持续发力新能源

投资要点 公告要点：吉利汽车 2022 年全年实现营收 1479.65 亿元，同比+46%，对应归母净利润为 52.60 亿元，同比+9%。2022H2 实现营收 897.81 亿元，同环比分别+59%/54%，归母净利润 37.08 亿元，同环比分别+50%/+139%。2022 年公司净利润表现符合我们预期。2022H2 上游成本/极氪亏损等因素影响毛利率，产品结构持续改善，未来盈利可期。1) 营收维度：2022H2 吉利汽车实现总销量 81.91 万辆，同环比分别+17%/+33%，其中领克/极氪分别销量 10.3/5.3 万辆，极氪保持同环比高增，领克销量同环比分别-10%/+33%。2022 年全年来看，吉利品牌(不包括领克/极氪/睿蓝)单车均价 7.7 万元，同比+1%；领克品牌单车均价 16.16 万元，同比+19%，2022H2 领克单车均价 16.19 万元，同环比分别+17%/+0%；2022 年极氪/睿蓝单车均价分别为 44.18/10.43 万元。除汽车业务外，2022H2 知识产权许可/研发及相关技术支持服务分别 9.28/48.89 亿元，持续同环比提升。2) 毛利率维度，2022H2 公司毛利率 13.83%，同环比分别-3/-1pct，2022 年全年毛利率 14.12%，同比-3pct，H2 毛利率同环比均下滑主要系上游原材料成本高位叠加极氪销量环比提升，但整体交付规模有限，总亏损量增加所致。2022 年全年极氪公司实现亏损 20.39 亿元，同比亏损幅度翻倍。3) 费用率维度，2022H2 销售/管理/研发费用率分别为 5.48%/6.27%/4.76%，分别同比 -1.2/-2.0/-1.9pct，分别环比 -0.2/-1.7/-1.9pct，费用率同环比下滑，公司持续推进降本增效。4) 其他影响因素方面，2022 年由于收购雷诺韩国部分股权产生收益 17.05 亿元，股权激励费用 6.4 亿元，对 H2 业绩产生影响，剔除上述影响后，2022H2 利润实现 25.94 亿元，同环比分别-14.6%/+7.9%。坚定新能源转型，银河+极氪新车发力有望再造新能源强势品牌。2023 年吉利坚定以强势新品出击新能源领域，Q2/Q3 陆续上市银河系列 A 级 SUV L7/A 级轿车 L6 以及极氪旗下产品极氪 X，几何品牌全新上市熊猫 mini，领克预计还将推出领克 08 (中型插混 SUV) 和一款中型插混轿车，Q2 起新能源领域新车持续推出助力公司电动化转型。盈利预测与投资评级：由于汽零外销以及技术授权等业务增长超预期，

吉利汽车 2023/2024 年营收预测由 1616/2184 亿元上调为 1783/2353 亿元，2025 年为 3009 亿元，分别同比+20%/+32%/+28%；考虑到 2023 年价格战竞争格局进一步恶化，2023/2024 年归母净利润由 54/83 亿元下调至 50/80 亿元，2025 年为 121 亿元，分别同比-2%/+60%/+50%；对应 PE 为 17/10/7 倍。维持吉利汽车“买入”评级。风险提示：乘用车下游需求复苏低于预期；价格战超预期。

(证券分析师: 黄细里 研究助理: 杨惠冰)

智飞生物 (300122): 2022 年年报点评: 代理与自主产品双轮驱动, 业绩符合我们预期

投资要点 事件: 公司 2022 年实现营业收入 382.64 亿元 (+24.83%), 归母净利润 75.39 亿元 (-26.15%), 扣非归母净利润 75.10 亿元 (-26.26%), 其中, 常规自主产品营业收入为 17.60 亿元, 比上年同期增长 35.82%。单 Q4 季度实现收入 104.41 亿元 (18.33%), 归母净利润 19.32 亿元 (7.03%), 扣非归母净利润 19.20 亿元 (8.71%)。业绩符合我们预期。HPV 疫苗批签发持续高增长, 国内渗透率依然较低, 市场需求强劲: 2022 年四价和九价 HPV 疫苗批签发合计 2950.57 万支, 同比增长 55%, 维持高速增长。截至 2022 年底, 国内 HPV 疫苗渗透率大约在 12% 左右, 依然偏低, 尤其四价和九价 HPV 疫苗市场供小于求。2023 年 1 月 29 日智飞生物与默沙东签署新的《供应、经销与共同推广协议》, 继续独家代理四价和九价 HPV 等疫苗, 合计基础采购金额超过 1000 亿元。随着九价 HPV 疫苗扩龄, HPV 疫苗男性适应症 III 期临床顺利推进, 以及默沙东 HPV 疫苗产能提升, 加大对中国区供给, 智飞生物 HPV 疫苗批签发未来几年将依然维持高速增长。自主产品管线逐步兑现, 推动主营业务全面可持续发展: 2022 年微卡和宜卡在我国大陆地区超过 90% 的省级单位中标挂网, 进入销售放量阶段。宜卡成功纳入 2022 年国家医保目录, 一方面可以促进宜卡的推广销售, 另一方面检测出的阳性人群也将增加微卡的销售, 发挥公司结核产品矩阵的协同效应。截至 2022 年底, 公司自主研发项目共计 28 项, 处于临床试验及申请注册阶段的项目 16 项, 其中, 23 价肺炎疫苗报产获得受理, 二倍体狂苗与四价流感疫苗获得了 III 期临床试验总结报告。公司自主产品管线逐步兑现, 有望打开长期成长空间。盈利预测与投资评级: 由于宜卡和微卡进入销售放量期, HPV 疫苗批签发维持高增长, 我们将 2023 年归母净利润从 97.47 亿元上调至 98.47 亿元, 预计 2024-2025 年归母净利润分别为 124.49 和 143.38 亿元。当前市值对应 2023-2025 年 PE 分别为 14/11/10 倍。考虑到公司自主研发管线逐步进入收获期, 代理产品销售持续高增长, 维持“买入”评级。风险提示: 产品研发不达预期的风险; 产品销售不达预期的风险

(证券分析师: 朱国广)

招商蛇口 (001979): 2022 年年报点评: 销售稳健积极换仓, 业绩触底反弹可期

投资要点 事件: 公司发布 2022 年年报。2022 年实现营收 1830.03 亿元, 同比增长 13.9%; 归母净利 42.64 亿元, 同比下降 58.9%, 业绩符合我们预期。多种因素导致业绩下滑, 2023 计划竣工面积显著增长。2022 年公司营收同比增长 13.9% 而归母净利润同比下降 58.9% 的主要原因: (1) 市场下行导致房地产开发业务毛利率同比降低 5.9pct 至 21.1%; (2) 计提存货、投资性房地产、长期股权等资产减值准备和信用减值准备同比增加 20.3 亿元; (3) 转让子公司的投资收益同比减少, 去年税后收益 14.6 亿元; (4) 落实国家政策对商户进行租金减免。公司 2023 年计划竣工面积 1600 万方, 同比增长 21.8% 销售稳

健排名第 6，2023 年销售目标 3300 亿元。公司 2022 年实现销售金额 2926.0 亿元，同比下降 10.2%；实现销售面积 1193.7 万方，同比下降 18.5%；销售均价 24597 元/平方米，同比增长 10.2%。根据克而瑞数据，公司全年销售排名前进 1 位来到第 6。公司聚焦核心城市，深耕效果显著。公司在上海、深圳、苏州、南京等 7 个城市销售规模进入 TOP3，其中上海单城销售金额超 740 亿元。公司 2023 年计划实现销售金额 3300 亿元，较 2022 年销售提升 12.8%，展现增长决心。积极换仓至高能级城市，聚焦“强心 30 城”。公司 2022 年拿地建面 726 万方，同比下降 53.4%；拿地金额 1279 亿元，同比下降 40.5%，占销售金额比例为 43.6%。其中，公司在“强心 30 城”和“深耕 6+10 城”的投资金额占比分别高达 94%和 90%。2022 年楼面价 17617 元/平，同比增长 27.7%，换仓成果显著。另外公司积极拓展城市更新项目并与佳兆业集团、富力集团等公司签订纾困战略合作协议，多渠道扩充土地储备。财务稳健，三道红线稳居绿档持续优化。截至 2022 年末，公司综合融资成本下降 59bp 至 3.89%，处于行业低位。全年公开市场融资共 327.2 亿元。三道红线维持绿档：净负债率 48.1%，剔除预收账款资产负债率 62.4%，现金短债比 1.30。另外公司积极把握股权融资窗口，拟通过增发股份收购南油集团 24%股权和招商前海实业 2.89%股权，有利于公司进一步增强前海片区的资源价值。盈利预测与投资评级：招商蛇口作为地产龙头央企，近年来聚焦高能级城市投资换仓积极，销售稳健富有韧性。我们预计公司结算收入将稳步增长，同时结算端毛利率有望在未来触底反弹。上调其 2023/2024 年归母净利润至 57.8/99.6 亿元（前值为 47.2/54.7 亿元），预测 2025 年利润为 139.8 亿元，对应的 EPS 为 0.75 元/1.29 元/1.81 元，对应 PE 分别为 18.2X/10.6X/7.5X，维持“买入”评级。风险提示：毛利率修复不及预期；市场景气度恢复不及预期；疫情反复影响超预期。

（证券分析师：房诚琦 证券分析师：肖畅 研究助理：白学松）

鼎胜新材（603876）：锁定宁德时代 50%份额，格局稳定支撑出货高速增长

投资要点 事件：公司及全资子公司与宁德时代签订了《战略合作协议》，在 2023-2025 年期间供应宁德时代的电池箔份额不低于其需求的 50%；根据实际质量提升情况，增加公司在宁德时代的供应配额，且宁德时代需支付部分预付款；2024-2026 年期间根据宁德时代海外生产基地的需求，公司欧洲生产基地向宁德时代供应一定数量的电池箔。深度绑定宁德时代，供应份额维持 50%以上。此前公司与宁德时代的供货协议约定，2021 年底至 2025 年底期间供货量不低于 51.2 万吨。此次签订战略合作协议，进一步加深了公司与宁德时代的合作关系，未来在宁德时代供应商中的占比稳定在 50%以上。我们预计宁德时代 2023 年出货有望达 410GWh，预计电池箔需求量达 15 万吨左右，鼎胜新材订单量预计达 7-8 万吨。预计 2023 年电池箔出货 20 万吨左右，全球市占率进一步提升。考虑 2023 年新增产能逐步投产，且宁德订单逐步释放，我们预计公司 2023 年电池箔出货达 20 万吨左右，同比翻番增长。盈利方面，随着涂碳箔迅速放量，2023 年占比提升至 10%+，公司 Q1 加工费下调 5%左右，我们预计公司 2023 年电池箔单吨盈利有望维持 0.6 万元左右。盈利预测与投资评级：由于传统铝箔业务盈利下滑，我们下修公司 2022-2024 年归母净利润至 14.0/15.1/18.2 亿元（原预期 14.0/18.1/22.0 亿元），同比增长 226%/8%/20%，对应 PE 为 14x/13x/11x，考虑公司为电池铝箔龙头，扩产速度领先同行，给予 2023 年 20xPE，目标价 61.8 元，维持“买

入”评级。 风险提示：原材料价格持续上涨，电池箔扩产不及预期，竞争加剧。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：杨件 证券分析师：阮巧燕 证券分析师：岳斯瑶）

伯特利（603596）：2022 年报点评：新项目加速落地，业绩同比高增长

投资要点 公告要点：公司发布 2022 年年报，业绩符合我们预期。2022 年实现营收 55.39 亿元，同比+58.61%；实现归母净利润 6.99 亿元，同比+38.49%；实现扣非归母净利润 5.88 亿元，同比+36.47%。2022 年 Q4 营收 18.55 亿元，同比+59.38%，环比+18.12%；归母净利润 2.21 亿元，同比+62.33%，环比+11.62%；扣非归母净利润 1.89 亿元，同比+65.53%，环比+2.40%。新项目持续落地放量，推动 Q4 营收环比增长。22Q4 公司下游核心客户放量，奇瑞+吉利+长安产量合计 125.8 万辆，环比+20.7%，同时叠加各项业务加速落地，共同推动公司营收环比高增长。根据公司披露，2022 年合计在研项目 388 项，落地量产项目 169 个，机械制动产品/智能电控产品分别实现营收 26.6/23.7 亿元，同比分别+27.0%/+86.2%。其中，盘式制动器实现销量 225 万套，同比+25.7%，轻量化零部件实现销量 776 万套，同比+19.6%，智能电控产能实现销量 250 万套，同比+89.8%。受益芯片供应短缺，WCBS 突破海外 Tier1 封锁。2021 年以来公司抓住行业缺芯窗口期，WCBS 产品实现从 0 到 1 的突破，2022 年实现线控制动产品多维度突破，1) 项目获取方面，2022 年新增 WCBS 在研项目达 55 项，量产项目 16 项，定点项目 61 项；2) 产能布局方面，2022 年新增两条线控制动产线，2023 年预计新投产三条线控制动产线，与国内 3 家主机厂进行联合产能建设；3) 技术储备方面，WCBS 2.0 研发持续推进，预计 2024 年上半年量产，EMB 预计 2023 年 A 轮开发完成。全面布局底盘电子，轻量化业务全球扩张。公司并购万达转向系统，完成制动+转向全面布局，2022 年下半年电子电控产品实现收入 15.6 亿元，环比上半年+91%，营收占比持续提升。轻量化产能投放持续推进，公司年产 4 万吨铸铁汽车配件产能于 2022 年 12 月完成建设并投产，墨西哥 400 万件/年轻量化零部件建设项目预计 2023 年投产。立足新能源趋势，公司着眼全球力求对北美客户的就近配套，新业务成长曲线陡峭。 盈利预测与投资评级：考虑市场竞争加剧叠加汽车价格战成本压力传导，我们将公司 2023/2024 年营收预测从 82.4/108.6 亿元下调为 80.08/107.6 亿元，2025 年营收为 133.7 亿元，同比分别+45%/+34%/+24%。将公司 2023/2024 年归母净利润从 10.3/14.2 亿元下调为 9.6/13.5 亿元，2025 年归母净利润为 17.46 亿元，同比分别+37%/+41%/+29%，对应 PE 分别为 30/21/16 倍。维持“买入”评级。 风险提示：芯片短缺超出预期；新能源渗透率增长不及预期。

（证券分析师：黄细里 研究助理：谭行悦）

水晶光电（002273）：微棱镜搭乘潜望式东风，AR-HUD 描绘成长新曲线

投资要点 光学元器件龙头公司，进入新成长第三个十年：水晶光电深耕“光学+”业务，坚守光学赛道创新发展，构建光学元器件、薄膜光学面板、半导体光学、汽车电子 AR+、反光材料五大业务布局，持续推进业务全球化，形成大中华区、欧美区、泛亚太区三大市场板块，覆盖北美大客户、韩系、国内安卓系等消费电子头部品牌以及红旗、长安、比亚迪等汽车电子客户。公司 2011-2021 年营收、归母净利润 CAGR 分别为 24.3%、13.7%，2022 年前三季度实现营业收入 32 亿元，同比增长 12%，归母净利润 4.8 亿元，同比增长 36%。 消费

电子新业务快速放量，持续引领光学创新：红外截止滤光片板块，吸收反射复合型滤光片放量增长打开盈利空间，进一步巩固业务“压舱石”地位，公司稳居业内龙头；摄像头盖板板块，外观件向功能件升级推动业务跃升公司第二大基本盘，北美大客户份额占比预计持续扩大；微棱镜板块，大客户首次搭载潜望式镜头有望重新引领行业风向标，公司已成功进入其供应链并取得领先市场占位；3D摄像头板块，公司为窄带滤光片头部企业，DOE已于2021年实现小批量产。汽车电子成为新增长曲线：公司在汽车电子领域积极布局AR/W-HUD、激光雷达保护罩、智能大灯等产品，其中激光雷达保护罩已和行业主要客户进行研发或量产对接，AR-HUD产品搭载长安深蓝新款车型，并获得了长城、比亚迪等多家国内自主品牌车厂的W-HUD定点项目，智能像素大灯、车载全息投影等项目进展顺利。公司已在东莞完成南方基地筹建，构建部分汽车电子产品的量产能力。22H1公司汽车电子（AR+）业务实现营收0.68亿元，毛利率为35.3%，高于公司整体毛利率水平，预计公司未来三年汽车电子（AR+）业务有望保持40%以上的增速。盈利预测与投资评级：我们看好公司消费电子光学产品持续拓展与汽车电子业务利润体量快速提升，预测公司2022-2024年归母净利润为5.8/7.6/9.8亿元，可比公司行业平均22-24PE均值为62/38/26倍，公司当前市值对应PE分别为31/23/18倍，低于行业平均估值，我们给予公司23年35倍PE，对应目标市值约270亿元，维持“买入”评级。风险提示：1）智能手机需求不及预期风险；2）潜望式摄像头、HUD与激光雷达等新品渗透率不及预期风险；3）技术成果产业化不及预期风险。

（证券分析师：马天翼 证券分析师：唐权喜 证券分析师：周高鼎 研究助理：金晶）

舍得酒业（600702）：2022年年报点评：利润超预期，坚定迈向百亿
投资要点 事件：2022年公司实现营收60.56亿元，同比+21.9%；实现归母净利润16.85亿元，同比+35.3%。其中，22Q4实现营收14.39亿元，同比+5.6%；实现归母净利润4.85亿元，同比+75.9%。22年全年节奏稳健，持续优商计划。2022年公司实现酒类收入56.56亿元，同比+23.58%，分产品看：1）中高档酒收入48.76亿元，同比+25.88%，全年量同比+29.19%，吨价同比-2.56%，我们预计超高端平稳增长，品味舍得收入增速高于平均水平，舍之道、陶醉系列预计翻倍以上增长；2）普通酒实现收入7.8亿元，同比+10.92%，全年量同比-4.11%，吨价同比+15.67%，吨价稳步抬升。分区域看，省内收入16.12亿元，同比+13.48%，省外收入40.45亿元，同比+28.12%，东北/河南/山东等核心市场表现良好；截止2022年末有经销商2158家，环比前三季度减少154家，单个经销商贡献体量同比+28.96%至262万元。2022年销售收现约60亿，或主要系票据及合同负债差异所致，全年回款相对正常。费率优化明显，业绩表现超预期。22年公司销售毛利率为77.72%，同比-0.09pct，其中酒类产品毛利率为80.89%，同比-0.65pct；期间费用率为27.07%，其中销售费用率为16.78%，同比-0.85pct，管理费用率为10.95%，同比-1.84pct，主要系公司2022年内优化薪酬结构、搬迁成都租金减少等原因所致，净利率为28.08%，同比+2.51pct，盈利弹性释放。内部信心足，全年百亿目标坚定。公司股权激励落地，22年超额完成目标，23年销售额百亿目标坚定，管理层坚持战略方向不动摇，团队信心和稳定性同比前两年进一步增强；从当前一季度的表现来看，当前库存2-3个月，处于良性区间，挺价动作先行，节奏继续向前。盈利预测与投资评级：公司基础工作扎实，战略规划清晰，22年业绩表现超预期，我们上调2023-2024

年归母净利润为 21、27 亿元（前值分别为 18、23 亿元），分别同比 +26%、+27%（前值分别同比+20%、+28%），预计 2025 年归母净利润为 33 亿元，同比+22%，当前市值对应 2023-2025 年 PE 分别为 29、23、18 倍，维持“买入”评级。风险提示：消费复苏不及预期、老酒战略不及预期。

（证券分析师：汤军 证券分析师：王颖洁）

密尔克卫 (603713): 2022 年年报点评: 归母净利润同比+40%符合预期, 关注经营环境改善

投资要点 事件: 3月21日公司发布2022年年报。2022年,公司实现收入116亿元/+34%yoy;归母净利润6.05亿元/+40%yoy;扣非净利润5.8亿元/+41%yoy。对应2022Q4收入25亿元/-8%yoy,归母净利润1.3亿元/-1%yoy。2022Q4公司一次性计提了约0.3亿元的高誉减值损失,加回这部分计提后,公司Q4及全年业绩符合我们此前的预期。产生较大高誉减值的原因在于:公司考虑到石油市场的动荡,停止子公司湖南密尔克卫瑞鑫化工的相关业务。目前湖南密尔克卫瑞鑫化工有限公司仅剩化工品贸易业务,与并购时资产组范围相比,发生了较大变化,经测试后,湖南密尔克卫瑞鑫化工有限公司高誉发生减值。分业务看: 仓库、运输等传统主业保持高增:公司2022年仓库/运输业务分别实现收入7.25亿元/17.25亿元,同比+32%/+37%;毛利率分别为46.6%/9.6%,同比+3.4/+0.5pct。贡献公司较大比重利润的仓库板块,收入和利润均相较2021年有较大提升,使公司2022年业绩逆势实现高增。罐箱、工程物流等新业务增速亮眼,公司也在布局环保等领域: 2022年公司罐箱及工程物流业务合计实现收入9.7亿元/+71%yoy,作为较新的业务板块展现出较高的成长弹性。公司在2022年延伸到环保领域,设立了多个子公司,从而补全化工供应链最后一个服务环节,未来有望成为又一个增长点。货代、分销领域受制于宏观因素有所承压: 2022年公司货代/分销业务分别实现收入38/43亿元,同比+21%/+39%。这两大板块相较2021年增速出现较大降幅,与宏观因素有一定相关性。公司分销业务是业内稀缺的“物贸一体化”模式,目前尚处于起步阶段,未来渗透率、市占率有较高提升空间,待经营环境改善后有望恢复高增长。盈利预测与投资评级: 公司是行业内稀缺的拥有化工全供应链服务能力及“物贸一体化”交付能力的龙头企业,未来随着供应链整合升级&产业互联网发展,有较大成长空间。考虑到海外宏观经济因素,我们将公司2023~24年归母净利润预期从8.5/11.2亿元下调至7.9/10.3亿元(yoy+31%/30%),预计2025年归母净利润为13亿元(yoy+26%),3月21日收盘价对应2023~25年24/18.5/14.7倍的P/E估值,维持“买入”评级。风险提示: 新业务&GDR发行不及预期,宏观经济及海外需求不景气等

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：阳靖）

九毛九 (09922.HK): 2022 年报点评: 业绩符合我们预期, 期待复苏弹性与新业态潜力

投资要点 事件: 公司发布2022年业绩公告,全年营收40.1亿元(yoy-4.2%),其中餐厅经营收入32.0亿元(yoy-9.1%),外卖收入7.9亿元(yoy+26.6%),公司预计全年因餐厅营运或堂食服务暂停而产生的估计收入损失约为13.7亿元(2021年为3.7亿元)。2022年实现归母净利4928万元(yoy-85.5%),业绩符合我们预期。2022H2公司实现营收21.1亿元(yoy-2.4%),防控形势变化与汇兑损失影响净利润,归母净利录得亏损842万元(yoy-104.1%,含5610万汇兑亏损)。太二扩张持续,怂火锅同店逆势增长,看好公司品牌多元化潜力。太

二酸菜鱼：2022 年全年营收 31.1 亿元 (yoy-5.6%)，占比总营收 78%，门店经营利润率 14.3% (较 2021 年-7.5pct)。2022 年底门店数达 450 家 (毛开 102 家，因租约到期不再续约关闭 2 家，净增 100 家)，客单价 77 元 (yoy-3.8%，主要系推出低价引流套餐&下沉门店定价更低所致)，翻座率 2.6 次 (2021 年为 3.4 次，主要受 Q4 疫情拖累)，同店增速-22.3%。2022H2 由于疫情持续反复太二经营承压，实现营收 16.2 亿元 (yoy-4.0%)。九毛九餐厅：2022 年营收 6.1 亿元 (yoy-20.4%)，2022 年底门店数达 76 家 (净减 7 家)，客单价 55 元 (yoy-6.8%)，翻座率 1.6 次，同店增速-11.0%。其他品牌：怂重庆火锅厂营收 2.6 亿元 (yoy+196.8%)，占比集团总营收 6.5% (yoy+4.4pct)，2022 年底门店数达 27 家 (净增 18 家)，客单价 128 元 (yoy-0.8%)，翻座率 2.5 次 (2021 年为 2.5 次)，同店增长 6.4%。赖美丽烤鱼 2 家门店试水初见成效，2022 年实现营收 1280 万元，客单价 77 元，翻座率 2.7 次。多品牌门店扩张&品牌势能积累渐进，我们看好公司多元化成长潜力。降本增效持续，2023 年经营情况持续回暖。1) 公司在疫情下持续调整经营策略，推出多项降本增效措施以对冲疫情影响。包括通过自产鲈鱼，集采等方式优化供应链体系，降低原料采购成本、与物业谈判获取更优惠租金或租期条件、优化单店员工配置等方式控制人力成本支出，效果良好。2) 2023 年 1-2 月九毛九、太二同店同比经营恢复度为 97%、101%，伴随线下消费场景复苏，边际经营改善持续。3) 我们预计 2023 年太二新增 120 家 (含境外 15 家)，到 2023 年底达到 583 家；怂新增 25 家，到 2023 年底达到 52 家。盈利预测与投资评级：考虑餐饮温和复苏与门店稳健扩张因素，我们调整 2023-24 年归母净利润至 6.8、11.1 亿元 (前值为 7.0/12.0 亿元)，预计 2025 年归母净利润为 14.6 亿元。最新收盘价对应 2023-25 年动态 PE 为 33/20/16 倍，维持“增持”评级。风险提示：疫情反复；品牌经营&扩张不及预期；食品安全风险；品牌老化风险。

(证券分析师：汤军 证券分析师：李昱哲)

舜宇光学科技 (02382.HK)：2022 年业绩公告点评：业绩触底，多线创新布局下一轮需求红利

投资要点 2022 年营收同比-11.5%，归母净利润同比-51.7%，业绩为近年低点，反映需求悲观现状。公司 2022 年全年实现营收 331.97 亿元，同比下滑 11.5%；归母净利润 24.08 亿元，同比下滑 51.7%。手机业务：毛利率压力较大，新投资本开支服务北美客户。2022 年，手机相关产品营收 232.7 亿元 (占比总营收 70.1%)，同比下滑 21%，其中：1) 手机镜头，受到全国疫情、海外货运停滞、地缘冲突升级等多方面因素，下游拉货停滞，需求锐减；2) 手机摄像模组，2022 年手机大盘再次倒退，产能利用率不足。手机业务整体毛利率下滑严重。公司计划 2023 年在手机镜头领域投入 8 亿资本开支，用于北美客户扩产。过去三年公司手机业务持续承压，我们认为：1) 新客户放量仍然值得期待，A 客户的镜头、S 客户的模组都将提供确定的增长动能；2) 产能利用率不足的情况将逐季改善，23Q2-Q3 有望见到业绩拐点。车载业务：镜头、模组稳健增长，智能化布局持续领先。2022 年，公司汽车相关产品营收 41.2 亿元 (营收占比 12.4%)，同比增长 37%，其中：1) 车载镜头全年出货 78.9 百万颗，同比增长 16%，22H2 已经率先恢复高增；2) 车载模组上量，持续高增长，研发投入和资本开支也将聚焦汽车业务；3) 激光雷达推出市场首款多边形旋转棱镜，定点百万级高像素智能大灯，在智能化赛道继续深耕。市场短期对智能化缺乏关注，我们认为：1) 公司布局的方向不受技术路线不

确定性扰动，远期车载模组、激光雷达、智能大灯、HUD等产品将有显著增长；2）公司在北美大客户的开拓有望超预期，带来增量机会。卡位创新方向，等待下一轮需求红利。公司在潜在的创新点上投入了大量研发，包括智能手机的潜望式镜头、车载模组的 A-PHY、手机镜头/马达/模组一体化技术、机器视觉中的 see through 模组等，卡位潜在的需求增量点。未来随着 ChatGPT、人形机器人等应用远期兴起，公司作为核心传感器提供商将享受下一轮红利。我们认为长期变量是公司在泛光学领域的创新能力，其拓展市场空间、寻求份额的能力不容低估。短期手机端的业绩压力带来布局良机。盈利预测与投资评级：考虑需求因素，下调 2023-24 年归母净利润分别为 30.9 亿元(-14.1 亿元)、41.7 亿元(-15.1 亿元)，新增 2025 年预测为 55.7 亿元，同比分别+28%、+35%、+33%，对应现价（3 月 21 日收盘）PE 分别为 26 倍、20 倍、15 倍，维持“买入”评级。风险提示：光学升级放缓风险，消费复苏不及预期风险，车载激光雷达、VRAR 业务发展慢于预期风险

（证券分析师：张良卫 研究助理：卞学清）

海南机场（600515）：与中免海口日月广场店租金调整合同落地，长期受益于自贸港建设及离岛免税发展

投资要点 海南机场发布公告披露子公司与中国中免签署《房屋租赁合同》：公司 2023 年 3 月 21 日晚披露，控股子公司海南海岛商业（即为公司免税及商业业务主要经营主体）与中国中免控股子公司海免（海口）免税店签署日月广场的房屋租赁合同，约定海口海免承租 2.49 万平方米房屋用于经营离岛免税业务，同时租金计算方式自 2022 年 5 月 1 日起变更为提成模式，月营业收入提成率为 3%，2023 年度保底租金为 7,500 万元，市场化租金框架有望推动海岛商业实际租金收入的大幅提升。续签合同后采用扣点模式计算租金，日月广场场地租赁收入增长可期：子公司项目日月广场为中免海口日月广场免税店和海控全球精品免税店提供场地租赁服务。根据公司年报披露，2021 年海口日月广场营业规模达 105 亿元，我们估算 2021 年日月广场免税销售规模在 80 亿元级别，2022 年受疫情影响有所收缩，若假设 2023 年免税销售规模回升至 80 亿元，则贡献租金体量约在 2.4 亿元级别。日月广场未来租金与免税销售规模正向挂钩，受益于离岛免税规模扩张。海南自贸港东风助力海南机场多角度长期扩张：免税商业方面，随着海南赴岛游景气度的恢复，离岛免税规模稳步提升，海南机场“三个码头”将持续享受离岛免税政策红利。机场方面，三亚凤凰机场航站楼及免税面积扩容给予业绩增长确定性支撑，政策红利有望在全岛封关后持续兑现。盈利预测与投资评级：维持海南机场 2022-2024 年盈利预测为 15.6/11.1/15.1 亿元，对应 PE 为 30/42/31 倍。日月广场免税店提成租金框架落地，未来租金增长可期。海南机场深度参与海南自贸港建设，有望持续享受海南赴岛游的复苏及未来自贸港政策红利。维持“增持”评级。风险提示：国内及国际疫情反复影响居民出行意愿的风险、宏观经济风险、海南自贸港建设进度不及预期的风险

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：石旻瑄）

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 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5% 以下。

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>