

## 东吴证券晨会纪要

## 东吴证券晨会纪要 2023-03-24

## 宏观策略

2023年03月24日

## 宏观点评 20230322: 美联储: “躺” 还是 “卷” ?

硅谷银行事件爆发以来, 市场不断交易 3 月停止加息的逻辑, “倒逼” 联储在 3 月 “暂停行动”。本次会议联储政策预测将是 “控风险与抗通胀” 的平衡。而市场解读此次会议是 “鹰” 还是 “鸽” 则取决于会上更侧重于金融风险 and 价格稳定的哪一方。我们认为当下流动性危机蔓延有限, 但通胀风险仍旧维持高位。风险提示: 新冠病毒变异导致疫苗失效, 确诊病例大爆发导致美国经济重回封锁; 俄乌局势失控造成大宗商品价格剧烈波动。

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 20230323: 天阳转债: 领先的金融 IT 解决方案服务商

事件: 天阳转债 (123184.SZ) 于 2023 年 3 月 23 日开始网上申购: 总发行规模为 9.75 亿元。预测: 我们预计天阳转债上市首日价格在 119.85~133.52 元之间, 我们预计中签率为 0.0031%。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 20230323: 海顺转债: 国内优秀的医药包装生产企业

事件: 海顺转债 (123183.SZ) 于 2023 年 3 月 23 日开始网上申购: 总发行规模为 6.33 亿元。预测: 我们预计海顺转债上市首日价格在 115.41~128.58 元之间, 我们预计中签率为 0.0020%。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

## 银行业点评报告: 瑞信危机事件影响浅析

3 月 15 日, 瑞信披露年报称其过去两年的财报存在 “重大缺陷”, 审计机构普华永道也对瑞信内控的有效性给出了 “否定意见”, 公司 22 年全年净亏损约 73 亿瑞士法郎, 3 月 20 日, 瑞银接管瑞信。投资建议: 近期海外大中型银行业危机体现了美联储持续加息的蝴蝶效应, 是否会造成系统性金融风险仍有待观察, 由于海内外加息节奏进程差异, 对国内金融影响极为有限。① 银行板块关注两条主线, 一是区域发展强劲、信贷资源充足、资产质量优异的银行, 关注成都银行、苏州银行, 二是受益于房地产修复, 迎来困境反转的优质银行, 例如平安银行和招商银行。② 证券板块推荐个股组合: 推荐【东方财富】、【广发证券】, 建议关注【东方证券】; ② 保险板块推荐个股组合: 推荐【中国太保】、【中国平安】、【中国人寿】。风险提示: 美联储持续加息超预期, 人民币对美元持续贬值

## 环保行业月报: 2023M1-2 环卫新能源渗透率提升至 7.88%, 多地新能源环卫车放量

环卫新能源销量同增 22%, 渗透率同比提升 2.42pct 至 7.88%。2023M1-2, 环卫车销量 9946 辆, 同比变动-16%。新能源环卫车销售 784 辆, 同比变

动 22%，新能源渗透率 7.88%，同比变动+2.42pct。公共领域车辆全面电动化试点启动，新增渗透率目标 80%，时间明确&全国覆盖。风险提示：新能源渗透率不及预期，环服市场化率不及预期，竞争加剧。

**保险 II 行业点评报告：引导降本提质，影响短空长多——监管组织协会以及人身险公司召开座谈会点评**

不事件：为引导人身险业降低负债成本，加强行业负债质量管理，银保监会人身保险监管部近日将组织保险行业协会以及 23 家人身险公司召开座谈会。投资建议：监管核心思路在于规范人身保险市场秩序，通过引导人身险公司降低负债成本、提高负债质量推动人身险行业高质量发展。引导降本提质，影响短空长多。个股推荐顺序：中国太保、中国平安、中国人寿和中国财险。风险提示：产品吸引力下降，疫情散发拖累资产负债两端。

**建筑央企：新一轮国企改革有望推动基本面持续优化，看好估值持续修复机会**

宏观稳增长持续，行业景气度维持高位。近五年来央企基本面已有明显优化，国企改革深化提升行动有望进一步改善建筑央企经营质量。海外经营有望改善，“一带一路高质量发展”打开沿线市场空间。建筑央企估值整体处于中枢下方，迎来多重催化。投资建议：建筑行业基本面共振向上，估值有多重催化因素，我们建议关注两条主线：（1）建筑央企估值重估机会值得重视：我们继续看好估值仍处历史低位、业绩稳健的基建龙头企业估值持续修复机会，建议关注中国交建、中国中铁、中国铁建、中国建筑、中国电建等。（2）“一带一路”方向：建议关注国际工程板块，个股建议关注中工国际、北方国际、中材国际、中钢国际等。风险提示：宏观政策变化的风险、在手订单落地不及预期的风险、新业务开拓不及预期的风险。

**推荐个股及其他点评**

**科锐国际（300662）：人力资源服务行业龙头，灵活用工市场前景广阔**

事件：深耕行业 27 年，人力资源服务行业龙头：科锐国际是我国人力资源服务行业的龙头公司，核心创始团队以猎头业务起家，后逐步拓展到招聘流程外包（RPO）和灵活用工业务，在整个人服行业有丰富的资源和经验积累，目前主要以灵活用工业务为主，自上市以来，营收利润保持高速增长态势，2022 年公司实现营业收入 91 亿元，同比+30%，实现归母净利润 2.9 亿元，同比+15%。盈利预测与投资评级：科锐国际是我国人力资源服务企业的龙头公司，在灵活用工领域有深厚的行业经验和丰富的行业资源，在疫后经济回暖企业重回扩张周期的大背景下，我们预计公司业绩将保持高速增长，我们预计 2022-2024 年公司将实现归母净利润 2.9/3.8/5.0 亿元，同比增速分别为 15%/31%/31%，对应 2023-24 年 PE 分别为 22/17 倍，作为 A 股上市公司人力资源服务行业的优质民企，本身有一定标的稀缺性，首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：宏观经济波动，经济景气度下降，人服行业竞争加剧等。

**中炬高新（600872）：2022 年年报点评：业绩符合预期，静待 23 年改善**

事件：公司发布 2022 年年报，业绩符合预告：2022 年公司营收 53.41 亿元，yoy+4.41%；归母净利润-5.92 亿元，yoy-180%；扣非归母净利润 5.56 亿元，yoy-22.5%；2022 年公司因与工业联合的三宗诉讼计提预计负债合计 11.8 亿元，计入当期营业外支出，扣除诉讼影响，2022 年归母净利润

5.86 亿元, yoy-21%。盈利预测与投资评级: 考虑到渠道恢复需要时间, 我们下调公司 23-25 年收入预期为 57/63/70 亿元 (此前 23-24 年预期为 60/67 亿元), 同比+6%/10%/12%, 下调 23-25 年归母净利润预期至 6.01/7.51/9.03 亿元 (此前 23-24 年预期为 8.03/9.7 亿元), 同比+201%/+25%/+20%, 对应 23-25 年 PE 分别为 49/39/33x, 维持“增持”评级。风险提示: 原材料价格大幅上涨; 行业竞争格局恶化超预期; 食品安全问题; 经济恢复情况不及预期。

**晶澳科技 (002459): 2022 年年报点评: 盈利能力持续超预期, 2023 年迎量利双升!**

事件: 公司 2022 年年报显示 2022 年公司实现营收 729.89 亿元, 同比+77%; 归母净利润 55.33 亿元, 同比+171%; 扣非归母净利润 55.57 亿元, 同比+201%, 其中 2022Q4 营收 237 亿元, 同比+56%, 环比+13%; 归母净利润 22.43 亿元, 同比+209%, 环比+41%; 扣非归母净利润 23.16 亿元, 同比+201%, 环比+44%, 业绩接近预告上限、且 2022Q4 计提资产减值 7.7 亿元, 整体业绩大超市场预期。盈利预测与投资评级: 基于公司 N 型产能落地及一体化率提升, 推动降本盈利超市场预期, 我们维持公司 2023-2024 年归母净利润为 92.3/124.8 亿元, 预计 2025 年归母净利润 156.2 亿元, 同比增长 67%/35%/25%, 给予公司 23 年 22 倍 PE, 对应目标价 86 元, 维持“买入”评级。风险提示: 政策不及预期, 竞争加剧。

**拼多多 (PDD): 2022Q4 业绩点评: 营收略低于市场预期, 成本费用投入加大**

事件: 营收增长略不及市场预期, 利润高于预期: 2022Q4 拼多多实现营收 398.20 亿元 (+46%yoy), 低于彭博一致预期 419.48 亿元。Non-GAAP 归母净利润为人民币 121.06 亿元 (+43%), 高于彭博一致预期为 111.69 亿元。在整体消费复苏的大背景下, 公司加大了资源投入, 广告和佣金收入的增速放缓使得公司收入低于市场预期。盈利预测与投资评级: 由于拼多多利润释放持续超预期, 我们将 2022-2024 年的 EPS 从 8.9 /10.9 元调高至 9.1/11.4 元, 我们预测 2025 年的 EPS 为 12.8。2022-2025 年对应 PE 分别为 15.0/11.9/10.6 倍 (美元/人民币=6.8851, 2023/3/22 当日汇率, 每 ADR=4 股股票)。我们维持公司“买入”评级。风险提示: 补贴滑坡后 GMV 增长乏力, 品类拓展低于预期, 用户年均消费遇到瓶颈

**中国巨石 (600176): 2022 年年报点评: 景气筑底, 蓄势向上**

事件: 公司披露 2022 年年报, 全年实现营业总收入 201.92 亿元、归母净利润 66.10 亿元、扣非后归母净利润 43.77 亿元, 分别同比+2.5%、+9.6%、-15.0%, 基本符合我们的预期。盈利预测与投资评级: 公司成本领先构筑先发优势, 产品升级持续深化护城河, 2023 年扣非后利润有望筑底回升, 推动估值修复。我们调整公司 2023-2025 年归母净利润至 54.3(-4%) /68.1(-8%)、85.0 (新增) 亿元, 3 月 22 日收盘价对应市盈率 10.6、8.4、6.8 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 内需回升幅度不及预期的风险, 海外经济进一步衰退的风险, 原燃料价格上升超预期的风险。

**赛恩斯 (688480): 股权激励目标彰显公司信心, 2022-2025 年收入复增 40%**

事件: 2023 年 3 月 21 日, 公司发布 2023 年限制性股票激励计划(草案)。本激励计划向不超过 122 人 (包括公司董事、高级管理人员、核心技术人员以及其他核心员工) 授予限制性股票合计 185.35 万股, 占本激励计划公告时公司股本总额的 1.95%, 来源为公司向激励对象定向增发的公



司 A 股普通股，授予价格为 13.93 元/股。 盈利预测与投资评级：股权激励目标彰显公司信心，市场拓展加速。我们维持 2022 年归母净利润 0.68 亿元，考 2023/2024 年股权激励费用分别为 0.15/0.12 亿元，我们调低 2023-2024 年归母净利润至 0.95/1.48 亿元（前值 1.01/1.51 亿元），对应 2022-2024 年 EPS 分别为 0.72/1.00（前值 1.07）/1.56（前值 1.59）元，2022~2024 年 PE48/34/22 倍（估值日 2023/3/22），维持“买入”评级。 风险提示：行业政策变化，下游行业扩产进度不及预期

**BOSS 直聘 (BZ): 2022Q4 业绩点评: 逐渐开启回暖篇章**

事件: 2022Q4 公司收入 10.82 亿元, YoY-1%, 符合市场预期及此前指引; Non-GAAP 净利润 5.45 亿元, 大幅超过市场预期, 主要来自于投资收益和财务收益。盈利预测与投资评级: 我们看好中国经济和消费的逐渐复苏, 以及公司在在线招聘行业的竞争优势。我们将公司 2023-2024 年收入由 59/84 亿元上调至 61/87 亿元, 引入 2025 年收入预测 113 亿元; 将 2023-2024 年 Non-GAAP 净利润由 13/20 亿元上调至 14/23 亿元, 引入 2025 年 Non-GAAP 净利润预测 35 亿元; 对应 2023-2025 年 Non-GAAP PE 为 41/25/16x, 维持“买入”评级。 风险提示: 经济恢复不及预期风险, 企业数增长不及预期风险。

**北新建材 (000786): 2022 年年报点评: 石膏板主业经营韧性凸显, 防水业务短期承压**

事件: 公司发布 2022 年年报。2022 年公司实现营业总收入 199.34 亿元, 同比-5.49%; 实现归母净利润 31.36 亿元, 同比-10.71%; 实现扣非归母净利润 26.15 亿元, 同比-23.39%。 盈利预测与投资评级: 随着国企改革的进一步深入, 在公司“一体两翼、全球布局”的战略引领之下, 石膏板主业在全球的市占率将继续提升, 龙骨配套、防水和涂料业务也将贡献持续的快速增量。我们预计公司 2023-2025 年的归母净利润分别为 37.39/42.56/48.32 亿元 (2023-2024 年预测前值为 37.44/43.05 亿元), 对应 PE 分别为 13X/11X/10X, 考虑到公司业绩稳健可持续, 维持“买入”评级。 风险提示: 房地产行业波动风险、宏观经济波动风险、原材料及能源价格上涨风险、新业务开拓不及预期的风险

**爱柯迪 (600933): 2022 年报点评: 订单结构持续优化, 业绩同比实现高增长!**

事件: 公司公布 2022 年年报, 业绩符合我们预期。2022 年实现营收 42.65 亿元, 同比+33.05%; 实现归母净利润 6.49 亿元, 同比+109.29%; 实现扣非归母净利润 6.03 亿元, 同比+157.09%。 盈利预测与投资评级: 我们维持公司 2023/2024 年营收预测 57.50/77.20 亿元, 2025 年营收预测为 96.04 亿元, 同比分别+35%/+34%/+24%; 维持 2023/2024 年归母净利润预测 8.47/11.37 亿元, 2025 年归母净利润预测为 15.03 亿元, 同比分别+31%/+34%/+32%, 对应 PE 分别为 24/18/13 倍。维持“买入”评级。 风险提示: 下游乘用车需求不及预期; 格局竞争加剧超出预期。

**仕净科技 (301030): 定增落地发展加速, 联合体中标 12.3 亿元综合配套项目**

事件: 公司公告, 1) 2022 年度向特定对象发行股票发行情况报告书; 2) 联合体中标 12.3 亿元阜阳经开区产业发展综合配套服务中心二期设计施工总承包项目。 盈利预测与投资评级: 光伏景气度上行, 水泥固碳进展顺利, 考虑电池片业务贡献, 我们维持公司 2022-2024 年归母净利润预测 0.90/2.40/13.01 亿元, 同增 55%/167%/441%, 对应 64、24、4 倍 PE,

光伏电池片+水泥固碳业务衍生空间大，维持“买入”评级。 风险提示：  
电池片扩产不及预期，订单不及预期，现金流风险。

## 宏观策略

### 宏观点评 20230322: 美联储: “躺” 还是 “卷” ?

硅谷银行事件爆发以来, 市场不断交易 3 月停止加息的逻辑, “倒逼” 联储在 3 月 “暂停行动” (图 1)。本次会议联储政策预测将是 “控风险与抗通胀” 的平衡。而市场解读此次会议是 “鹰” 还是 “鸽” 则取决于会上更侧重于金融风险 and 价格稳定的哪一方。我们认为当下流动性危机蔓延有限, 但通胀风险仍旧维持高位。本次会议的核心关注点将有以下三个: 一、美联储是淡化还是担心流动性风险。既有的流动性工具虽缓解了美国银行业危机, 但风险的蔓延是否会二次传导? 会议将承认风险有限蔓延, 但强调联储愿意使用所有可用的工具来确保银行系统的稳健性。二、2 月以来经济数据超预期是否意味着抗通胀的斗争远未结束。经济数据强于市场预期暗示通胀再次提速的风险, 在出现流动性危机之前, 市场已经开始定价加息 50bp (图 2、3)。会议或将替代此前 “通胀有所放缓但仍处于高位” 的评论, 转为 “通胀依然高企”, 显示通胀的顽固。三、让步加息 25bp 是 “一次性” 的, 年内利率峰值不会低于 5.5%, 2024 年首次降息时间推后。由于通胀加剧的上行风险, 我们预计 3 月点阵图相较于去年 12 月会继续上修。且通胀粘性将推迟 2024 年首次降息的时间 (图 4、5)。不一样的 “卷”, 美联储的 “YCC” 政策。尽管我们认为 3 月美联储心中的天平会更偏向于抗通胀, 但是随着加息进入 “深水区”, 金融稳定也会成为重要的制约因素, 既要又要可能使得美联储更加重视长端利率的变化, 进入类似日本央行收益率控制的状态: 抗通胀设置了美债收益率的下限。面对粘性十足的高通胀, 美联储不希望长端美债收益率在转向预期下跌幅过大, 导致金融条件转向宽松: 一方面这往往会导致美元走弱, 另一方面由于美股受分母端 (PE) 的影响更大, 美债收益率的下跌会带来美股反弹。参考过去半年的经验, 往往在 10 年期美债跌至 3.3%—3.4% 之间时, 就业、通胀数据以及美联储官员的 “嘴炮” 就会纷至沓来, 进行 “托底式” 预期矫正 (图 6)。防风险让 4% 成为美债收益率的警戒线。同时不得不承认的是美国金融体系的脆弱性在高利率下不断暴露, 从去年第四季度开始, 每当 10 年美债收益率站上 4%, 美国金融体系总会 “暴雷”: 从 2022 年 10 月至 11 月的数字货币交易平台 FTX, 到 2023 年 3 月的硅谷银行事件。除此之外, 防止长端利率大幅上涨也是稳定市场信心的重要举措。根据美国存款保险公司的数据, 截至 2022 年第四季度美国银行业账面未兑现损失超过 6200 亿美元, 尽管这并不代表实际损失, 但利率大幅上涨导致账面损失扩大依旧会成为市场恐慌的重要 “源泉” (图 7)。风险提示: 新冠病毒变异导致疫苗失效, 确诊病例大爆发导致美国经济重回封锁; 俄乌局势失控造成大宗商品价格剧烈波动。

(证券分析师: 陶川 证券分析师: 邵翔)

## 固收金工

### 固收点评 20230323: 天阳转债: 领先的金融 IT 解决方案服务商

事件 天阳转债 (123184.SZ) 于 2023 年 3 月 23 日开始网上申购: 总发行规模为 9.75 亿元, 扣除发行费用后的募集资金净额用于金融业云服务解决方案升级项目、数字金融应用研发项目及补充流动资金。当前债底估值为 82.64 元, YTM 为 3.18%。天阳转债存续期为 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%、0.40%、0.80%、1.50%、2.30%、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6.57%(2023-03-22)计算,纯债价值为82.64元,纯债对应的YTM为3.18%,债底保护一般。当前转换平价为101.2元,平价溢价率为-1.26%。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10月09日至2029年03月22日。初始转股价14.92元/股,正股天阳科技3月22日的收盘价为15.11元,对应的转换平价为101.27元,平价溢价率为-1.26%。转债条款中规中矩,总股本稀释率为13.91%。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14.92元计算,转债发行9.75亿元对总股本稀释率为13.91%,对流通盘的稀释率为20.32%,对股本有一定的摊薄压力。我们预计天阳转债上市首日价格在119.85~133.52元之间,我们预计中签率为0.0031%。综合可比标的以及实证结果,考虑到天阳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119.85~133.52元之间。我们预计网上中签率为0.0031%,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30.84%。自2017年以来,公司营业收入总体呈现稳步增长态势,同比增长率波动较大,2017-2021年复合增速为30.84%。2021年,公司实现营业收入17.76亿元,同比增加35.03%。与此同时,归母净利润有所浮动,2017-2021年复合增速为15.75%。2021年实现归母净利润0.99亿元,同比减少26.01%。公司主要营收构成稳定,技术开发贡献主要营收。公司营业收入包括技术开发收入、技术服务收入、咨询服务收入、系统集成收入和其他业务收入。2019-2021年公司技术开发收入分别为69,626.65万元、88,238.47万元、114,628.06万元,占营业收入的比例分别为65.55%、67.08%、64.54%。公司技术开发业务是公司主营业务收入的主要组成部分,2019-2021年技术开发收入保持持续稳定增长,未来随着公司核心竞争力的逐步增强,以银行为主的金融机构对相关软件产品的个性化需求等将有力地保证公司技术开发收入持续增长。公司销售净利率和毛利率有所波动,销售费用率呈下降趋势。2017-2021年,公司销售净利率分别为9.29%、11.76%、10.37%、10.11%和5.73%,销售毛利率分别为38.71%、39.43%、36.06%、35.78%和31.62%。近三年公司综合毛利率呈下降趋势,主要由于员工薪酬水平尤其是软件技术人才薪酬水平不断提高,人工成本上升。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)

#### 固收点评 20230323:海顺转债:国内优秀的医药包装生产企业

事件 海顺转债(123183.SZ)于2023年3月23日开始网上申购:总发行规模为6.33亿元,扣除发行费用后的募集资金净额用于铝塑膜项目、功能性聚烯烃膜材料项目及补充流动资金。当前债底估值为82.67元,YTM为3.18%。海顺转债存续期为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:0.3%、0.5%、1.0%、1.5%、2.0%、3.0%,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6.57%(2023-03-22)计算,纯债价值为82.67元,纯债对应的YTM为3.18%,债底保护一般。当前转换平价为97.53元,平价溢价率为2.54%。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 10 月 09 日至 2029 年 03 月 22 日。初始转股价 18.2 元/股，正股海顺新材 3 月 22 日的收盘价为 17.75 元，对应的转换平价为 97.53 元，平价溢价率为 2.54%。转债条款中规中矩，总股本稀释率为 15.23%。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 18.2 元计算，转债发行 6.33 亿元对总股本稀释率为 15.23%，对流通盘的稀释率为 21.77%，对股本有一定的摊薄压力。

**观点** 我们预计海顺转债上市首日价格在 115.41~128.58 元之间，我们预计中签率为 0.0020%。综合可比标的以及实证结果，考虑到海顺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 115.41~128.58 元之间。我们预计网上中签率为 0.0020%，建议积极申购。

公司为医药包装生产企业，在冷冲压成型铝新型材料细分市场中领先。上海海顺新型药用包装材料股份有限公司是国内优秀的医药包装生产企业，主要从事以冷冲压成型复合硬片产品为核心的中高端医药包装产品的研发、设计与生产。公司立足于药用高阻隔、低吸附、低迁移、自吸湿、抗腐蚀、易剥离包装材料的研发、应用及市场开发，并不断拓展在新消费、新能源等新兴领域的应用场景。2017 年以来公司营收稳步增长，2017-2021 年复合增速为 22.90%。公司 2021 年实现营业收入 8.57 亿元，同比增加 20.04%，实现归母净利润 1.05 亿元，同比增加 1.69%。自 2017 年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率呈“V 型”波动，2017-2021 年复合增速为 22.90%。与此同时，归母净利润也不断浮动，2017-2021 年复合增速为 12.29%。公司的主要营收构成稳定，软包装材料及硬包装材料贡献主要营收。2019-2021 年公司软包装材料占营业收入的比例分别为 71.74%、73.71% 和 71.93%，公司硬包装材料占营业收入的比例分别为 27.51%、25.37% 和 27.28%。公司主要营收构成十分稳定，两类产品占收入比重保持在 99% 左右。公司销售净利率维稳，销售费用率和管理费用率下降明显。2017-2021 年，公司销售净利率分别为 17.49%、12.69%、10.58%、14.77% 和 12.72%，销售毛利率分别为 37.40%、32.67%、31.16%、34.16% 和 28.83%。

**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

### 银行业点评报告：瑞信危机事件影响浅析

**投资要点** 瑞信危机脉络梳理。3 月 15 日，瑞信披露年报称其过去两年的财报存在“重大缺陷”，审计机构普华永道也对瑞信内控的有效性给出了“否定意见”，公司 22 年全年净亏损约 73 亿瑞士法郎，3 月 20 日，瑞银接管瑞信。危机原因复盘：1) 21 年瑞信合作的供应链公司 Greensill 破产与 22 年 Archegos 对冲基金爆仓，致瑞信承担巨额亏损；2) 俄乌战争冻结俄国资产，引发客户对独立资产安全的担忧；3) 22 年末沙特国家银行投入资本大规模减值，23 年 3 月不再为瑞士信贷提供资金；4) 美联储持续加息，借债成本升高，无法弥补巨额亏损。瑞银将接管瑞信，合并是喜还是忧？1) 瑞士政府表示将为瑞银在交易中可能承受的损失提供 90 亿瑞郎的担保。2) 瑞银在接管瑞士信贷后将可获得 1000 亿瑞郎的流动性援助贷款。3) 价值约为 160 亿瑞郎的瑞信额外以及资本 (AT1) 债券将完全减记注销。4) 瑞银将



以 30 亿瑞郎（约瑞信 3 月 17 日市值的 40%）的价格收购瑞信，瑞银同意承担 54 亿美元的损失。我们预计瑞银本次收购自己可能不会承受损失。1) 瑞银以 30 亿瑞郎的对价拿到大幅折价的瑞信，并获得瑞士政府、瑞士央行等政府的支持，本次交易整体是划算的。不过，合并后需要关注：在全球系统重要性银行排名提升后是否会增加资本成本，合并后是否会导致存款迁移，对每股收益和 ROE 等盈利指标的稀释。2) 从业务结构来看，瑞信聚焦投行业务，瑞银更加聚焦于财富管理与投行业务，截至 2022 年底，瑞银管理的可投资资产体量达到 3.957 万亿美元，合并瑞信后预计将达到 5 万亿美元。事件的国际影响。SVB 危机相对来说本质上是期限错配带来的流动性危机，瑞信的危机可能是资产端存在比较大的有毒资产，瑞信也是全球系统重要性银行，因此瑞信的危机大于 SVB 危机的影响。此次 UBS 的并购能否彻底解决此次危机仍有待观察。此外，美国和欧洲银行业危机不会带来全球紧缩政策的缓和甚至调头，也值得后续观察。对中国金融业的影响和启示。1) 央行此前对包商银行、恒丰银行和锦州银行三家中小银行风险处置经验表明经营理念激进、风险偏好过高、公司治理薄弱的中小银行，在经济下行压力加大、监管逐步趋严的背景下，风险相对突出。2) 当前国内期限利差和信用利差处于健康水平，商业银行外部经营环境良好，疫后复苏持续推进，因此整体面临的风险要远小于欧洲和美国；3) 作为负债压舱石的存款稳定性处于历史较好水平，居民防御性存款意愿仍相对较强，因此较难出现普遍的挤兑和流动性的问题。4) 类似瑞信，中国银行业地产与平台相关资产是否存在系统性风险，值得持续观察。投资建议：近期海外大中型银行业危机体现了美联储持续加息的蝴蝶效应，是否会造成系统性金融风险仍有待观察，由于海内外加息节奏进程差异，对国内金融影响极为有限。①银行板块关注两条主线，一是区域发展强劲、信贷资源充足、资产质量优异的银行，关注成都银行、苏州银行，二是受益于房地产修复，迎来困境反转的优质银行，例如平安银行和招商银行。②证券板块推荐个股组合：推荐【东方财富】、【广发证券】，建议关注【东方证券】；③保险板块推荐个股组合：推荐【中国太保】、【中国平安】、【中国人寿】。风险提示：美联储持续加息超预期，人民币对美元持续贬值

（证券分析师：胡翔 证券分析师：葛玉翔 证券分析师：朱洁羽）

### 环保行业月报：2023M1-2 环卫新能源渗透率提升至 7.88%，多地新能源环卫车放量

投资要点 环卫新能源销量同增 22%，渗透率同比提升 2.42pct 至 7.88%。2023M1-2，环卫车销量 9946 辆，同比变动-16%。新能源环卫车销售 784 辆，同比变动 22%，新能源渗透率 7.88%，同比变动 +2.42pct。公共领域车辆全面电动化试点启动，新增渗透率目标 80%，时间明确&全国覆盖。《通知》表示在全国范围内启动公共领域车辆全面电动化先行区试点工作，试点期为 2023-2025 年，政策提出试点城市公交、出租、环卫、邮政快递、城市物流配送领域力争达到 80%。新能源集中度同比有降，盈峰、宇通市占率维持前列。2023M1-2，环卫车 CR3/CR6 分别为 37.36%/47.51%，同比变动-3.21pct/-3.00pct。新能源 CR3/CR6 分别为 61.48%/70.92%，同比变动-8.66pct/-6.06pct。环卫新能源集中度持续提升强者恒强，其中：盈峰环境：新能源销量同增 94%，市占率第一。2023M1-2，环卫车销售 1622 辆，同比变动 -26.17%。其中，新能源环卫车销售 332 辆，同比变动+94.15%。新能源市占率 42.35%，较 2022 年+13.07pct，行业第一。宇通重工：环

卫总市占率第四，新能源市占率第二。2023M1-2，环卫车销售 406 辆，同比变动-39.76%；新能源环卫车销售 112 辆，同比变动-54.47%。新能源市占率 14.29%，较 2022 年-14.48pct，行业第二。福龙马：新能源环卫车销量同增 11.76%，市占率进前三。2023 M1-2，环卫车销售 425 辆，同比变动-27.23%；新能源环卫车销售 38 辆，同比变动+11.76%。新能源市占率 4.85%，较 2022 年-2.32pct，行业第三。环卫新能源成长与竞争力分析：2023M1-2，盈峰环境：上海地区贡献新能源最大增量，湖南、陕西市占率 100%。2023M1-2，公司新能源环卫车销量同比增量前五的省份为上海（+36 辆，去年同期无销量）、湖南（+35 辆，+69%）、河北（+25 辆，+125%）、四川（+25 辆，+71%）、福建（+14 辆，+700%）。新能源清洗车增量最大，成功开拓吸尘车市场。宇通重工：江苏地区贡献新能源最大增量，成功开拓上海区域市场。2023M1-2，公司新能源环卫车销量同比增量前三的省份为江苏（+25 辆，+313%）、上海（+21 辆，去年同期无销量）、浙江（+2 辆，+33%）。福龙马：广东、陕西区域销量增量最大，成功突破陕西市场。2023M1-2，新能源环卫车销量同比增量前四的省份为广东（+8 辆，+800%）、陕西（+5 辆，去年同期无销量）、浙江（+4 辆，+400%）、江苏（+4 辆，去年同期无销量）。公司新能源装备在陕西区域市占率达到 63%。江苏新能源销量大增，上海新能源渗透率高达 68%。2023M1-2，新能源环卫车，1）销量前五的省份分别为四川（148 辆，占 19%）、江苏（97 辆，占 10.5%）、湖南（86 辆，占 11%）、上海（85 辆，占 11.7%）、广东（80 辆，占 10%）；2）销量增量前五的省份分别为江苏（+86 辆，+782%）、上海（+83 辆，+4150%）、河南（+40 辆，+108%）、湖南（+35 辆，+69%）、浙江（+30 辆，+69%）；3）新能源渗透率前五的省份分别为上海（68.0%）、河南（24.8%）、四川（21.5%）、湖南（19.0%）、江苏（16.8%）。风险提示：新能源渗透率不及预期，环服市场化率不及预期，竞争加剧

（证券分析师：袁理 证券分析师：赵梦妮 研究助理：陈孜文）

### 保险 II 行业点评报告：引导降本提质，影响短空长多——监管组织协会以及人身险公司召开座谈会点评

投资要点 事件：为引导人身险业降低负债成本，加强行业负债质量管理，银保监会人身保险监管部近日将组织保险行业协会以及 23 家人身险公司召开座谈会。调研重点内容和背景，监管引导降本提质信号跃然纸上。本次公司调研重点内容包括：负债成本情况、负债与资产匹配情况、对公司负债成本合理性的判断、降低责任准备金评估利率对公司和行业的影响以及对降低负债成本、提高负债质量的意见和建议。相关调研内容体现了监管对股债成本合理性的关注，鼓励各类机构（大中小型、银邮系、外资公司以及相互制机构）主动降成提质。此前监管层定期召开相关座谈会，本次三地临时召开座谈会预计是积极响应新一届高层对“大兴调查研究之风”的导向。不影响偿二代下财务会计和内含价值，对存量业务利润释放不产生影响，但引导降低负债成本的长期信号值得关注。责任准备金评估利率为偿一代下表述，偿二代下寿险合同负债由未到期责任准备金和未决赔款准备金组成。评估利率是否调整不影响偿二代下的会计准备金和偿付能力，只影响法定责任准备金的评估，目前执行的标准为年复利 3.5%和预定利率的小者。但是，长期信号意义不可忽略，近年来受市场利率趋势性下行和权益市场大幅波动冲击，保险资金运用收益率持续低迷（2Q22 至 4Q22 人身险公司逐季年化财务投资收益率分别为 3.68%、3.48%、3.85%；年化综合投资收益率分别为 2.84%、1.51%、1.83%）。

同时，资管新规下银行理财净值化转型和公募基金牛熊震荡已对投资者进行了较为充分的教育，距离上轮费改（2013年）和人身保险业责任准备金评估利率形成机制制定（2019年），竞品收益率中枢逐步下行，未来预定利率跟随评估利率下行。对行业影响“短空长多”，我们从短期、中期和长期三个维度分析。从短期来看，引导降低负债成本将大幅刺激产品销售，尤其是普通型养老年金或10年以上的普通型长期年金，老产品停售炒作难以避免。中期来看，预定利率跟随评估利率下行，保险公司分红险占比提升，传统险业务占比下降，虽然储蓄型业务吸引力略有下降，但分红险占比提升有望缓解人身险公司刚性负债成本压力，值得注意的是，寿险产品本身保本属性有望进一步强化。长期来看，有望引导人身险公司降低负债成本。座谈会召开体现监管防范利差损风险信号，叠加此前监管规范增额终身寿险竞争乱象、财政部发行230亿元50年期国债等措施，未来行业淡化开门红，聚焦长期储蓄和保障型产品将逐步成为共识。客观来看，当前准备金评估利率具备下降外部条件。2019年银保监会发布的《关于完善人身保险业责任准备金评估利率形成机制及调整责任准备金评估利率有关事项的通知》明确基于对市场利率未来走势、行业投资收益率等因素的判断确定评估利率参考值，并结合人身保险业责任准备金评估利率专家咨询委员会的意见，适时调整评估利率水平，我们预计新的评估利率范围为2.71%至2.91%的范围内，经调整后的平均财务投资收益率为3.79%。投资建议：监管核心思路在于规范人身保险市场秩序，通过引导人身险公司降低负债成本、提高负债质量推动人身险行业高质量发展。引导降本提质，影响短空长多。个股推荐顺序：中国太保、中国平安、中国人寿和中国财险。风险提示：产品吸引力下降，疫情散发拖累资产负债两端

（证券分析师：胡翔 证券分析师：葛玉翔 证券分析师：朱洁羽）

### 建筑央企：新一轮国企改革有望推动基本面持续优化，看好估值持续修复机会

宏观稳增长持续，行业景气度维持高位。（1）中央经济工作会议定调“稳”字当头，有望支撑基建投资维持5-10%的同比增长。2022年四季度以来建筑业PMI和央企订单增速高于近年来中枢，反映行业景气度维持高位。23年2月建筑业景气水平升至高位景气区间，业务活动预期指数为65.8%，连续三个月位于高位景气区间。（2）八大建筑央企2022Q4订单增速整体位居近年来中枢之上，2023年1-2月中国建筑、中国电建订单取得开门红。近五年来央企基本面已有明显优化，国企改革深化提升行动有望进一步改善建筑央企经营质量。（1）建筑业份额近年来持续向央国企集中，在行业增速回落的背景下，建筑央企毛利率稳定反映竞争格局优化，新基建领域享受更高的毛利率。降杠杆成效显著，负债率和财务费用率明显下降。（2）新一轮国有企业改革正在谋划实施，2023年国务院国资委开始试行“一利五率”指标体系，提升净资产收益率和现金流考核权重，将指引建筑央企继续提升经营效率。（3）我们认为建筑央企净资产收益率优化主要通过总资产周转率的提升和净利率的提升，营业现金比率提升在于改善经营活动现金流量净额。（4）建筑央企近年来不仅着手存量优化，加快调整优化投资业务规模和结构，提出“提高订单质量”、“加强项目管理”、“加强资金、现金流管理”等措施，实施基础设施公募REITs发行等工作，同时战略外延开拓，推进“数字化转型”，布局多元业务等，未来建筑央企相关战略有望发力增效，利好经营质量和效率加速提升。海外经营有望改善，“一带一路高质量发展”打开沿线市场空



间。(1) 2020年以来全球疫情等因素对建筑企业海外经营展业形成掣肘,推高成本费用,2023年有望改善。(2)二十大报告提出共建“一带一路”高质量发展,将进一步深化交通、能源和网络等基础设施的互联互通建设,开展更大范围、更高水平、更深层次的区域合作,也为建筑央企参与一带一路沿线市场打开更大空间。(3)国际工程企业基本面有望持续改善,建筑央企作为“走出去”的主力军之一,海外收入比例仍有提升空间。随着“一带一路”相关金融、贸易政策加快出台,有望加速海外市场订单落地。建筑央企估值整体处于中枢下方,迎来多重催化。与历史估值相比,当前多数建筑央企标的的市净率估值处于历史区间25%分位数左右。证监会提出探索建立具有中国特色的估值体系,上交所明确新一轮央企综合服务相关安排,有望推动央企估值回归合理水平。此外,2023年是“一带一路”倡议提出十周年,我国将举办首次“中国+中亚五国”元首峰会和第三届“一带一路”国际合作高峰论坛两大主场外交活动,相关政治、经济政策落地将提振建筑业务海外业务成长预期。投资建议:建筑行业基本面共振向上,估值有多重催化因素,我们建议关注两条主线:(1)建筑央企估值重估机会值得重视:我们继续看好估值仍处历史低位、业绩稳健的基建龙头企业估值持续修复机会,建议关注中国交建、中国中铁、中国铁建、中国建筑、中国电建等。(2)“一带一路”方向:建议关注国际工程板块,个股建议关注中工国际、北方国际、中材国际、中钢国际等。风险提示:宏观政策变化的风险、在手订单落地不及预期的风险、新业务开拓不及预期的风险。

(证券分析师:黄诗涛 证券分析师:房大磊 证券分析师:石峰源 研究助理:杨晓曦)

## 推荐个股及其他点评

### 科锐国际(300662):人力资源服务行业龙头,灵活用工市场前景广阔

**投资要点** 深耕行业27年,人力资源服务行业龙头:科锐国际是我国人力资源服务行业的龙头公司,核心创始团队以猎头业务起家,后逐步拓展到招聘流程外包(RPO)和灵活用工业务,在整个人服行业有丰富的资源和经验积累,目前主要以灵活用工业务为主,自上市以来,营收利润保持高速增长态势,2022年公司实现营业收入91亿元,同比+30%,实现归母净利润2.9亿元,同比+15%。截至2022年9月末,在册外包员工3.2万人,2022年1-9月累计派出外包员工27万人次。疫后复苏下企业重回扩张周期,灵活用工前景广阔:随着企业经营规模的增长,为了保持稳定的经营效率,降低企业人员管理难度和管理成本,大部分成熟企业会选择将部分非核心业务外包,灵活用工需求在不同发展阶段普遍存在,尤其是在IT研发类,工厂流水线,财务法务行政人事等偏白领岗位等。根据人社部数据,2021年我国人力资源服务行业规模达到2.5万亿元,同比+21%,根据艾瑞咨询统计,自2019年以来均保持在年增速30%以上,此外人力资源服务行业有明显顺周期的特性,对标欧美的情况,我们也可以看到在疫后恢复中,企业重新进入扩张期,人力资源服务的市场需求也会有明显反弹。公司先发优势明显,已经积累丰富的行业经验和资源,订单延续性较好:人力资源服务行业虽然进入壁垒不高,但要成长为头部企业的难度较大,现有头部企业先发优势明显,科锐国际在上个世纪90年代就进入了该行业,熟悉本土市场,与大客户之间配合默契,在灵活用工领域已经形成了一套科学稳定高效的从接单到交付的运转机制,



产品交付稳定，行业客户口碑较好，有稳定的大客户订单，2021年第一大客户销售占比达到24%，前五大客户销售额占比达到37%。盈利预测与投资评级：科锐国际是我国人力资源服务企业的龙头公司，在灵活用工领域有深厚的行业经验和丰富的行业资源，在疫后经济回暖企业重回扩张周期的大背景下，我们预计公司业绩将保持高速增长，我们预计2022-2024年公司将实现归母净利润2.9/3.8/5.0亿元，同比增速分别为15%/31%/31%，对应2023-24年PE分别为22/17倍，作为A股上市公司人力资源服务行业的优质民企，本身有一定标的稀缺性，首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：宏观经济波动，经济景气度下降，人服行业竞争加剧等

(证券分析师：吴劲草 证券分析师：谭志千)

**中炬高新(600872)：2022年年报点评：业绩符合预期，静待23年改善**

投资要点 公司发布2022年年报，业绩符合预告：2022年公司营收53.41亿元，yoy+4.41%；归母净利润-5.92亿元，yoy-180%；扣非归母净利润5.56亿元，yoy-22.5%；2022年公司因与工业联合的三宗诉讼计提预计负债合计11.8亿元，计入当期营业外支出，扣除诉讼影响，2022年归母净利润5.86亿元，yoy-21%。22Q4公司营收13.9亿元，yoy-18.7%，归母净利润-10.1亿元，yoy-369.4%，扣非归母净利润1.5亿元，yoy-57.9%。成本上涨叠加费用扩张，主业盈利能力承压。2022年美味鲜调味品毛利率30.7%，同比-2.7pcts，我们认为毛利率下降主因成本压力较大，2022年原材料大豆现货均价同比+9.3%。2022年美味鲜销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.8/+0.4/-0.1/-0.6pct，发放稳岗补贴、计提绩效奖金等因素导致费用率同比提升，最终美味鲜归母净利率11%，同比-2.1pct。酱油稳健增长，食用油增速较慢。2022年酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他调味品收入分别为30.3/6/5.0/7.7亿元，同比+7%/9.2%/1.9%/9.3%，酱油稳健增长，受涨价因素影响，食用油增速较慢，2022年酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他调味品吨价分别提升1.8%/3.6%/11%/4.9%。多措并举，深耕渠道开发。2022年公司主营业务的东部/南部/中西部/北部分别实现收入11.3/20.4/10.1/7.1亿元，同比+0.8%/7.0%/11.2%/12.6%，疫情冲击餐饮渠道，东部地区同比增速相对较慢。2022年公司遵循“稳定KA、发展BC、提振二批、攻坚餐饮、健康发展线上渠道”的指导思想，全年净增301名经销商，疫情承压下渠道稳步扩张，2022年末区县开发率达到68.12%，地级市开发率达到93.47%。23Q1有望稳健增长，23年渠道有望持续扩张。23年春节以来疫情控制较好，我们预计23Q1公司收入有望稳健增长，全年公司将继续加大渠道开发力度，我们预计公司23年经销商有望净增200个。盈利预测与投资评级：考虑到渠道恢复需要时间，我们下调公司23-25年收入预期为57/63/70亿元（此前23-24年预期为60/67亿元），同比+6%/10%/12%，下调23-25年归母净利润预期至6.01/7.51/9.03亿元（此前23-24年预期为8.03/9.7亿元），同比+201%/+25%/+20%，对应23-25年PE分别为49/39/33x，维持“增持”评级。风险提示：原材料价格大幅上涨；行业竞争格局恶化超预期；食品安全问题；经济恢复情况不及预期

(证券分析师：汤军 证券分析师：王颖洁 证券分析师：李昱哲)

**晶澳科技(002459)：2022年年报点评：盈利能力持续超预期，2023年迎量利双升！**

投资要点 事件：公司2022年年报显示2022年公司实现营收729.89亿元，同比+77%；归母净利润55.33亿元，同比+171%；扣非归母净

利润 55.57 亿元, 同比+201%, 其中 2022Q4 营收 237 亿元, 同比+56%, 环比+13%; 归母净利润 22.43 亿元, 同比+209%, 环比+41%; 扣非归母净利润 23.16 亿元, 同比+201%, 环比+44%, 业绩接近预告上限, 且 2022Q4 计提资产减值 7.7 亿元, 整体业绩大超市场预期。单瓦净利持续创新高, 2023 年迎量利双升。公司 2022 年组件产量约 40GW, 销量 38.1GW, 同增约 58%。公司单瓦净利持续提升, 我们测算 2022Q4 一体化净利约 0.18 元, 环增约 3 分, 主要在于 1) 美国 2022Q4 出货约 800MW, 享超额收益; 2) 2022Q4 运费下降, 我们预计降本 2-3 分; 3) 2022Q4 后期硅料快速降价, 带动盈利提升。展望 2023Q1, 我们预计公司组件出货 11-12GW, 组件订单期货锁价, 盈利有望受益。2023 年组件有望量利双升, 我们预计全年出货 60-65GW, 同增 50%+; 受益于①硅料价格下行+在手高价订单; ②N 型占比提升, 我们预计出货 20GW 享超额收益; ③美国规划出货 4GW, 享高端市场溢价。N 型产能逐渐落地, 推进美国产能布局。公司已规划 70GW N 型电池产能, 我们预计 2023 年落地 40GW, 其中宁晋 6GW 预计 2023 年 5 月投产, 扬州 20GW+ 曲靖 10GW 预计 2023H2 投产。我们预计 2023Q2 N 型组件开始明显起量交付, 全年出货约 20GW, 新技术占比 30%, 带动组件盈利持续改善。针对美国市场, 公司已建立东南亚 4GW 一体化产能。同时公司投资 6000 万美元建设美国首座工厂, 规划组件产能 2GW。推进一体化布局、横向拓展降本。2023 年 1 月公司公告拟在鄂尔多斯建设全产业链项目, 包括 15 万吨/10 万吨光伏原材料、20GW 硅片、30GW 电池、10GW 组件及配套辅材项目, 保障供应链安全。2023 年 2 月公告惠山年产 500 台单晶炉/100 吨浆料项目, 持续横向拓展布局。纵向一体化保障供应、横向拓展推动降本, 奠定盈利能力持续坚挺。盈利预测与投资评级: 基于公司 N 型产能落地及一体化率提升, 推动降本盈利超市场预期, 我们维持公司 2023-2024 年归母净利润为 92.3/124.8 亿元, 预计 2025 年归母净利润 156.2 亿元, 同比增长 67%/35%/25%, 给予公司 23 年 22 倍 PE, 对应目标价 86 元, 维持“买入”评级。风险提示: 政策不及预期, 竞争加剧。

(证券分析师: 曾朵红 证券分析师: 陈瑶 研究助理: 郭亚男)

### 拼多多 (PDD): 2022Q4 业绩点评: 营收略低于市场预期, 成本费用投入加大

投资要点 营收增长略不及市场预期, 利润高于预期: 2022Q4 拼多多实现营收 398.20 亿元 (+46% yoy), 低于彭博一致预期 419.48 亿元。Non-GAAP 归母净利润为人民币 121.06 亿元 (+43%), 高于彭博一致预期为 111.69 亿元。在整体消费复苏的大背景下, 公司加大了资源投入, 广告和佣金收入的增速放缓使得公司收入低于市场预期。消费复苏趋势持续, 广告和佣金带动营收增长: 广告收入 309.65 亿元, 低于彭博一致预期为 331.97 亿元, 同比上升 38%; 佣金收入 87.97 亿元, 高于彭博一致预期为 83.12 亿元; 商品销售收入 0.58 亿元, 低于彭博一致预期为 0.64 亿元, 同比减少 29%。我们认为营收得大幅增长主要由于品牌化的成功和销售费用的提升所贡献。随着消费者对品质好货的需求日益增加, 品牌化让消费者有了更多的高品质的商品选择, 比如农业、电子产品、化妆品、母婴等。这促进了购买频次的提升, 更多品质商品的需求带来了客单价的改善, 尤其是化妆品和电子产品这类品类天然的有更高的客单价体现。此外补贴和促销活动也有所增长, 这在销售费用的增长上也有反应。持续投入研发, 管理费用率创近 3 年新高: 2022Q4 公司研发费用同比增长 18.99%, 主要由于招募了更多研发人员; 销售费用同比增长 56.02%, 主要因为促销和广告

活动投入；管理费用同比增长 290.60%，主要由于员工成本上升。研发费用率下滑至 6.04%，同比减少 1.38pct；销售费用率为 44.53%，同比增加 2.79pct；管理费用率达到 4.12%，同比增加 2.58 pct，创下 2020Q1 以来新高。在外部竞争加剧的情况下，公司将会进一步的加大在农业和制造业领域的投入，通过提升供应链效率，为消费者创造更多的价值，进一步优化多实惠、多乐趣的购物体验。盈利预测与投资评级：由于拼多多利润释放持续超预期，我们将 2022-2024 年的 EPS 从 8.9/10.9 元调高至 9.1/11.4 元，我们预测 2025 年的 EPS 为 12.8。2022-2025 年对应 PE 分别为 15.0/11.9/10.6 倍（美元/人民币=6.8851，2023/3/22 当日汇率，每 ADR=4 股股票）。我们维持公司“买入”评级。风险提示：补贴滑坡后 GMV 增长乏力，品类拓展低于预期，用户年均消费遇到瓶颈

（证券分析师：张良卫 证券分析师：张家琦）

### 中国巨石（600176）：2022 年年报点评：景气筑底，蓄势向上

投资要点 事件：公司披露 2022 年年报，全年实现营业总收入 201.92 亿元、归母净利润 66.10 亿元、扣非后归母净利润 43.77 亿元，分别同比+2.5%、+9.6%、-15.0%，基本符合我们的预期。盈利底部抬升显示粗纱高端化成效和盈利波动性减小，第二曲线电子布销量延续高速增长。（1）行业低端产品价格大幅下跌，根据卓创统计，全国无碱缠绕直接纱 Q4 均价环比 Q3 下跌 871 元/吨，但公司 Q4 收入环比 Q3 仅小幅下降 2.5%，虽然受粗纱价格下行的拖累，但产销得益于内需回暖和下游补库出现明显改善，预计细纱销量继续维持同比高增长，价格受益于供给收缩和下游集中补库出现反弹。（2）公司 Q4 单季毛利率环比仅小幅下降 0.7pct，一方面得益于电子布价格反弹、盈利回升以及分母端的下降，另一方面也反映中高端产品占比提升使得公司粗纱盈利降幅明显小于市场低端产品价格跌幅。（4）公司 Q4 单季净利率为 28.0%，环比-4.5pct，扣非后归母净利润/收入为 19.0%，环比+0.8pct，高于上一轮 2020Q2-2020Q3 底部盈利，也反映高端化的成果和成本的持续优势。Q4 费用端控制良好，资金处置收益继续贡献非经常性损益。公司 Q4 期间费用率 12.3%，同比-5.4pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.1%/5.4%/3.3%/2.5%，同比分别+0.2pct/-6.1pct/+0.4pct/+0.2pct，管理费用的压缩主要因上年计提超额利润分享使得职工薪酬较大，财务费用总额同比减少 25.5%，主要得益于利息收入增加及平均融资利息支出减少。此外，公司 Q4 单季度实现资产处置收益 3.81 亿元，同比-1.44 亿元，实现投资收益-0.59 亿元，同比-0.70 亿元。资本开支速度有所放缓，负债率明显压降。公司 Q4 实现经营活动现金流量净额 5.10 亿元，同比-74.9%，预计受扣非后利润下降和库存小幅上升的影响。公司 Q4 购建固定资产、无形资产和其他长期资产现金流 4.46 亿元，同比-61.9%，公司 2022 年年报资产负债率 40.8%，同比下降 5.5pct，负债率的明显下降利好财务费用率压缩。2023 年行业有望重归供需平衡，景气筑底回暖。我们认为 2023 年粗纱有望重归供需平衡，行业累库放缓或开始去化，景气筑底回暖，若风电需求弹性超预期，行业盈利弹性更大。此外电子布供给过剩已在 2022 年明显化解，随着需求复苏，价格中枢有望上移。盈利预测与投资评级：公司成本领先构筑先发优势，产品升级持续深化护城河，2023 年扣非后利润有望筑底回升，推动估值修复。我们调整公司 2023-2025 年归母净利润至 54.3（-4%）/68.1（-8%）、85.0（新增）亿元，3 月 22 日收盘价对应市盈率 10.6、8.4、6.8 倍，维持“买入”评级。风险提示：内需回升幅度不及预期的风险，海外经济进一步衰退的风险，原燃料价格上升超预期的风险。



(证券分析师: 黄诗涛 证券分析师: 房大磊 证券分析师: 石峰源)

### 赛恩斯 (688480): 股权激励目标彰显公司信心, 2022-2025 年收入复合增 40%

**投资要点** 事件: 2023 年 3 月 21 日, 公司发布 2023 年限制性股票激励计划(草案)。本激励计划向不超过 122 人(包括公司董事、高级管理人员、核心技术人员以及其他核心员工)授予限制性股票合计 185.35 万股, 占本激励计划公告时公司股本总额的 1.95%, 来源为公司向激励对象定向增发的公司 A 股普通股, 授予价格为 13.93 元/股。考核目标为 2023 年营收不低于 8 亿元, 2023-2024 年营收不低于 19 亿元, 2023-2025 年营收不低于 34 亿元。假设 2023 年 3 月 21 日的收盘价 33.87 元/股为授予日收盘价, 此次股权激励计划的总成本为 3473.71 万元, 其中 2022-2026 年分别为 1507.27/1245.85/602.39/118.19 万元。三期归属比例分别为 30%/30%/40%, 归属期均为一年, 自首次授予一年后开始实行。股权激励彰显公司信心, 2022-2025 收入复合增长 40%: 根据业绩快报, 公司 2022 年营收 5.51 亿元; 根据股权激励目标, 2023-2025 年营收将达 8/11/15 亿元; 2022-2025 年营收复合增速为 40%, 彰显高增信心。重金属污染排放政策趋严, 公司核心技术助力存量/增量市场开拓。有色金属行业是排放重金属污酸、废水、废渣的重点和源头行业, 国家高度重视重金属污染防治, 政策不断提升重金属排放限值要求。与传统方法相比, 公司污酸资源化治理系列技术综合处理成本可降低约 40%~70%; 2014-2019 年, 国内有色金属冶炼行业污酸产出量稳定在 1200 万 m<sup>3</sup>/年, 截至 2022 年 11 月, 公司新技术处理的污酸量约 60 万 m<sup>3</sup>/年, 公司存量市占率 5%; 增量市场中, 2020-2022 年铜锌铅新扩建企业污酸治理选用公司新技术的比例为 62.3%。政策推动下公司凭借核心技术快速开拓市场。在手订单充沛, 大客户示范效应促公司持续发展。截至 2022M8, 公司在手重金属污染解决方案订单数目增加至 66 个, 订单金额增加至 3.5 亿元, 比 2021 年底增长 54%。项目周期通常在一年以内, 在手订单可较快兑现。中国大型有色金属企业中大多为公司客户, 如江铜集团、紫金集团、白银集团、五矿集团、湖南黄金等。未来龙头有色企业的示范效应将进一步带动公司拓展其他客户, 市场拓展加速。盈利预测与投资评级: 股权激励目标彰显公司信心, 市场拓展加速。我们维持 2022 年归母净利润 0.68 亿元, 考 2023/2024 年股权激励费用分别为 0.15/0.12 亿元, 我们调低 2023-2024 年归母净利润至 0.95/1.48 亿元(前值 1.01/1.51 亿元), 对应 2022-2024 年 EPS 分别为 0.72/1.00(前值 1.07)/1.56(前值 1.59)元, 2022~2024 年 PE48/34/22 倍(估值日 2023/3/22), 维持“买入”评级。风险提示: 行业政策变化, 下游行业扩产进度不及预期

(证券分析师: 袁理 证券分析师: 任逸轩)

### BOSS 直聘 (BZ): 2022Q4 业绩点评: 逐渐开启回暖篇章

**投资要点** 业绩概览: 2022Q4 公司收入 10.82 亿元, YoY-1%, 符合市场预期及此前指引; Non-GAAP 净利润 5.45 亿元, 大幅超过市场预期, 主要来自于投资收益和财务收益。2023Q1 用户端和企业端均迎来回暖。用户端: 2022Q4 公司 MAU 达 3090 万, YoY+27%, QoQ-4.6%, 环比下滑主要因疫情影响。2022Q4 公司世界杯营销活动成果显著, 叠加 2023 年经济复苏, 2023 春节返工后公司迎来强劲的用户增长, 1-2 月累计新增用户约 900 万人, MAU 同比增长超过 50%, DAU/MAU 比例创新高。企业端: 2022Q4 付费企业数 360 万, 环比下降 10 万, 主要因为疫情影响。2023 年企业端也迎来恢复, 2 月月



活企业数创新高，春节后新发布职位数同比增长超过40%。中小企业招聘需求恢复速度更快，部分行业看到回暖趋势。虽招聘行业滞后于经济和消费的恢复，但相较于大型企业，中小企业船小好掉头，恢复速度更快，有利于公司收入的回暖。从岗位结构来看，蓝领恢复速度快于白领；从岗位类型来看，销售、营销等岗位恢复速度快于后台类岗位，说明企业客户对经济看法乐观；从行业来看，城市服务业有了显著复苏，零售、以新能源车为代表的高端制造业恢复情况表现良好。经营杠杆将随收入恢复逐渐体现：2022Q4公司毛利率为81.3%，2022年公司毛利率呈现下滑态势，主要由于成本项较为刚性，且在疫情和审查期间进行了基础设施投入。2022年公司Non-GAAP经营利润率12%，若扣除2022Q4世界杯投放和香港上市费用，全年Non-GAAP经营利润率达19%，基本符合公司年初20%的目标。展望2023年，我们预计Q1公司现金收款YoY+25%，收入YoY+11%达12.6亿，预计Q2-Q4收入端将逐渐恢复，利润端相较2022年将得到明显提升。盈利预测与投资评级：我们看好中国经济和消费的逐渐复苏，以及公司在在线招聘行业的竞争优势。我们将公司2023-2024年收入由59/84亿元上调至61/87亿元，引入2025年收入预测113亿元；将2023-2024年Non-GAAP净利润由13/20亿元上调至14/23亿元，引入2025年Non-GAAP净利润预测35亿元；对应2023-2025年Non-GAAP PE为41/25/16x，维持“买入”评级。风险提示：经济恢复不及预期风险，企业数增长不及预期风险。

(证券分析师：张良卫 研究助理：何逊玥 研究助理：晋晨曦)

#### 北新建材(000786)：2022年年报点评：石膏板主业经营韧性凸显，防水业务短期承压

投资要点 事件：公司发布2022年年报。2022年公司实现营业总收入199.34亿元，同比-5.49%；实现归母净利润31.36亿元，同比-10.71%；实现扣非归母净利润26.15亿元，同比-23.39%。一体两翼布局继续深化，石膏板业务维持稳健，防水业务有所承压。1)石膏板业务：石膏板业务收入133.65亿元，同比下滑3.02%，石膏板毛利率34.95%，同比变动-2.31pct；石膏板单平均价6.39元/平，同比提升10.2%；单平毛利2.23元/平，同比提升3.4%，尽管销量有所下滑，公司石膏板单平毛利保持稳定，市占率维持高位。2)龙骨业务：龙骨业务收入略承压，实现25.17亿元，同比下滑8.65%，毛利率18.94%，同比变动+0.51pct。3)防水建材：防水建材收入31.45亿元，同比下滑18.88%，毛利率17.04%，同比变动-6.62pct，主要由于需求下滑、成本上行等因素影响。期间费用率基本稳定，资产处置收益及减值计提影响净利。2022年公司销售毛利率29.24%，同比下降2.59pct；销售净利率15.77%，同比下降1.08pct。2022年公司各项期间费用率略有上升，主要系收入下滑费用摊薄减少。2022年公司资产减值损失5545万元，主要系公司本期发生商誉减值，产生商誉减值损失；2022年公司信用减值损失1.07亿元，主要系公司所属子公司计提应收账款坏账损失同比增加；2022年公司资产处置收益4.78亿元，比上年同期增长15004.12%，主要系本期政府回购土地，产生无形资产及固定资产处置收益所致。经营性现金流维持稳定。公司期内经营活动产生的现金流量净额为36.64亿元，同比下滑4.35%。其中分部看，防水建材分部经营活动产生的现金流量净额扣除归集至母公司资金影响，2022年度为-9842万元，2021年度为4.63亿元。2022年公司收现比103.93%，同比变动-2.39pct；付现比102.14%，同比变动-8.06pct。盈利预测与投资评级：随着国企改革的进一步深入，在公司“一体两翼、全球

布局”的战略引领之下，石膏板主业在全球的市占率将继续提升，龙骨配套、防水和涂料业务也将贡献持续快速增量。我们预计公司2023-2025年的归母净利润分别为37.39/42.56/48.32亿元（2023-2024年预测前值为37.44/43.05亿元），对应PE分别为13X/11X/10X，考虑到公司业绩稳健可持续，维持“买入”评级。风险提示：房地产行业波动风险、宏观经济波动风险、原材料及能源价格上涨风险、新业务开拓不及预期的风险

（证券分析师：黄诗涛 证券分析师：房大磊 证券分析师：任婕）

### 爱柯迪（600933）：2022年报点评：订单结构持续优化，业绩同比实现高增长！

**投资要点** 公告要点：公司公布2022年年报，业绩符合我们预期。2022年实现营收42.65亿元，同比+33.05%；实现归母净利润6.49亿元，同比+109.29%；实现扣非归母净利润6.03亿元，同比+157.09%。2022年Q4实现营收12.39亿元，同比+45.10%，环比+3.83%；实现归母净利润2.41亿元，同比+678.22%，环比+24.18%；实现扣非归母净利润2.06亿元，同比+1265.50%，环比-2.73%。结构件产能爬坡导致毛利率环比下降，汇率套保+税收减免推动归母净利润率提升。公司2022年Q4实现毛利率29.54%，环比-0.5pct。推测因为慈城工厂车身结构产品开始试制爬坡，产能未能充分利用导致。公司2022年Q4交易性金融资产投资收益0.3亿元，主要因为汇率套保因素导致，同时，因为税收减免政策，公司固定资产投资带来额外税收抵扣，共同推动公司Q4归母净利润率达到19.5%，环比+3.2pct。新客户新项目不断突破，产品订单结构向新能源倾斜。2022年公司新客户和新项目的取得获得重大进展，获得国际知名Tier1，国内知名供应商及新能源车企的新项目，同时进入北美整车厂客户供应商池；2022年铝合金压铸板块新能源汽车项目寿命期内预计新增销售收入占比约为70%（2022年公司新能源项目收入占比约20%），其中，新能源车身结构件/三电系统/智能驾驶系统/热管理系统项目分别占5%/40%/12%/10%。整合上游产业链布局，产能逐步有序释放。公司在马来西亚购买60亩土地，拟建设铝合金所需的基础原料的采购与生产，该项目预计2024年上半年竣工，有望实现原材料最优的制造成本和稳定的铝液质量。公司柳州生产基地与2022年Q2正式竣工投产；墨西哥工厂已完成主体厂房交付；慈城智能制造产业园将于2023年Q1完成所有设备搬迁；马鞍山一期工厂预计2024年H2竣工交付，各处生产基地为后续订单释放做好产能储备。盈利预测与投资评级：我们维持公司2023/2024年营收预测57.50/77.20亿元，2025年营收预测为96.04亿元，同比分别+35%/+34%/+24%；维持2023/2024年归母净利润预测8.47/11.37亿元，2025年归母净利润预测为15.03亿元，同比分别+31%/+34%/+32%，对应PE分别为24/18/13倍。维持“买入”评级。风险提示：下游乘用车需求不及预期；格局竞争加剧超出预期。

（证券分析师：黄细里 研究助理：谭行悦）

### 仕净科技（301030）：定增落地发展加速，联合体中标12.3亿元综合配套项目

**投资要点** 事件：公司公告，1）2022年度向特定对象发行股票发行情况报告书；2）联合体中标12.3亿元阜阳经开区产业发展综合配套服务中心二期设计施工总承包项目。4.2亿元定增落地，募集资金助力公司加速发展。本次定增实际已发行普通股9,845,288股，发行价格42.66元/股，为发行期首日前二十交易日均价的91.42%，实际募

集资金总额为 4.2 亿元,扣除发行费用实际募集资金净额为 4.11 亿元。本次募集资金将投向特氟龙风管生产项目、年减排万吨级 CO<sub>2</sub> 和钢渣资源化利用项目及补充流动资金,助力公司改善资产负债结构,加快业务发展。累计公告中标订单金额超 40 亿元,验证公司一体化模式&产业链延伸能力。2023 年以来,公司接连公告中标: 1) 广西梧州 10GW 光伏电池配套系统项目,累计金额达 6.57 亿元,单 GW 价值量达 6571.5 万元。2) 阿特斯阳光电力(泰国)年产 5.3GW 组件扩产项目工艺配套系统,项目总额 1.57 亿元,单 GW 价值量达 2970.8 万元。3) 安徽宁国新能源高端智能制造产业园废气设备、纯水设备、特气化学品设备、废水设备等 EPC 项目,金额达 19.57 亿元,联合体中标,机电设备金额约 10.53 亿元。4) 阜阳产业发展综合配套服务中心二期设计施工总承包项目,联合体中标,总金额达 12.3 亿元。光伏制程污染防控设备龙头,单位价值量有望提升成长加速。公司凭品牌、技术、成本优势巩固光伏电池制程废气治理设备龙头地位,工艺优势体现在良好解决氮氧化物,氢氟酸,硅烷的同时保证生产的安全性、稳定性。受益于光伏电池扩产加速,同时新技术路线&一体化品类扩张将有望带动公司单位价值量 5~11 倍提升。第二曲线打开,新成长+现金流改善可期。公司积极衍生光伏电池下游产业链,同时探索水泥固碳千亿新市场。1) 光伏电池片: 拟建设年产 24GW 高效 N 型单晶 TOPCon 太阳能电池项目,一期 18GW 总投资 75 亿元,计划 2023 年 4 月开工,11 月投产,是公司依托机电系统设计经验切入下游电池片领域的战略拓展。2) 水泥固碳&钢渣资源化: 矿粉市场规模超千亿,公司首个项目已于 2022 年 11 月投产,建成后可低成本捕集烟气 CO<sub>2</sub>&钢渣资源化利用&制备低碳建筑材料。共赢而非成本,水泥&钢铁企业经济+排放解决双受益。盈利预测与投资评级: 光伏景气度上行,水泥固碳进展顺利,考虑电池片业务贡献,我们维持公司 2022-2024 年归母净利润预测 0.90/2.40/13.01 亿元,同增 55%/167%/441%,对应 64、24、4 倍 PE,光伏电池片+水泥固碳业务衍生空间大,维持“买入”评级。风险提示: 电池片扩产不及预期,订单不及预期,现金流风险。

(证券分析师: 袁理 证券分析师: 赵梦妮)

## 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>