

责任编辑:

周颖

☎: 010-80927635

✉: zhouying\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130511090001

**要闻**

**美国政府据称考虑加码支持、助第一共和等地区银行渡难关，可能扩大美联储在硅谷银行倒闭后推出的紧急贷款工具 BTFP**

**美国 3 月服务业和制造业 PMI 回升，服务业更强劲，但代价是通胀重燃；美国 2 月耐用品订单环比初值-1%，创两年来最大降幅**

**李强主持召开国务院常务会议，确定国务院 2023 年重点工作分工，研究优化完善部分阶段性税费优惠政策等**

**证监会：研究支持增强消费能力、改善消费条件、创新消费场景的消费基础设施发行基础设施 REITs**

**银保监会：明确资产服务信托不得以任何形式保本保收益**

**银河观点集萃:**

- **传媒:** 3月版号发放，关注近期定档新游。短期来看，随着新一轮产品周期开启，盈利端叠加政策端释放的积极信号有望提振游戏行业估值。长期来看，AIGC 有望帮助游戏厂商实现场景和原画的低成本、高质量的批量生产，从而实现游戏厂商的降本提效。我们重点推荐研发实力强、研发投入大的游戏企业以及在 AIGC 上领先的头部互联网科技企业。推荐标的包括：腾讯控股（0700.HK）、吉比特（603444）、三七互娱（002555）、完美世界（002624）、电魂网络（603258）、姚记科技（002605）、神州泰岳（300002）、祖龙娱乐（9990.HK）、网易-S（9999.HK）。
- **有色:** 3月美国银行业危机或将扭转美联储的货币政策，美联储加息周期结束在即，并可能在下半年开启新一轮降息周期。降息进程将引导美国实际利率下滑，驱动金价进入新一轮牛市。从1990年以来的美联储5轮加息周期来看，在本轮加息结束至下轮降息周期开启前，黄金绝大多数时间在此过程中收益率出现了明显的改善。在目前美联储加息结束时机愈发确定且美国经济衰退担忧加剧增强降息预期时，黄金很可能迎来新一轮牛市的起点与战略性的投资机遇。从长周期来看，美元指数或将进入下行大周期，利好金价中长期的上涨。3月金价重拾涨势，目前即将突破2000美元/盎司。金价上涨将拉动黄金采选资源型企业业绩，从历史上看，在金价上行阶段黄金板块超额收益明显。目前A股黄金板块估值仍处于历史安全位置，金价进入上涨周期将使黄金股形成戴维斯双击，建议关注山东黄金（600547）、中金黄金（600489）、银泰资源（000975）、赤峰黄金（600988）、湖南黄金（002155）、紫金矿业（601899）、华钰矿业（601020）。
- **家电:** 1-2月份空调内销表现较好，结合零售端数据和空调排产数据来看，3月份空调内销将延续增长。出口方面实现增长面临一定的压力，但随着海外库存逐步去化，增速有望改善。建议关注美的集团（000333）、格力电器（000651）和海尔智家（600690）。

## 银河观点集锦

### 宏观：国内机构改革、海外银行危机、全球增持黄金

#### 1、核心观点

一、3月16日中共中央、国务院印发《党和国家机构改革方案》，共部署十九条改革措施，重点包括金融体制、科技体制、社会工作（社区治理、非公有制经济等）三方面。机构改革方案落实之后，货币政策将与财政政策、产业政策进一步积极配合、协同发力，打好宏观政策的组合拳。

结构性货币政策工具将加大对制造业的支持。2023年3月“权威部门话开局”系列主题新闻发布会将结构性货币政策工具的定位明确为“将继续加大对科技创新、制造业、绿色和能源保供的支持”。与之前相比新增制造业。同时强调，下一步货币政策将根据经济运行情况，“综合考虑，相机抉择”，统筹增长和物价，适时适度调整货币政策工具。

中国人民银行3月17日降准打破货币市场收紧预期，货币政策回归稳货币、宽信用组合。在当前时点选择降准，主要目的是补充银行流动性、节约银行成本；平稳货币市场利率；支持政府信贷、提前支持经济增长；对冲外围风险等。

特别是当前货币政策的选择也体现了对财政政策的协同发力。2023年政府债券提前下发，1-2月份政府债券净融资1.22万亿，创历史新高。3月份地方债发行规模可能与2月份相当，达到8000亿，巨量资金需求需要货币政策进行配合。

二、海外方面：全球银行危机对全球金融资产的影响可能有三个阶段，短期风险偏好下降，中期流动性宽松形成利好，长期可能会推迟“盈利底”。目前正进入第二阶段。

美联储：越是极限时刻越是反转之时。美联储投放短期流动性已基本避免银行业危机模式，但高利率之下中小银行潜在的期限错配问题并未得到根本解决，导致美联储加息可能更早结束，年内降息概率明显回升——3月22日加息25BP之后，市场预计5月停止加息，年内开始降息。

今年美联储加息预期已经出现三次变化。目前看二季度美国通胀率回落的趋势比较确定，但下半年可能反复，因此预计二季度停止加息的概率较大，但下半年开始降息仍有不确定性。

瑞士信贷事件之后，3月16日欧洲央行仍然加息50BP。这表明欧央行关注的主线仍是通胀——欧元区2月HICP同比8.5%（前值8.5%）；核心HICP同比5.6%（前值5.3%），同时欧央行对未来经济和核心通胀预期均有上调。对于瑞信事件，3月16日行长拉加德指出：“如果出现流动性危机，我们会和过去一样做出迅速而有创造力的反应，但目前并未见到”。

全球增持黄金：根据世界黄金协会数据，2022年全球央行净增加了1136吨黄金，同比大幅增长152.31%，创下历史新高。2023年买入规模进一步提升，1月全球央行净买入黄金77吨，环比上涨192%。在全球央行增持的背景下，交易所黄金库存快速下降。

风险提示：1.银行业危机；2.通胀率反弹。

(分析师：高明,詹璐)

## **固收：国际银行业危机影响美联储，国内降准助经济复苏——大类资产与金融市场监测周报**

### 1、核心观点

本报告提及本周指 2023 年 3 月 17 日-3 月 23 日。

**影响市场核心信息：**美联储如期加息、海外衰退预期、银行业风波等；国内降准及经济发展方向和复苏进程。

**大类资产表现：**美债利率下行，美元指数下跌，整体资产表现较上周分化。

贵金属领涨，美债>人民币>中国国债>美元，CRB 指数、原油以外的能源、金属以外的工业品表现差。

**全球央行利率变化及预期：**银行业风波影响下全球加息预期基本下行，但美联储 3 月加息表态影响下多数国家加息预期收窄幅度缩小。

**美联储动态：**3 月加息 25BP，但态度偏鸽。3 月 22 日，美联储上调联邦基准利率目标区间 25BP 至 4.75%-5%，如期缩表 950 亿美元，但议息声明表态明显转鸽；美联储 SEP 下调经济预期，上调通胀预期，2023 年利率峰值预期不变。

美联储货币政策对于银行业风险的考量将是重点。鲍威尔对银行业风波进行积极表态并称考虑过暂停加息说明银行业风波以及向经济衰退的传导对后续加息路径的影响占了很大的权重。这意味着银行业风波的冲击或对冲部分通胀高企带来的加息必要，后续美联储货币政策对于银行业风险的考量权重我们认为会上升，美联储或将释放加息步伐将结束的信号。

**加息路径预测：**点阵图显示 2023 年美联储还有一次 25BP 的加息，2024 年降息；市场仍然预期大概率美联储将停止加息。但降息预期在会后较 3 月 16 日瑞信股价暴跌时“推迟”至 7 月。

**美国长期通胀预期和市场隐含政策利率预期：**10Y 美债 TIPS 隐含通胀预期波动下行至 2.19%，加息后 6M 隐含利率有所回升至 4.74%，加息预期有所上行。

### 国际流动性监测

**美债流动性和央行操作：**美联储“扩表”，总资产短期快速增加，银行业风波后美联储连续两周向市场释放流动性，美联储持有美债规模本周小幅上行。外国央行大幅减持 554.5 亿美

债，美债流动性指数上行至相对高位 2.8%左右，美债流动性继续恶化，市场冲击较大。

**美商业银行系统流动性：**美国银行业流动性压力巨大。货币基金规模大幅上行，资金可能加速流出银行，主要净买入投资政府债券的货币基金，其中逆回购占比指标继续上升保持高位震荡，体现商行存款流失压力和整体流动性压力均大。小型银行压力尤其大，小商行准备金水平处于历史低位；联邦基金市场每日成交量在硅谷银行关闭后快速上升，银行在联邦基金市场获取现金上升；美联储贴现窗口使用额快速上行保持在超高水平。

**美元流动性：**资金利率、汇率互换表明美元流动性边际收紧。

**金融条件：**花旗经济意外指数显示中、美国经济不确定性仍边际上行，但欧洲、日本下调；芝加哥联储数据显示金融环境边际有所收紧。15 年期抵押贷款利率有所下行，融资成本的相对高位对消费、房地产等形成信用抑制。

**资本流动与风险偏好：**

1、全球 ETF 资金流向：资金净流入前三是美国、日本、中国（上周中国、加拿大、中国香港），净流出前三是韩国、欧洲、巴西（上周韩国、美国、日本）。

2、美国金融市场资金博弈：美国金融市场杠杆交易本周有所回升，市场活跃度有所上行，市场风险偏好有所上行。

3、中国权益市场资金：北向，本周净流入 184 亿元；南向，本周净流入 113 亿元；融资买入占比在 8.62%左右震荡上行。

**国内债市：**央行宣布降准 25BP，本周继续平稳净投放，资金环境宽松。国债收益率曲线维持高位震荡；信用债收益率较上周多数下行。

**风险提示：**银行业风波波及范围加深、加息预期波动、海外衰退风险。

（分析师：刘丹）

## **传媒：3 月版号发放，关注近期定档新游**

### **1、事件**

2023 年 3 月 23 日，国家新闻出版署正式发布 3 月份国产网络游戏审批信息，共 86 款国产网络游戏获得版号。

### **2、核心观点**

**国内版号持续发放，头部公司产品集中。**从数量上看，本次通过审批的游戏共 86 款，相

比2月的87款基本持平。从近几个月的趋势来看，版号审批已经逐渐松动。从产品归属上看，国内众多头部公司均取得版号，网易、腾讯连续五轮获发，重点游戏产品包括腾讯《末刀》、网易《零号任务》、中青宝《曙光调查团》《进击的堡垒》《幻宠契约》、吉比特《硬核机甲》等。

**AIGC持续催化，将与游戏产业深度融合。**3月15日，OpenAI发布了最新一代产品GPT-4，理解能力、可靠性等几个关键指标显著提升，并进化为一个能接受图像和文本输入，并输出文本的多模态模型。在GPT-4发布后，Midjourney也更新了V5，比版本4具有更广泛的风格范围，同时对提示更加敏感，图像分辨率提高了2倍。游戏产业应用方面，3月22日微软GDC2023大会将发布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，3月31日微软将在GDC中国行上介绍AzureOpenAI在游戏NPC场景中的应用案例与技术探讨。我们认为，AIGC在游戏开发运营中的应用将不断推进，提升研发效率，丰富游戏可玩性和表现力，大幅度实现游戏厂商的降本增效。

**春节游戏流水表现优异，多款重磅新游即将上线。**根据腾讯发布的2022年财报，《王者荣耀》22Q4恢复了日活跃账户数的同比增长，并在2023年春节假期中取得流水新高。新游方面，祖龙娱乐《以闪亮之名》将于3月24日上线，当前预约人数已超过1500万；巨人网络旗下MMO国战手游《原始征途》3月24日上线；中手游负责发行的回合制卡牌游戏《吞噬星空：黎明》将于4月7日上线；完美世界的《天龙八部2：飞龙战天》将于4月14日上线；网易《逆水寒》6月30日上线前，将于4月28日迎来二测。

### 3、投资建议

短期来看，随着新一轮产品周期开启，盈利端叠加政策端释放的积极信号有望提振游戏行业估值。长期来看，AIGC有望帮助游戏厂商实现场景和原画的低成本、高质量的批量生产，从而实现游戏厂商的降本提效。我们重点推荐研发实力强、研发投入大的游戏企业以及在AIGC上领先的头部互联网科技企业。推荐标的包括：腾讯控股(0700.HK)、吉比特(603444)、三七互娱(002555)、完美世界(002624)、电魂网络(603258)、姚记科技(002605)、神州泰岳(300002)、祖龙娱乐(9990.HK)、网易-S(9999.HK)。

**风险提示：**行业政策监管趋严、国内外游戏市场竞争加剧等，AIGC技术发展不及预期。

(分析师：岳铮)

## **有色：战略性投资机会来临，黄金进入新一轮牛市**

### 1、核心观点

**黄金是具有极强金融属性的特殊商品，金融周期决定金价的运行规律。**从历史复盘看，金价受其自身的供需结构影响较小，金融属性已成为黄金定价的主要特性。经济周期影响金融

周期，而以广义信贷与货币政策为基础的金融周期，则通过改变投资者对金融资产与实物资产回报预期，进而影响投资者对大类资产的配置需求，从而驱动金价的涨跌。金融周期所影响的美国实际利率、美元周期，是综合分析黄金价格运行规律的有效框架。

### **美联储加息周期结束在望，市场降息预期升温，进入实际利率下行阶段驱动金价上涨。**

美国实际利率与黄金价格呈现负相关性。高利率环境下美国经济先行指标走弱，尤其是3月银行业爆雷的外溢效应恐将冲击金融系统，加大美国衰退风险。美国通胀持续下降与经济下行压力加大，使美联储的首要目标很可能从降通胀转移到维持经济发展与金融体系稳定上。3月美联储加息25个基点后暗示加息周期已至尾声，CME利率期货显示市场认为美联储在上半年结束加息后，最快将于7月开始降息，2023年下半年将有两次降息。在进入降息周期或降息预期升温后，美债名义利率的下行速度将快于顽固通胀预期的下行速度，引导美国实际利率的再度下降，确定黄金价格的拐点，驱动黄金价格进入牛市。

**美元或将进入新一轮下行大周期，利好金价中长期上涨。**黄金价格是美元信用体系的对标，与美元汇率呈现基本同步的相反走势。2022年年底欧洲能源价格的调整，欧盟制造业景气度出现回升，叠加新兴经济体经济在中国疫情政策开放后出现共振向上，使美国经济比较全球经济、欧洲经济的相对优势缩小，导致2022年年底美元指数触顶下跌。从1980年以来，美元指数已经历了2个完整的周期，目前正在第三个周期中。在前两轮周期中，美元分别经历了55个月、80个月的上行周期，而这轮美元上行周期已持续了136个月。在中美贸易战、全球疫情冲击、俄乌战争的影响下，逆全球化趋势抬头，地缘冲突加剧以及全球供应链体系的重塑都将动摇以美元为基石的国际货币体系。沙特伊朗中东大和解、“一带一路”合作等都表明了国际货币体系向多元化发展。美元或将进入新一轮下行大周期，这将支撑金价中长期的上涨。

## **2、投资建议**

3月美国银行业危机或将扭转美联储的货币政策，美联储加息周期结束在即，并可能在下半年开启新一轮降息周期。降息进程将引导美国实际利率下滑，驱动金价进入新一轮牛市。从1990年以来的美联储5轮加息周期来看，在本轮加息结束至下轮降息周期开启前，黄金绝大多数时间在此过程中收益率出现了明显的改善。在目前美联储加息结束时机愈发确定且美国经济衰退担忧加剧增强降息预期时，黄金很可能迎来新一轮牛市的起点与战略性的投资机遇。从长周期来看，美元指数或将进入下行大周期，利好金价中长期的上涨。3月金价重拾涨势，目前即将突破2000美元/盎司。金价上涨将拉动黄金采选资源型企业业绩，从历史上看金价上行阶段黄金板块超额收益明显。目前A股黄金板块估值仍处于历史安全位置，金价进入上涨周期将使黄金股形成戴维斯双击，建议关注山东黄金(600547)、中金黄金(600489)、银泰资源(000975)、赤峰黄金(600988)、湖南黄金(002155)、紫金矿业(601899)、华钰矿业(601020)。

**风险提示：**1) 美国经济强于预期；2) 美联储超预期鹰派；3) 美元指数持续上涨；4) 黄金价格大幅下跌。

(分析师：华立, 阎予露)

## 家电：1-2 月内销超预期，出口下滑——2 月产业在线空调数据点评

### 1、事件

产业在线发布家用空调产销数据，2023 年 2 月家用空调生产 1410.7 万台，同比增长 45.4%，销售 1369.1 万台，同比增长 41.3%，其中内销出货 684.2 万台，同比增长 78.7%，出口出货 684.9 万台，同比增长 16.9%。库存 1916.7 万台，同比下降 4.6%。

### 2、核心观点

**内销超预期。**由于春节因素影响，单二月同比数据参考价值不大，综合 1-2 月数据，家用空调累计销售 2400.0 万台，同比增长 4.3%，其中内销累计 1118.0 万台，同比增长 18.7%，出口累计 1282.0 万台，同比下降 5.6%。由于疫情的放开，空调企业对市场持乐观态度，生产和备货均较为积极，经销商也积极囤货，内销出货量表现较好。从零售端来看，空调销售恢复较好，有望带动内销出货改善。奥维云网数据显示，2023 年前 12 周空调线上、线下零售量同比变动 13.18%和-5.7%。展望未来，随着房地产复苏和消费者信心恢复，空调内销同比增长趋势有望延续。出口方面，未能延续去年 12 月份的同比增长趋势，未来增长依然面临较大的不确定性。从排产数据来看，3 月份内外销排产较去年实绩变动 14.4%和-4.3%。

**品牌竞争分化。**分品牌来看，二月龙头表现较弱。2 月份美的、格力和海尔内销均实现增长，增幅分别为 62.86%、72.73%和 35.71%，均不及行业，美的出口同比增长 25%，格力和海尔出口同比下降 14.14%和 13.04%。由于头部企业战略调整，二、三线企业获得了更大的空间，表现优于头部企业。奥克斯、TCL、长虹和海信内销增幅优于行业，其中奥克斯增长 233.33%，外销除海信外，增速也优于行业。累计数据来看，1-2 月份美的、格力、海尔总销量同比变动 3.3%、-9.7%和-4.2%，其中内销量同比变动 3.33%、3.05%和 17.14%，外销量同比变动 3.19%、-26.94%和-24.32%。

**行业内销集中度下降。**2 月份美的、格力、海尔总出货量市占率同比变动-0.19、-1.49、-2.0PCT，其中内销市占率同比变动-3.23、-0.95、-2.64PCT，出口市占率同比变动 2.35、-4.49、1.56PCT。从集中度来看，2 月空调内、外销 CR3 为 69.42%和 60.89%，同比变动-6.82PCT 和 -0.58PCT。

### 3、投资建议

1-2 月份空调内销表现较好，结合零售端数据和空调排产数据来看，3 月份空调内销将延续增长。出口方面实现增长面临一定的压力，但随着海外库存逐步去化，增速有望改善。建议关注美的集团（000333）、格力电器（000651）和海尔智家（600690）。

**风险提示：**原材料价格波动的风险；行业竞争加剧的风险；内需恢复不及预期的风险。

（分析师：李冠华）

## 中材国际(600970.SH): 汇兑收益增厚业绩, 运维装备加速布局

### 1、事件

公司发布 2022 年年度报告。

### 2、核心观点

**业绩符合预期, 新签订单平稳增长。**2022 年公司实现营业收入 388.19 亿元, 同比增长 6.25%; 归母净利润 21.94 亿元, 同比增长 21.06%; 扣非后归母净利润 21.02 亿元, 同比增长 61.78%; 经营性现金流 9.18 亿元, 同比下降 57.52%。2022 年, 公司累计新签合同总额 515.14 亿元, 逆势增长 0.5%; 其中, 境内合同额 272.84 亿元, 同比下降 1%; 境外合同额 242.30 亿元, 同比增长 2%。年末公司在手订单总金额 956.86 亿元, 在手订单充足, 后续业绩仍有较大的增长空间。

**运维服务占比及毛利率提升, 汇兑收益驱动费用率下降。**公司作为水泥工程行业龙头, 在持续巩固工程服务市场份额的同时, 加快向运维服务商转型, 2022 年新签运维服务合同 146.85 亿元, 同比增长 66%, 占公司累计新签合同总额的 28.51%, 相比去年的 17.29% 上升 11.21%; 公司 2022 年实现运维服务营业收入 90.94 亿元, 同比增长 15.49%。公司综合毛利率同比下降 0.32pct 至 16.82%, 其中运维服务毛利率同比增长 2.26pct 至 22.63%, 装备制造毛利率同比增长 0.31pct 至 23.53%, 工程服务毛利率同比下降 1.18pct 至 12.43%。2022 年公司财务费用同比下降 123.82%, 主要原因是汇率变动产生汇兑收益 1.45 亿元, 而上年同期为汇兑损失 3.68 亿元。22Q2 以来人民币加速贬值, 公司境外业务收入占比达 43.14%, 使公司实现汇兑收益。整体来看, 公司通过优化业务结构、改善费用率使得综合盈利能力保持稳定。

**高端装备与数字智能双轮驱动。**2022 年, 公司抢抓政策机遇, 坚持科技赋能, 新签装备合同 39.58 亿元, 同比增长 11%; 实现装备业务收入 47.34 亿元。伴随水泥行业“高端化、智能化、绿色化”转型, 水泥装备仍有较大需求, 行业规模有望保持较快增长。国家统计局数据显示, 2022 年全国水泥专用设备产量 41.59 万吨, 同比增长 6.7%, 公司将进一步加快水泥、矿山等高端装备布局, 有望迎来更多的业务机遇。公司大力推进数字智能平台整合和业务规划, 组建中材国际工业智能科技有限公司, 打造中材国际统一的数字设计、智能装备、智慧建造、智能工厂、智慧矿山、智慧运维全产业链一体化数字生态系统, 以“材料工业世界一流智能化解决方案服务商”为愿景, 推动公司实现数字化、智能化转型。

### 3、投资建议

公司是水泥工程行业龙头企业, 将充分受益于“双碳”背景下的水泥行业转型升级; 公司作为国际工程承包企业, 将充分受益“一带一路”十周年带来的业务机会。预计公司 2023 年营收为 459.43 亿元, 同比增长 18.35%, 归母净利润为 25.94 亿元, 同比增长 18.23%, EPS 为 0.99 元/股, 对应当前股价的 PE 为 12.28 倍, 维持“推荐”评级。

**风险提示：** 订单落地不及预期的风险；水泥行业转型升级不及预期的风险。

(分析师：龙天光)

## **海天精工(601882.SH)：布局优化效果显著，业绩兑现高增长**

### **1、事件**

3月20日晚间公司发布2022年度业绩报告。2022年营业收入31.77亿元,同比增加16.37%;归母净利润5.21亿元,同比增加40.31%,扣非归母净利润4.72亿元,同比增长37.38%。Q4公司实现营收8.11亿元,同比增长12.37%,实现净利润和扣非归母净利润分别1.31亿元和1.27亿元,同比分别增长20.94%和24.17%。

### **2、核心观点**

**优化产能布局，积极开拓海外市场，公司业务实现快速增长。**公司年初新设的新能源事业部逐月持续提升生产能力；5月，公司取得了宁波北仑小港姜桐岙地块328亩土地使用权，推进公司高端数控机床智能化生产基地项目；11月，广东子公司首台机床正式下线，为华南区域进一步开拓市场奠定了产能供应保障。2022年公司优势产品得到进一步巩固和提升，数控龙门加工中心实现收入18.16亿元，同比增长29.85%，该业务收入占比达到57.16%。公司克服困难积极开发国外客户，海外区域销售收入同比保持高速增长，并完成了印度尼西亚参股子公司的筹建。2022年全年国内市场营收同比增长11.96%，海外市场营收同比增长77.66%，全年公司实现营业收入31.77亿元，同比增长16.37%。公司注重客户发展与服务质量，积极拓展下游不同行业的应用市场，形成广泛的客户基础，建立起良好的品牌形象和较高的市场知名度，规模效应扩大有望带来新的业绩增长点。

**规模效应扩大，盈利水平快速增长。**2022年公司毛利率达到27.31%，同比提升1.59pct，龙门加工中心作为收入比重最大产品，毛利率实现30.95%，同比提升0.92pct,主要原因为公司积极拓宽国内外市场，高毛利率业务收入大幅增长，同时规模效应扩大也使得成本控制向好，全年销售费用率为4.80%，同比下降0.39pct，管理费用率为1.31%，同比提升0.12pct。公司全年实现扣非归母净利润4.72亿元，同比增长37.38%，净利率16.39%，同比增长2.80pct，盈利能力稳健。

**资金状况稳健，充分发挥技术研发优势。**公司不断优化资产负债结构，银行授信额度充足，资金优势将有助于公司持续巩固领先地位，同时可以投入足够的资金进行市场开拓和新产品研发。公司取得238项专利，并与国内科研院所合作开发了多项技术，2022年公司研发费用支出1.18亿元，同比增长4.25%。

**国产替代进程加速，盈利能力有望进一步提升。**国际数控机床企业普遍存在跨国售后服

务成本高的情况，海外疫情的反复也加速了机床行业国产替代的进程，公司作为本土企业且为行业领先核心机床厂商，相对于国际同行具有售后服务人员充足、反应速度快的优势，良好的性价比也将助力公司率先实现机床领域国产替代的突破。

### 3、投资建议

公司新能源和海外业务实现快速增长，国产替代进程加速，有望打开新的盈利空间。我们预计公司 2023-2025 年将分别实现归母净利润 6.41 亿元、7.84 亿元、9.69 亿元，对应 EPS 为 1.23、1.50、1.86 元，对应 PE 为 25 倍、21 倍、17 倍，首次覆盖给予“推荐”评级。

**风险提示：**市场竞争加剧，核心零部件进口依赖风险。

(分析师：鲁佩,范想想)

## **萤石网络(688475.SH)：AI 场景化“入口”优势明显，云服务加速成长**

### 1、核心观点

**公司是智能家居领军者，AI 视觉技术为核心特色。**公司围绕 AI 视觉技术打造“4+N”产品体系，智能家居摄像机、智能入户、智能控制和智能服务机器人为公司四大核心产品，并通过萤石物联云平台持续构建智能生态。公司智能家居产品及物联网云平台的市占率均领先，2020 年公司智能家居摄像机出货量占全球市场份额的 14.39%，萤石物联云平台接入设备数占国内生活类平台总接入数的比例为 8.4%，视频类设备接入数占国内接入总数的比例达到 34.3%。公司竞争优势显著，同时海康威视作为公司大股东，进一步助力公司发展。

**云服务有望加速成长，潜在空间巨大。**公司在 2018-2021 年间有着较高的营收增速的同时，仍然保持 10% 以上的研发投入，高质量产品和口碑使得公司 2018-2022H1 期间增值服务付费用户数持续增长，萤石物联云平台注册用户数年均复合增长率达到 45.93%。截至 2022 年 6 月末，萤石物联云平台月活跃用户数量超过 3,900 万，平均月付费用户数仅 171.77 万，云服务潜在成长空间巨大。

**全球智能家居市场快速增长，走向全屋智能时代。**预计到 2024 年，全球智能家居市场将保持 12% 以上的复合增速，国内增速预计也达到 10% 以上。中国家用智能视觉产品市场增速高于整体智能家居市场，预计 2020-2025 年年复合增长率为 21%。智能家居 4.0 时代要求全屋智能化，围绕视觉能力打造多场景自主联动，使智能家居各产品间具备主动感知识别、信息共享能力，实现全屋智能反馈执行能力。

**全屋智能时代下，物联网云平台高速增长，视觉类厂商占据关键位置，公司作为 AI 场景化“入口”优势明显。**2020-2025 年间中国生活类云平台市场规模的年复合增长率在 20% 左右，将由 58 亿元增长至 147 亿元。其中，2020 年视频类相关设备的云平台市场规模为 28 亿元，

预计在 2025 年将达到 91 亿元，年复合增长率约为 27%。视觉类厂商作为数据入口，占据云平台中关键位置。2020 和 2025 年视觉类相关设备的云平台占生活类云平台总体市场规模的 48% 和 62%。

## 2、投资建议

我们预计公司 2022-2024 年实现营收 43.06/55.25/68.89 亿元，同比增长 1.61%/28.30%/24.69%；归母净利润 3.33/5.14/7.08 亿元，同比增长-26.10%/54.34%/37.76%；当前股价对应 PE 分别为 66.16/42.87/31.12 倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。

**风险提示：**行业竞争加剧的风险；海外法律政策风险。

(分析师：吴砚靖,邹文倩)

## 神州泰岳(300002.SZ)：ICT 业务稳步推进，新业务拓展打开成长空间

### 1、核心观点

**人机协同资产催收降本增效力强，创新业务有望贡献业绩新增量。**近日，2023 第七届中国贷后风险管理及资产处置峰会在上海成功举办，旨在共同探讨个贷不良批量转让市场发展趋势，以及催收阳光化、智能化发展。公司倾心打造的智能催收解决方案机器人“泰岳小催”，可运用 NLP 技术对贷后管理各环节赋能，提升催收业务效率及合规性。目前公司 NLP 技术已面向公安、政府、金融等行业提供智能化及解决方案，伴随 AI 技术突破带来的降本增效，有望带来业绩贡献新增量。

**B 端赋能行业数字化升级，ICT 架构布局有望不断完善。**根据业绩快报，公司 2022 年全年总营收预计 48.00 亿元，同比增长 11.25%；实现归母净利润 5.48 亿元，同比增长 42.54%，实现扣非归母净利润 4.73 亿元，同比增长 48.44%，业绩保持边际向好态势。互联网游戏业务方面，公司旗下壳木游戏专注游戏出海，擅长长线运营，旗下两款经典 SLG 旧游《旭日之城 (AgeofOrigins)》和《战火与秩序 (WarandOrder)》生命周期仍具备可持续度，且流水表现稳健。另外，随着版号发放整体趋势的向好，行业整体正呈现复苏态势，公司目前手握《无尽苍穹》和《硝烟启示录》多款版号，其强大的长线运营能力与充足的游戏新品后备有望为公司业绩提供新动能。长期来看，在 AIGC 快速发展下，AI 绘画有望帮助公司实现场景和原画的低成本、高质量的批量生产，从而实现降本提效。ICT 运营管理业务方面，公司全年受到新老客户的支持，在中国 IT 服务管理市场中占有率连年保持前列，该业务全年业绩保持稳定发展。公司深化运营商 ToB 业务侧提供服务，随着运营商 IT 资本开支结构性增长，公司 ICT 运维业务有望助力公司业绩边际改善。公司紧跟市场需求，有限度地深耕能源、信息安全等新行业运维发展，不断提高行业可靠性、稳定性和安全性。总体来说，公司游戏业务进行题材、玩法创新，基本盘不断夯实，伴随三大运营商自身网络建设和 IT 系统的投入带动 ICT 市场新增量，

公司有望在信息安全、云服务方面打开运维市场新空间，业绩有望保持高增长。

**ICT 智能化发展打开成长新空间，研发能力提升助业绩边际改善。**近年来随着各行业信息化、自动化和智能化水平的提高，国内 ICT 领域长期投资增长趋势不改，ICT 运营市场迎来自行业新增量。ICT 运营管理系统为企业精细化管理提供了有效支撑，云业务是数字时代下重要的产业基础设施，公司有望在行业发展中持续受益。同时，2022 年我国自主研发游戏海外市场继续扩大，近年海外市场销售收入增速高于国内销售收入增速。公司在海外市场积极布局，在全球最大的美国市场取得突破，有力的促进了公司手游产品的全球化运营能力。我们看好公司未来高成长趋势，结合公司 2022 年度业绩预告，我们给予公司 2022E-2024E 年归母净利润预测值为 5.44 亿元、6.68 亿元、7.99 亿元，对应 EPS 为 0.28 元、0.34 元、0.41 元，对应 PE 为 28.83 倍、23.53 倍、19.67 倍，考虑技术及产品核心优势，给予“推荐”评级。

**风险提示：**创新业务市场落地风险、未来 ICT 环境和运营管理领域竞争格局变化的风险、新游戏开发与运营风险、商誉减值风险等。

(分析师: 赵良毕, 岳铮)

## **腾讯控股(0700.HK): 业务同步迎来复苏, 未来增量显著**

### 1、事件

22Q4 公司实现营收 1449.54 亿元，同比+0.53%，环比+3.47%；NON-IFRS 归母净利润为 297.11 亿元，同比+19.42%，连续两个季度盈利回升。全年实现营收 5545.52 亿元人民币，同比-1.0%；Non-IFRS 净利润为 1156.49 亿元，同比-6.57%；毛利率为 42.7%，同比上升 2.55pct；Non-IFRS 净利率为 20.9%，同比下降 1.2pct。

### 2、核心观点

**海外游戏表现亮眼，国内游戏迎来修复。**22Q4 网络游戏收入 418 亿元，同比下降 2.34%。国际游戏市场收入 139 亿元，同比增长 5%，占游戏收入比重提升 5pct 至 33%，主要系老游《VALORANT》借助新英雄和游戏模式于 Q4 取得 MAU 和流水同比增长，《使命召唤手游》和《英雄联盟》贡献增量，Q4 成功发布新游《胜利女神：妮姬》和《战锤 40K：暗潮》；本土游戏市场收入下降 6%至 279 亿元，但仍保持市场领先地位，《王者荣耀》Q4 恢复 DAU 同比增长，并于 23 年春节假期取得流水新高。2023 年 2 月发布新游《黎明觉醒：生机》，且未来储备产品丰富，国内市场有望重回增长。

**广告需求改善，视频号及小程序投放效率、变现能力提升。**22Q4 网络广告营收为 246.6 亿元，同比增长 14.6%，其中社交广告营收 214 亿元，同比增长 17%。包括视频号信息流广告在内的更多广告库存得到释放，同时电商平台、快消及游戏行业广告主的广告开支显著增长，

广告主需求有所改善。公司加强了广告生态系统驱动交易的能力，Q4 引流到商家企业微信和小程序的广告占微信广告收入超 1/3。公司提升后的机器学习基础设施提升了广告主的广告转化率和投资回报率。

**金融科技短暂受阻，企业服务业务缩减。**22Q4 金融科技及企业服务收入为 472.44 亿元，同比下降 1.49%。Q4 商业支付业务暂时收到疫情影响，交易金额增长放缓。随着消费复苏，截止目前 23Q1 商业支付金额恢复双位数同比增长，金融科技服务将带来增量。

### 3、投资建议

随着经济恢复，公司业绩有望逐步恢复增长，我们预计公司 23-24 年归母净利润分别为 1367.79/1555.07 亿元，对应 EPS 分别为 14.30/16.25 元，对应 PE 分别为 23/20X，继续维持推荐评级。

**风险提示：**互联网行业监管风险，市场竞争加剧的风险，云计算发展不及预期的风险等。

(分析师：岳铮)

### 分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

分析师：周颖，食品饮料行业分析师，清华大学本硕，2007年进入证券行业，2011年加入银河证券研究院。多年消费行业研究经历。

### 评级标准

#### 行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报 10%及以上。

#### 公司评级体系

推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。

中性：指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。

### 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

### 联系

#### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

#### 机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 [suyiyun\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:suyiyun_yj@chinastock.com.cn)

程曦 0755-83471683 [chengxi\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:chengxi_yj@chinastock.com.cn)

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

陆韵如 021-60387901 [luyunru\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:luyunru_yj@chinastock.com.cn)

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 [tangmanling\\_bj@chinastock.com.cn](mailto:tangmanling_bj@chinastock.com.cn)