

## 东吴证券晨会纪要

## 东吴证券晨会纪要 2023-03-30

## 宏观策略

2023年03月30日

## 宏观点评 20230328: 工业企业的“无利润”复苏?

开年以来,服务业复苏较快、而工业企业复苏偏慢,但这次工业企业“无利润”的复苏仍在市场意料之外,背后原因是什么?我们认为1-2月工业企业利润主要受到内外需求不足的拖累。

## 宏观点评 20230328: 社零与消费税走势为何背道而驰?

为何社零与消费税走势背道而驰?我们认为主要原因是消费税的提前入库以及消费税和社零的统计差异,消费复苏的烟火气仍在,而经济已经进入去库存阶段,是否能加速过度到主动补库将是复苏斜率的重要影响因素。

## 固收金工

## 固收深度报告 20230329: 地方债务空间还有几何?

1) 中央持续发力完善地方债务风险管理,显性债务平稳增长,隐性债务逐步化解; 2) 地方债务风险的动态监管机制中,债务率及债务风险等级如何衡量? 3) 2022年地方财政收入承压,多数地区债务风险加剧,债务空间呈现收缩态势; 4) 预计2023年地方债存量的提升空间较为有限,置换与展期重组或成发力点。

## 固收点评 20230329: 山路转债: 路桥施工行业区域龙头企业

我们预计山路转债上市首日价格在108.06~120.38元之间,我们预计中签率为0.0137%

## 行业

## 锂电回收行业跟踪周报: 锂价&amp;折扣系数持续下降,再生盈利渐企稳

投资建议: 锂电循环十五年高景气长坡厚雪,再生资源价值凸显护航新能源发展。重点推荐: 天奇股份、宁德时代、比亚迪、华友钴业、中伟股份、振华新材、格林美; 建议关注: 光华科技、南都电源、旺能环境、赣锋锂业、厦门钨业。

## 环保行业点评报告: 河南省印发加快钢铁产业高质量发展实施方案,推动钢铁产能超低排放改造

全国碳市场碳排放配额(CEA)行情: 2023年3月28日,CEA涨跌幅0.00%; 收盘价56.00元/吨; 成交量476,100吨; 成交额24,558,240.00元。

## 推荐个股及其他点评

## 南网储能(600995): 2022年报点评: 重视新型电力系统下电网侧储能运营资产的压舱石地位

事件: (1) 公司公布2022年年报,2022年实现营业收入82.61亿元,同比增长0.64%; 实现归母净利润16.63亿元,同比增长33.25%; 实现扣除非经常性损益3.97亿元,同比增长391.59%,业绩符合我们预期。当前装机: 公司在运抽水蓄能1028万千瓦,市占率22.5%; 在运新型储能11.1万千瓦,占比0.9%。未来规划装机: 到2025年抽水蓄能投产1388

晨会编辑 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

万千瓦，占比 22.4%；新型储能投产 200 万千瓦，占比从当前 0.9% 提升至 7%。主营业务分析：公司抽水蓄能毛利率 53.88%、调峰水电毛利率 66.97%、电池储能毛利率 34.64%。

**海尔生物 (688139): 2022 年度报告点评: 业绩符合预期, 长期积聚动能充足**

盈利预测与投资评级: 考虑到疫情扰动下公司的经营变化, 我们将公司 2023-2024 年营收预期从 38.14 /48.32 亿元下调至 35.69/45.32 亿元, 归母净利润从 8.10/10.52 亿元下调至 8.00/10.35 亿元, 我们预计公司 2025 年营收与利润分别为 56.70/13.11 亿元, 当前股价对应 PE 分别为 26/20/16 ×, 维持“买入”评级。

**华润万象生活 (01209.HK): 2022 年年报点评: 高增长高派息, 重奢商管龙头地位稳固**

盈利预测与投资评级: 华润万象生活作为具备重奢护城河的商管和物管公司, 竞争优势显著。公司不断修炼内功提升经营效益和管理能力。随着疫情影响下的物业收缴率降低、租金减免等外部因素消除, 公司有望在 2023 年保持业绩高增。我们维持其 2023/2024 年归母净利润预测为 28.4/36.7 亿元, 预测 2025 年归母净利润为 45.2 亿元, 对应的 EPS 分别为 1.24 元/1.61 元/1.98 元, 对应 PE 分别为 27.2X/21.1X/17.1X, 维持“买入”评级。风险提示: 市场化外拓不及预期; 消费复苏不及预期; 疫情反复影响超预期。

**志特新材 (300986): 可转债发行助力公司加速全国化布局和海外开拓**

可转债发行落地助力公司加速全国化布局和海外开拓。公司本次拟发行可转换公司债券总规模为 61,403.30 万元, 拟用于江门基地二期、重庆基地一期的建设以及补充流动资金。我们认为可转债资金的落地将进一步优化公司资本结构, 强化资金实力。一方面将助力公司加速全国化布局, 重庆基地的建设将填补公司在西南市场的产能空白, 支撑公司在成渝地区市场的加速开拓; 另一方面也将支撑公司海外市场的开拓, 江门基地扩产在保障珠三角大本营市场的同时还将辐射公司已有布局的东南亚市场。盈利预测与投资评级: 铝模板行业中长期渗透率将持续提升, 供给侧经历出清, 公司作为快速成长的铝模板租赁龙头, 上市后加速国内外布点、扩张产能, 延伸爬架、PC 构建等品类提升客单价, 且在信息化系统赋能下精细化管理能力、客户服务能力位居业内优秀水平, 驱动收入、利润高速增长。我们维持公司盈利预测, 预计 2022-2024 年归母净利润 1.98/2.70/3.60 亿元, 对应 EPS 1.21/1.65/2.20 元, 市盈率 33/24/18 倍, 维持“增持”评级。风险提示: 市场竞争程度超出预期、地产信用风险暴露、铝价大幅度上涨的风险。

**杭叉集团 (603298): 景气复苏、锂电化与全球化共振, 看好国产叉车龙头成长性**

盈利预测与投资评级: 我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 10/13/16 亿元, 同比增长 9%/35%/22%, 当前市值对应 PE 为 19/14/11 倍。公司市场地位稳固, 业绩增速稳健, 短期有望受益下游制造业复苏, 中长期受益叉车行业锂电化, 首次覆盖给予“增持”评级。风险提示: 市场竞争加剧, 原材料价格波动, 宏观经济波动, 汇率波动风险

**威胜控股 (03393.HK): 2022 年业绩点评: 内增稳健+海外快速扩张, 业绩符合预期**

基于公司在能源物联网龙头地位且行业发展前景良好, 我们调整公司

2023-2024EPS 预测值为 0.39/0.47 元（前值为 0.37/0.50 元），新增 2025 年预测值 EPS0.61 元,对应 PE 分别为 7/6/4 倍，维持“买入”评级。

**百诚医药（301096）：2022 年报点评：业绩符合预期，充沛订单维持业绩高增速**

盈利预测与投资评级：考虑到订单确认波动，我们将公司 2023-2024 年归母净利润预期从 2.92/4.04 亿元修改为 2.86/3.92 亿元，预计 2025 年归母净利润为 5.16 亿元，2023-2025 年对应 PE 估值分别为 26/19/14 倍；公司各业务管线高增速，研发项目储备丰富，我们看好公司成长空间，维持“买入”评级。

**汇通达网络（09878.HK）：2022 年年报点评：经调整归母净利润+16%符合预期，SaaS+增速亮眼**

事件：3 月 28 日公司发布 2022 年度报告。2022 年，公司实现收入 803.5 亿元，同比+22.2%；归母净利润 2.9 亿元，同比扭亏；实现经调整归母净利润 3.8 亿元，同比+15.7%。对应 2022H2 公司收入 404.6 亿元，同比+13.1%；经调整归母净利润 1.9 亿元，同比-8.1%。公司业绩符合此前业绩预告的预期。

**理邦仪器（300206）：2022 年年报点评：业绩低于预期，疫情影响基本出清，超声、IVD 表现亮眼**

盈利预测与投资评级：考虑到公司 22 年业绩受基数高及疫情影响交付等多方面因素影响业绩不及预期，我们将公司 2023-2024 年归母净利润预期由 4.56/5.87 亿元下调至 2.83/3.82 亿元，预计 2025 年归母净利润为 5.23 亿元。当前市值对应 2023-2025 年 PE 27/20/14 倍，同时考虑到公司疫情影响基本出清，23 年有望迎来业绩收获期，维持“买入”评级。

**莱茵生物（002166）：2022 年年报点评：收入符合预期，植提业务稳步增长**

公司天然甜味剂快速成长，工业大麻正式量产，短期收入不及预期主系：1）客户拓展进程缓慢；2）海外大麻供需阶段性不平衡；未来伴随推进拓展海外客户有望带来想象空间。考虑到未来海外工业大麻供需不确定性，我们先下调 2023-2024 年归母净利润分别为 2.94、4.21 亿元（前值分别为 3.29、4.78 亿元），同比+64%、43%（前值分别为 54%、45%），预计 2025 年归母净利润为 5.8 亿元，同比+37%，当前市值对应 2023-2025 年 PE 分别为 25/17/13X，维持“买入”评级。

**普源精电-U（688337）：2022 年报点评：业绩符合预期，产品高端化量利齐升**

考虑到公司新品快速放量，我们调整 2023-2024 年净利润预测为 1.9/2.7 亿元，预计 2025 年净利润 3.9 亿元，当前市值对应 PE 为 61/42/29 倍，维持“增持”评级。

**国联证券（601456）：2022 年报点评：整体业绩符合预期，外延并购加速业务版图扩张**

我们调整 2023-2024 年归母净利润预测至 10.24/13.28 亿元（前值分别为 14.02/17.48 亿元），同比增速分别为 33.44%/29.70%，对应 2023-2024 年 EPS 调整至 0.29/0.38 元；预计 2025 年公司归母净利润将达到 15.02 亿元，对应增速将达到 13.11%，对应 EPS 为 0.43 元。当前市值对应 2023-2025 年 PB 分别为 1.57/1.51/1.45 倍。我们认为国联证券有望通过外延式并购进一步强化财富管理及投行业务能力，在优秀管理层的加持下将迎来业绩的高速增长期。公司中长期发展空间可观，维持“买入”评级。

**海螺水泥 (600585): 2022 年年报点评: 下行期彰显龙头竞争力, 中期景气有望回升**

行业景气底部回升, 公司在行业下行期彰显成本领先等综合竞争优势, 产业链上下游业务扩张为公司提供新的增长动能。基于地产投资缓慢修复, 煤价维持高位等因素, 我们下调公司 2023-2025 年归母净利润至 170.2/206.2/219.1 亿元 (2023-2024 年预测前值为 230.0/266.2 亿元), 3 月 28 日收盘价对应市盈率 8.8/7.2/6.8 倍, 维持“增持”评级。

**泰格医药 (300347): 2022 年年报点评: 疫情扰动下临床 CRO 龙头韧性十足**

公司 2022 年全年实现营收 70.85 亿元, 同比增长 35.91%, 归母净利润 20.07 亿元, 同比降低 30.19%, 主要系非经常性损益收窄, 扣非归母净利润 15.40 亿元, 同比增长 25.01%, 经营性现金流 13.58 亿元, 同比下降 4.66%; 单 Q4 实现营收 16.79 亿元, 同比下降 7.65%, 归母净利润 4.02 亿元, 同比下降 63.23%, 扣非归母净利润 3.47 亿元, 同比下降 4.21%, 业绩略低于预期。

**旭升集团 (603305): 公告点评: 出海战略开启, 加速全球布局**

我们维持公司 2023-2025 年营收预测为 70.4/ 95.1/ 123.6 亿元, 同比分别 +58%/+35%/+30%, 维持 2023-2025 年归母净利润为 10.5/14.6/19.3 亿元, 同比分别 +50%/+39%/+32%, 对应 EPS 分别为 1.6/2.2/2.9 元, 对应 PE 分别为 23.3/16.8/12.7 倍, 维持“买入”评级。

**百奥赛图-B (02315.HK): 2022 年年报业绩点评: 业务多点开花维持高速增长**

公司公布 2022 年年报, 2022 年公司实现营收 5.34 亿元, 同比增长 50.6%, 毛利为 3.92 亿元, 同比增长 58.3%, 毛利率上升 3.59 pct 至 73.38%, 截至 2022 年年末现金及现金等价物为 6.11 亿元。业绩略低于预期。

**比亚迪 (002594): 2022 年年报点评: 业绩符合市场预期, 单车盈利同比高增**

考虑公司会计准则变更及补贴退坡影响, 我们下修公司 2023-2025 年归母净利润预测至 257/337/445 亿元 (23-24 原预测值为 302/401 亿元), 同增 55%/31%/32%, 对应 PE 28x/21x/16x, 给予 2023 年 35 倍 PE, 目标价 309 元, 维持“买入”评级。

**容百科技 (688005): 2022 年年报点评: 业绩符合预期, 23 年盈利预计基本维持**

盈利预测与投资评级: 由于正极加工费年降, 我们下修公司 2023-2025 年归母净利润至 17.09/22.36/30.04 亿元 (23/24 年原预期 20.07/27.16 亿元), 同增 26%/31%/34%, 对应 PE 为 18x/14x/10x, 考虑公司作为三元正极龙头, 销量持续提升, 海外布局优势明显, 给予 2023 年 25xPE, 目标价 94.8 元, 维持“买入”评级。风险提示: 电动车销量不及预期, 上游原材料价格大幅波动。

**阿里巴巴-SW (09988.HK): 阿里组织架构再次变革, 组织效率和竞争力有望大幅提升**

盈利预测与投资评级: 基于公司各个板块业务的效率的提升, 维持此前公司的盈利预测, 我们预计 2023/2024/2025 财年 EPS 为 6.0/7.6/9.4 元, 2023-2025 财年对应 PE 12.3/9.8/7.9 (以 2023/3/28 当天的汇率港币/人民币 = 0.88 为基准)。综合考虑公司业务成长、竞争优势与壁垒, 我们认为公司当前估值水平具备较强的投资价值, 维持公司“买入”评级。

**TCL 中环 (002129): 2022 年年报点评: 硅片盈利坚挺, 结构持续优化**  
我们维持 2023-2024 年归母净利润预测 94/120 亿元, 预计 2025 年归母净利润 139 亿元, 同比增长 38%/29%/15%, 对应 2023-2025 年 EPS 为 2.9/3.7/4.28 元。给予公司 2023 年 20 倍 PE, 对应目标价 58.1 元, 维持“买入”评级。

**和而泰 (002402): 2022 年年报点评: 业绩符合预期, 汽车电子&储能业务高速增长**

事件: 公司发布 2022 年年度报告 投资要点: 业绩符合预期, 盈利能力有望持续改善: 2022 年实现营收 59.7 亿元, yoy-0.3%, 归母净利润 4.4 亿元, yoy-20.9%, 扣非归母净利润 3.8 亿元, yoy-20.9%, 业绩基本符合市场预期, 其中单四季度营收 15.4 亿元, yoy -4%, 归母净利润 1.1 亿元, yoy-8.3%, 同比降幅缩窄表现改善。由于受到下游需求疲软及客户去库存影响, 基本盘业务家电板块实现收入 36.7 亿元, yoy-7%, 电动工具板块实现收入 7.5 亿元, yoy-21%。公司全年毛利率整体同比下降 0.82pct, 其中单四季度毛利率较 22Q3 提升 5.2 pct, 较 21Q4 提升 1.2 pct, 主要系高毛利 T/R 芯片业务收入占比提升及高价原材料影响缓解, 盈利能力有望持续改善。 汽车电子、储能新业务高速增长, 订单充沛: 公司汽车电子业务实现营收 3 亿元, yoy+83.9%, 公司与全球知名 tier1 厂商持续战略合作的同时, 与比亚迪、蔚来、小鹏及一汽红旗、合众、广汽等整车厂开展合作, 在车身域控制等多领域提供产品, 公司近期公告与博格华纳签订新供应合同总金额 2.5 亿欧元, 项目及订单持续突破。储能业务板块取得从零到一突破, 全年实现营收 0.6 亿元, 近期与战略客户签订合作协议, 约定该客户在 2023 年向顺德和而泰采购 50 万套以上储能领域产品订单, 打开业务天花板, 公司基于技术储备和现有客户资源渠道, 在电池管理系统 (BMS)、储能变流器 (PCS) 领域进行了布局, 储能业务增长动力足。定增彰显信心, 子公司钺昌科技 T/R 芯片快速成长  
盈利预测与投资评级: 考虑家电、工具等需求不及预期叠加上游原材料供需紧张影响, 我们下调公司 23-24 年归母净利润, 预测 23-25 年归母净利润为 7.1/9.5/12.9 亿元 (23-24 年前值为 8.9/12.4 亿元), 同比 +63%/+34%/+35%, 我们长期看好智能化大趋势下公司具有技术研发、供应链管理综合实力, 家电、工具板块需求回暖叠加公司汽车电子、储能新业务快速增长, 维持“买入”评级。 风险提示: 上游原材料价格波动的风险; 新业务进度不及预期。

**可立克 (002782): 2022 年年报点评: 全年业绩符合预期, 新能源业务持续高速增长**

22 全年业绩符合预期, 新能源市场高景气有望持续拉升长期业绩。22 全年, 公司实现营收 32.7 亿元, yoy+98%, 归母净利润 1.1 亿元, yoy+323%, 扣非归母净利润 1.8 亿元, yoy+214%, 其中, 22Q4 实现营收 12.9 亿元, yoy+171%, 归母净利润 0.4 亿元, yoy+190%。受益于新能源汽车、光伏、充电桩等新能源市场需求旺盛, 以及海光电子并表, 叠加公司持续加大扩产及研发力度, 公司 22 全年业绩实现快速增长。 新能源磁性元件需求旺盛, 公司业务实现高速增长。公司磁性元件业务 22 全年营收达 24.3 亿元, 同增 165%, 主要是因为新能源领域产品主导拉动高增长。未来, 新能源磁性元件市场有望迎来供需格局双边优化, 需求端, 新能源汽车、光伏储能、充电桩领域磁性元件市场规模将持续高速增长; 供给端, 国内磁性元件市场份额有望向头部供应商集中。供需格局双边优化背景下,

公司持续加大扩产及研发投入力度，22 年实现安徽可立克顺利投产，成功研发光储、充电桩、新能源汽车等多领域新品，未来，公司有望凭借资金、规模优势，深度受益新能源市场高景气度。 并购海光电子强强联合，海光电子盈利能力已见改善拐点。公司于 22Q3 取得海光电子控制权，与海光电子存在产品结构、客户、改善融资等多方面协同效应。22 年海光电子盈利能力已见改善拐点，其自购买日至 22 年期末营收、净利润分别达 9.46 亿元、0.21 亿元，对应净利率提升至 2%（20、21 年净利率为 0.2%、-0.6%），海光电子拟于安徽马鞍山设立全资子公司作为其生产基地，该举措有望实现降低成本、绑定客户双效并举，带动海光电子盈利能力稳步提升。 盈利预测与投资评级：新能源车、光伏储能、充电桩等领域需求强劲打开增长天花板，公司并购海光电子强强联合，成长确定性增强。我们维持公司 23/24 年的盈利预测，23-25 年归母净利润为 3.99/5.61/7.04 亿元，当前市值对应 PE 分别为 22/16/12 倍，维持“买入”评级。 风险提示：下游市场需求不及预期；行业竞争加剧；原材料价格上涨；投资损益波动风险。

## 宏观策略

### 宏观点评 20230328: 工业企业的“无利润”复苏?

开年以来,服务业复苏较快、而工业企业复苏偏慢,但这次工业企业“无利润”的复苏仍在市场意料之外,背后原因是什么?我们认为1-2月工业企业利润主要受到内外需求不足的拖累。1-2月工业企业生产平稳,但利润端让人大跌眼镜。2023年1-2月全国规模以上工业企业实现利润总额8872.1亿元,同比下降22.9%(按可比口径),录得近两年来的最低增速。开年工业企业生产总体表现平稳,可利润端并未见到起色,反而增速快速下滑。成本费用刚性下,收入更加明显的下滑导致企业利润率下降。价、量、利润率拆解来看,价下量上,利润率下行。具体来说,1-2月工业增加值累计同比增速为2.4%,而在高基数影响之下,PPI累计同比增速为-1.1%。1-2月营收利润率同比增速为-23%,可见利润率的回落是造成规上企业利润下降的主要原因,而利润率的下降与成本和费用的相对刚性有关。由于企业营收同比下滑1.3%,下降速度快于费用下滑的0.2%,导致1-2月每百元营业收入中的成本升至84.9元,同比增长0.9元;每百元营业收入中的费用升至8.5元,同比增长0.2元,近两年内同比增长首次由负转正。上中下游企业皆受到来自不同方面的影响,为利润端不断施压。从上游来看,煤炭开采业利润占比自去年以来就处于高位。然而,主力电厂暂无采煤计划、中小企业也在等待降价,这促使了煤价的不断调低,使工业企业中重要性较高的煤炭开采业利润空间变窄。从中游来看,计算机和电子设备制造业严重受到外需大幅下滑的影响。结合集成电路出口相关数据来看,集成电路出口数量和金额均呈下行趋势,2月时出口金额降幅超出口数量降幅,海外对我国电子产品的需求韧性受损,企业压力较大。从下游来看,汽车制造业的负增长与国内“汽车全面降价潮”相关:近期为促进汽车需求、处理库存、适当回收成本,有诸多降价政策被陆续推出,而降价也在一定程度上会对车企盈利能力产生负面影响。不同工业企业类型利润总额增速齐下降。分企业经济类型来看,1-2月规模以上工业企业中,国有及控股企业利润总额增速为-17.5%(上年12月为3%),股份制企业为-19.4%(上年12月为2.7%),私营企业为-19.9%(上年12月为-7.2%),外商及港澳台商投资企业为-35.7%(上年12月为-9.5%),四种企业类型利润总额增速齐下跌,其中外资企业利润增速的下降较为明显。工业企业利润向上游采矿业聚集。分不同行业来说,以利润占比来看,1-2月工业企业利润总额主要来自于上游的煤炭开采和洗选业(16.4%)、石油和天然气开采业(7.2%)、化学原料和化学制品制造业(5.6%)、有色金属矿采选业(5%)和非金属矿物制品业(3.7%),上游企业利润合计占比从上年12月的28.5%提高至40.2%,重要性提升。而中游企业利润占比从上年12月的36.8%下滑至17.2%;下游行业利润占比基本不变,从上年12月的35%小幅下滑至34.8%。以利润同比增速来看,上游采矿业利润总额增速表现较佳。而更多行业利润总额同比增速大幅下滑。总的来说,上游采矿业利润在占比和增速上均占优势,工业企业利润向上游采矿业聚集。目前来看,制造业受内外需压力较大,工业企业利润上行仍有压力,我国经济复苏的主旋律在于服务业和建筑业。风险提示:海外货币政策收紧下外需回落,海外经济提前进入显著衰退,严重拖累我国出口。毒株出现变异,疫情蔓延形势超预期恶化。工业企业当期赊销商品较多,资金回收较慢。

(证券分析师:陶川 证券分析师:邵翔)

### 宏观点评 20230328: 社零与消费税走势为何背道而驰?

1-2 月社零和消费税增速一升一降, 消费复苏到底如何? 根据公布的 1-2 月经济数据来看, 社零同比增速达 3.5%, 走出 2022 年下半年的同比萎缩区间。正当市场认为在政府各类“促消费”举措的刺激下, 社会消费正处于稳步恢复阶段时, 随之公布的财政数据却又给人“当头一棒”: 1-2 月消费税大幅回落, 其同比增速为-18.4%, 为近两年以来的最低值。为何社零与消费税走势背道而驰? 我们认为主要原因是消费税的提前入库以及消费税和社零的统计差异, 消费复苏的烟火气仍在, 而经济已经进入去库存阶段, 是否能加速过度到主动补库将是复苏斜率的重要影响因素。高基数效应是造成消费税负增长的部分原因, 但并非是使消费税与社零走势分化的“导火索”。据财政部发布的官方解释, 消费税同比下降-18.4%的主要原因系“2022 年同期基数较高”。参考 2015 至 2021 年 1-2 月消费税变动范围 2027-3720 亿元, 2022 年 1-2 月 4372 亿元的消费税水平的确是属于较高水平, 使 2023 年同期消费税在高基数下负增长。然而, 2022 年 1-2 月社会消费品零售总额水平同样高于 2015 至 2021 年同期变动区间, 但在上行空间有限的情况下, 2023 年 1-2 月社零仍实现了 3.5% 的正增长。同处于高基数效应下的社零数据能继续上行, 证明高基数并非是消费税与社零走势分化的主要因素。2022 年消费税“反常态化”入库时间或使 2023 年开年消费税缩水明显。中央税包括关税、消费税、海关代征的消费税和增值税以及车辆购置税四种, 中央政府可以控制中央税的入库时间。其中, 消费税和海关代征的消费税在税收中的占比较高, 可视为政府控制税收入库时间的重要工具。观测近年趋势, 中央税通常延迟到次年一季度入库的较多, 主要原因在于推迟入库时间能有效地平滑跨年财政收入的波动。具体来说, 推迟税收入库可以避免税收收入基数的抬高, 也使次年财政目标更易完成。但 2022 年由于财政收支平衡压力加大, 中央税不得不提前至本年年末入库, 导致消费税入库时间被打乱、2023 年开年消费税缩水明显。这也使得消费税同社零发生背离走势。从统计方式来看, 消费税和社零统计项目有较大差异, 社零涵盖范围更广。经过多次对消费税的改革调整, 目前我国现行消费税主要是对少数消费品进行征收, 包括烟、酒、高档化妆品、成品油等 15 个具体税目。相比较, 社零数据涵盖的消费品范围更广, 虽然两者细分项目略有重叠, 但两者统计出入仍比较大。目前大多消费税税目在生产环节征收, 不太符合社零数据逻辑。消费税的征税模式通常有两种: 一种是在生产环节征收消费税, 另一种是在零售环节征收。我国共对消费税税目征收环节进行了五次改革, 现我国消费税征收环节具体情况为: 除了贵重首饰及珠宝玉石只在零售环节征税、超豪华小汽车以及卷烟和电子烟分别在零售环节和批发环节再加征一道消费税以外, 其他应税消费品均在生产环节征税。因此, 现在消费税的征收环节主要还是在生产环节, 税款由生产企业先行缴纳, 待出售后才能转嫁至消费端, 所以消费税整体与社零数据的统计逻辑不太匹配。烟酒类商品零售额与消费税的增速走势更呼应, 但仍有一定偏差。根据《中国税务年鉴》, 消费税中占比最高的税目依次为烟类消费税(约占 50%)、成品油消费税(约占 35%)、汽车类消费税(约占 10%)和酒类消费税(约占 3%)。与社零中相关细项的增速走势结合来看, 我们发现消费税增速走势确与烟酒类零售额增速的适配度更高, 主要原因在于烟酒类消费税在消费税整体中的占比最高。不过, 消费税与烟酒类零售额增速也会时常出现偏离, 我们认为原因仍在于消费税主要在生产环节和委托加工环节课征。基于此, 消费税和社零增速的分化可以看作是下游产商在累库还是去库的侧面验证指标: 如

果消费税增速明显快于相关消费零售增速，说明生产比销售增速要快，处于累库存阶段；反之亦然。 综上原因，1-2月社零数据与消费税数据的“背道而驰”并不显奇怪，社零数据为更优观测指标。在消费税入库时间可控、涵盖消费品范围更窄、绝大多数应税消费品只在生产环节一次性征收等因素的共同作用下，在今年年初市场普遍认为消费逐渐转好之际，消费税仍出现了较大偏差，因此用消费税观测消费恢复情况并不是最优解。相比之下，或许社零数据更能反映消费复苏态势，1-2月社零增速的上行也说明“烟火气”愈发升腾，经济可能已经进入去库存阶段，而是否能从被动去库向主动补库转变，则是经济复苏是否可持续的重要看点。 风险提示：海外货币政策收紧下外需回落，海外经济提前进入显著衰退，严重拖累我国出口。毒株出现变异，疫情蔓延形势超预期恶化。

（证券分析师：陶川 证券分析师：邵翔）

## 固收金工

### 固收深度报告 20230329：地方债务空间还有几何？

事件 中央持续发力完善地方债务风险管理，显性债务平稳增长，隐性债务逐步化解：地方政府债务分为显性和隐性债务。1) 显性债务指政府公告发布的直接债务，目前仅包含一般债券和专项债券，存量规模在2014-2022年间稳定扩大。2) 隐性债务指地方政府在法定限额之外以财政资金偿还的债务，2018年中央开启对地方隐债的系统性监管，要求化存遏增，2020年起再融资债可置换地方隐债、发行量大增，叠加近两年隐债重要来源—城投带息债务增速大幅放缓，说明隐债化解工作已显成效。 地方债务风险的动态监管机制中，债务率及债务风险等级如何衡量？：财政部于2020年起对地方债务情况进行动态评估与监督，债务率与债务风险等级成核心评估要素。1) 债务率系地方债务占综合财力比重，能够反映当地债务压力及地方政府债务偿还能力，推测计算公式为（显性债务余额+隐性债务余额）/（一般公共预算财力+政府性基金预算财力）。2) 债务风险等级系债务率水平的衡量标准，以300%、200%、120%为界划分红、橙、黄、绿四个风险等级。3) 债务空间系某地区在债务风险等级与债务限额的双重约束下基于就低不就高的原则所能实现的最大增量空间，本文测算了2022年各省的整体债务空间，及在红线（300%）和橙线（200%）约束下所能达到的“非隐债化解类”地方债的扩容空间。4) 本文测算结果或与官方口径存在偏误，用发债城投带息债务指代隐债或高估债务率并低估债务空间，且对强区域的扭曲程度更为显著。 2022年地方财政收入承压，多数地区债务风险加剧，债务空间呈现收缩态势：1) 债务存量上，地方债务规模增速达8.5%，4省债务余额超5万亿元，其余地区多在1万至5万亿元间，部分弱区域处于千亿级别；债务构成上，经济强省的隐债占比整体偏高，隐债化解背景下2022年各省隐债占比均下降；债务限额上，新增债务限额4.37万亿元，17个省的新增额度超千亿。2) 综合财力方面，2022年各省地方本级收入占比全面下降，财政收入普遍承压，强区域因财政自给程度偏高导致综合财力普遍下滑，多数弱区域在中央支持下综合财力提升。3) 测算结果显示，处于红、橙、黄、绿色债务风险等级的省区市分别有15、5、7、4个，债务风险分化明显且多地债务率恶化，华南地区债务率普遍较低，西南和华东地区较高；整体债务空间方面，地方政府能在财政部审批的债务限额下多发行2.46万亿元地方债，规模同比下降14%，说明隐债置换空间较为有限，其中华东地区的债务空间最大、

东北地区最小；对于债务率红线，15个地区尚有举债空间，最多能新增不置换隐债为用途的地方债1.33万亿元，同比下降30%，其中空间最大的系华北地区；对于债务率橙线，11个地区尚有8,382亿元的“非隐债置换类”地方债的举债空间，同比收缩21%，增量规模受限，其中华东地区空间最大。预计2023年地方债存量的提升空间较为有限，置换与展期重组或成发力点：1) 地方债新增额度提升，但总限额增速同比下降1.13pct，表明地方债存量上限的扩张速度小幅放缓。2) 2023年地方债务管理仍以“遏增化存”为主，债务置换与展期重组等化债措施可预期性较高；隐债置换方面，估测2023年地方债务总限额为43.3万亿元，同比增长16%，对应全年隐债置换规模上限为7.4万亿元，表明最多可化解2022年末地方隐债存量的13%；债务展期与重组方面，基于市场化原则的展期重组措施持续得到中央支持，2023年或能在多方配合下进一步推广应用，有利于降低城投债“破刚兑”概率，缓释信用风险。3) 需警惕债务空间扩容速度放缓、地方财政收入波动造成的区域违约风险，建议对中央补助依赖较大且债务风险较高的弱区域持谨慎态度，如甘肃、宁夏、广西等；推荐关注地方本级财政经济实力较强、市场认可度较高的江苏、广东、浙江、上海等优质区域，及对中央补助依赖性偏弱、债务风险相对可控或隐债置换空间相对较大的福建、山西、河北、安徽等省份。风险提示：债务率测算误差，隐债化解不及预期，地方债务风险波动。

(证券分析师：李勇 研究助理：徐津晶)

#### 固收点评 20230329：山路转债：路桥施工行业区域龙头企业

事件 山路转债(127083.SZ)于2023年3月24日开始网上申购：总发行规模为48.36亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于国道212线苍溪回水至阆中PPP项目等项目建设和流动资金补充。当前债底估值为90.64元，YTM为2.01%。山路转债存续期为6年，联合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：0.2%、0.4%、0.6%、1.5%、1.8%、2.0%，公司到期赎回价格为票面面值的108.00%（含最后一期利息），以6年AA+中债企业债到期收益率3.72%（2023-03-24）计算，纯债价值为90.64元，纯债对应的YTM为2.01%，债底保护较好。当前转换平价为91.31元，平价溢价率为9.52%。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30日至2029年03月23日。初始转股价8.17元/股，正股山东路桥3月24日的收盘价为7.46元，对应的转换平价为91.31元，平价溢价率为9.52%。转债条款中规中矩，总股本稀释率为27.49%。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8.17元计算，转债发行48.36亿元对总股本稀释率为27.49%，对流通盘的稀释率为28.88%，对股本有一定的摊薄压力。观点 我们预计山路转债上市首日价格在108.06~120.38元之间，我们预计中签率为0.0137%。综合可比标的以及实证结果，考虑到山路转债的债底保护性较好，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108.06~120.38元之间。我们预计网上中签率为0.0137%，建议积极申购。山东高速路桥集团股份有限公司具有多年从事路桥项目承揽、施工的业务经验，具备完整的业务体系和直接面向市场独立经营的能力，以路桥工程施工与养护施工为主营业务。公司先后四获国家建筑工程最高奖鲁班奖，十获国家优质工程金质奖和银质奖，两获国家科技进步奖，一获中国土木工程詹天佑奖，并创下我国公路与桥梁建设史上的诸多“第一”和“之最”。2017年以来公司营收稳步增长，

2017-2021年复合增速为46.80%。自2017年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率不断增长，2017-2021年复合增速为46.80%。2021年，公司实现营业收入575.22亿元，同比增加67.03%。与此同时，归母净利润也不断浮动，2017-2021年复合增速为38.75%。2021年实现归母净利润21.35亿元，同比增加59.48%。公司的主要营收构成稳定，路桥施工收入为主要营收来源，占比95%及以上。公司主要研发方向涵盖了路桥施工技术及装备、隧道施工技术和再生施工技术及装备等。在“城市敏感复杂环境下小净距隧道建设关键技术”“公路大跨径长悬臂钢-混组合梁旋转安装施工成套关键技术”“复杂地层隧道钻爆施工精准控制爆破与大数据平台研发关键技术”等专业方向成立研发团队，技术实力不断提高。公司销售净利率和毛利率维稳，财务费用率和管理费用率维稳。2017-2021年，公司销售净利率分别为4.67%、4.58%、3.52%、4.28%和4.78%，销售毛利率分别为12.69%、10.73%、9.28%、10.37%和11.77%。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

**锂电回收行业跟踪周报：锂价&折扣系数持续下降，再生盈利渐企稳**  
**投资要点** 与市场不一样的观点：成长重于周期，期待供需格局优化盈利回升。市场关心资源品价格对电池回收盈利的影响。我们认为电池回收具备资源价值，但商业模式本质为再制造，收入成本同向变动，利润相对纯资源企业稳定，而报废量15年的持续增长是丰厚的产业红利，持续成长属性凸显。近期金属波动周期性不强，锂价维持高位，废电池折扣系数持续回落，盈利企稳提升。期待行业出清产能供需平衡，龙头优势凸显。行业动态跟踪：欧盟《电池法规》敲定，规定废电池回收再生&电池再生材料利用目标。《电池法规》是欧盟“循环经济行动计划”下的一项重要立法，提高电池产品绿色门槛。《法规》对电池的碳足迹、使用再生原材料的比例、产品标识、电池健康状况与寿命的信息开放、回收和再利用等做出严格规定，包括1)为生产商设定废电池回收目标：便携式(2027年底63%，2030年底73%)与轻型交通工具(2028年底51%，2031年底31%);2)锂回收率目标：2027年50%2031年80%，根据市场和技术可修改;3)使用再生材料比例：初步设定不低于钴16%、铅85%、锂6%、镍6%;4)对电池厂进行严格尽调验证原材料来源等等。盈利跟踪：废电池折扣系数持续回落，盈利能力企稳提升。我们测算锂电循环项目处置三元电池料(Ni≥15% Co≥8% Li≥3.5%)盈利能力，根据模型测算，本周(2023/3/20~2023/3/24)项目平均单位碳酸锂毛利为2.32万元/吨(上周为4.41万元/吨)，平均单位废料毛利为0.37万元/吨(上周为0.70万元/吨)，锂回收率每增加1%，平均单位废料毛利增加0.075万元/吨。废电池折扣系数持续回落，锂电回收盈利回升。当前锂电回收行业经历一轮行业出清，龙头优势凸显格局改善盈利回升。金属价格跟踪：截至2023/3/24，1)碳酸锂价格下降。金属锂价格为231.50万元/吨，本周同比变动-1.5%;电池级碳酸锂(99.5%)价格为27.5万元/吨，本周同比变动-12.1%。2)硫酸钴价格微降。金属钴价格为30.70万元/吨，本周同比变动-1.3%;前驱体：硫酸钴价格为4.10万元/吨，本周同比变动-2.4%。3)硫酸镍价格微降。金属镍价格为18.34万元/吨，本周同比变动-0.3%;前驱体：硫酸镍价格为3.75万元/吨，本周

同比变动-2.6%。4) 硫酸锰价格维持, 低于 2021 年水平。金属锰价格为 1.64 万元/吨, 本周同比变动-0.6%; 前驱体: 硫酸锰价格为 0.65 万元/吨, 本周同比变动 0.0%。折扣系数持续回落。截至 2023/3/24, 折扣系数本周继续回落。1) 废旧 523 方形三元电池 (6%<Ni<11%,3%<Co<6%) 折扣系数平均 117, 本周同比变动-3.0pct; 2) 三元 523 极片&电池黑粉 (10%<Ni<25%,6%<Co<15%) 折扣系数平均 136, 本周同比变动-3.5pct; 3) 三元极片粉锂折扣系数平均 57, 本周同比变动-0.5pct; 4) 三元极片粉钴折扣系数平均 60, 本周同比变动-1.5pct; 5) 三元极片粉镍折扣系数平均 60, 本周同比变动-1.5pct; 6) 磷酸铁锂电池 (1%<Li<2%) 折扣系数平均 34, 本周同比变动-2.5pct; 7) 钴酸锂电池 (20%<Co<24%) 折扣系数平均 84, 本周同比变动-0.0pct。投资建议: 锂电循环十五年高景气长坡厚雪, 再生资源价值凸显护航新能源发展。重点推荐: 天奇股份、宁德时代、比亚迪、华友钴业、中伟股份、振华新材、格林美; 建议关注: 光华科技、南都电源、旺能环境、赣锋锂业、厦门钨业。风险提示: 锂电池装机不及预期, 动力电池回收模式发生重大变化, 金属价格下行, 行业竞争加剧

(证券分析师: 袁理 证券分析师: 任逸轩)

#### 环保行业点评报告: 河南省印发加快钢铁产业高质量发展实施方案, 推动钢铁产能超低排放改造

投资要点 重点推荐: 美埃科技, 国林科技, 景津装备, 赛恩斯, 仕净科技, 天壕环境, 高能环境, 英科再生, 三联虹普, 新奥股份, 九丰能源, 宇通重工, 凯美特气, 路德环境, 伟明环保, 瀚蓝环境, 绿色动力, 洪城环境, 天奇股份, 光大环境, 中国水务, 百川畅银, 福龙马, 中再资环。建议关注: 金科环境, 卓越新能, 山高环能, ST 龙净, 盛剑环境。全国碳市场碳排放配额 (CEA) 行情: 2023 年 3 月 28 日, CEA 涨跌幅 0.00%; 收盘价 56.00 元/吨; 成交量 476,100 吨; 成交额 24,558,240.00 元。证监会发布《关于进一步推进基础设施领域不动产投资信托基金 (REITs) 常态化发行相关工作的通知》。2022 年以来, 证监会会同国家发展改革委落实国办发 19 号文要求, 加快推进 REITs 常态化发行, 并从市场培育、项目推荐、审核注册、监管资源配置和完善配套政策等方面提出 10 条措施。《通知》从市场体系建设、审核注册流程与机制、全链条监管制度以及配套政策与立法 4 方面提出措施, 进一步推进 REITs 常态化发行工作。探索建立中国特色估值体系, 环保板块国企具备价值重估潜力。2022 年 11 月 21 日, 证监会主席易会满在金融街论坛年会上首次提出要探索建立具有中国特色的估值体系; 2023 年 2 月 2 日的证监会系统工作会议再次提及中国特色估值体系; 2023 年 3 月 5 日政府工作报告提出, 深化国资国企改革, 提高国企核心竞争力。截至 2023/3/24, 地方国企/中央国企仅占环保板块数量的 23%/5%, 贡献 34%/7% 市值, 地位重要。国企稳定性更强, 疫情冲击下显现盈利能力韧性, 价值认知待提升。从 2015/1/1-2023/3/24 的 PE (TTM) 分位数来看, 央企和民营企业 2023/3/24 的分位数达 44%, 而地方国企仅有 31%。整体来看, 市场对地方国企/中央国企价值认知有待提升。建议关注【碧水源】【节能国祯】【中建环能】【中材国际】【中材节能】【瀚蓝环境】【绿色动力】【三峰环境】【光大环境】【洪城环境】 关注泛半导体等环保设备+再生资源+天然气赛道投资机会。(1) 技术驱动设备龙头: 继续推荐产业链安全中的环境技术价值。①半导体配套重点推荐【美埃科技】空气净化供应商, 公司洁净室产品满足半导体级生产要求, 效果对标海外龙头。洁净室规模扩大, 高毛利耗材业务占比上升, 发展稳定性与盈利能力提升。重点推荐【国林科技】臭氧设备龙头, 公司自研产

品已实现国产替代性能基础，样机已进入清洗设备厂商稳定性测试，交付放量可期。②压滤设备：重点推荐【景津装备】全球压滤机龙头，下游新能源、砂石骨料等新兴领域促成长，配套设备+出海贡献新增增长极。③光伏配套重点推荐【仕净科技】光伏制程污染防控设备龙头，成本、技术、品牌优势奠定份额超 75%，单位价值量 5-11 倍提升成长加速；水泥固碳&光伏电池片积极拓展第二成长曲线。建议关注【金科环境】水深度处理及资源化专家，膜项目实力领先。污水资源化与光伏龙头隆基签署合作框架协议，水指标+排污指标约束下，百亿空间释放。（2）再生资源：①重金属资源化：重点推荐【赛恩斯】重金属污酸、污水治理新技术，政策驱动下游应用打开+紫金持股。②危废资源化：重点推荐【高能环境】经济复苏 ToB 环保迎拐点+项目放量期。③欧洲碳需求驱动：生物油疫后餐饮修复&欧洲限制 UCO 进口，原料供应充裕，单位盈利回升。欧盟减碳目标持续升级，碳价维持高位，驱动生柴掺混比例提升，对棕榈油等原料限制下，UCOME 迎替代性成长良机。建议关注【卓越新能】。再生塑料减碳显著，欧盟强制立法要求到 2025 年再生 PET 占比不低于 25%，2030 年不低于 30%，重点推荐【英科再生】【三联虹普】。（3）天然气：全球气价回落，城燃毛差修复，继续看好具备核心资产的天然气公司。重点推荐【新奥股份】【天壕环境】【九丰能源】。最新研究：仕净科技：中标 3.35 亿元制药公司大单，深化医药领域布局。天壕环境：拟收购中国油气控股，延伸上游气源稀缺跨省长输资产价值提升。赛恩斯：股权激励目标彰显公司信心，2022-2025 年收入复增 40%。仕净科技：定增落地发展加速，联合体中标 12.3 亿元综合配套项目。风险提示：政策推广不及预期，利率超预期上升，财政支出低于预期

（证券分析师：袁理 研究助理：陈孜文）

## 推荐个股及其他点评

### 南网储能（600995）：2022 年报点评：重视新型电力系统下电网侧储能运营资产的压舱石地位

事件：（1）公司公布 2022 年年报，2022 年实现营业收入 82.61 亿元，同比增长 0.64%；实现归母净利润 16.63 亿元，同比增长 33.25%；实现扣除非经常性损益 3.97 亿元，同比增长 391.59%，业绩符合我们预期。当前装机：公司在运抽水蓄能 1028 万千瓦，市占率 22.5%；在运新型储能 11.1 万千瓦，占比 0.9%。截至 2022 年底，公司在运总装机达 1242.1 万千瓦，其中抽水蓄能 1028 万千瓦、新型储能 11.1 万千瓦、调峰水电 203 万千瓦。抽水蓄能：根据公司年报，2022 年全国抽水蓄能装机容量约 4579 万千瓦，其中公司抽水蓄能装机 1028 万千瓦，占比 22.5%。新型储能：2022 年全国累计新型储能规模达到 12.7GW，其中公司在运 0.11GW，占比 0.9%。未来规划装机：到 2025 年抽水蓄能投产 1388 万千瓦，占比 22.4%；新型储能投产 200 万千瓦，占比从当前 0.9%提升至 7%。抽水蓄能：《抽水蓄能中长期发展规划》预计到 2025 年我国抽蓄投产 6200 万千瓦，公司规划投产 1388 万千瓦，占比 22.4%（与当前 22.5%占比接近），3 年复合增速约 11%；预计到 2030 年全国抽蓄装机规划达 1.2 亿千瓦，公司装机规划为 2900 万千瓦，占比 24.2%。新型储能：国家发改委规划 2025 年我国新型储能装机达到 3000 万千瓦，公司规划投产超过 200 万千瓦，占比从当前 0.9%提升至 7%，3 年复合增速达 162%。主营业务分析：公司抽水蓄能毛利率 53.88%、调峰水电毛利率 66.97%、电池储能毛利率 34.64%。抽水蓄能：2022 年抽蓄板块实现营业收入 46.05 亿元，同比增长

38.18%，毛利率为 53.88%，完成上网电量 92.68 亿千瓦时，同比增长 17.58%，上网电价 0.451 元/千瓦时，抽水电价 0.338 元/千瓦时，电站运营小时为 2850 小时。调峰水电：2022 年调峰水电实现收入 19.03 亿元，同比增长 40.08%，毛利率为 66.97%，完成上网电量 100.61 亿千瓦时，同比增长 31.85%，上网电价 0.222 元/千瓦时，年利用小时为 4920 小时。新型储能：2022 年实现收入 3142 万元，同比增长 34.64%，毛利率为 34.64%，完成发电量 555 万千瓦，同比增长 10 倍。我们预计随着两部制电价的实行，抽水蓄能的电价水平有望得到小幅提升；同时随着新型储能的商业模式明朗，毛利率也将呈现上升趋势。盈利预测与投资评级：我们上调公司 2023-2024 年归母净利润至 21 亿、26 亿，预计 2025 年归母净利润 33 亿元，对应 2023-2025 年 PE 为 21 倍、17 倍、14 倍，维持“买入”评级。风险提示：行业需求下降、竞争加剧造成产品价格和毛利率持续下降等

(证券分析师：刘博 证券分析师：唐亚辉)

### 海尔生物 (688139)：2022 年度报告点评：业绩符合预期，长期积聚动能充足

**投资要点** 事件：2023 年 3 月 28 日海尔生物发布 2022 年年度报告，公司 2022 年营收 28.64 亿元 (+34.72%，括号内为同比，下同)，归母净利润 6.01 亿元 (-28.90%)，扣非归母净利润 5.33 亿元 (+27.47%)。还原 Mesa 的持有期收益和处置收益后，归属于上市公司股东的净利润同比增长 25.22%，归属于上市公司股东的扣非净利润同比增长 29.81%。两大板块、国内外业务均保持高速增长：分业务来看，公司生命科学营收 12.45 亿元 (+42.43%)，自动化样本库持续在 20 多所高校科研院所落地，各实验室场景均有新品上市，生物培养、实验室耗材产品连续翻番增长，势头强劲；医疗创新营收 16.10 亿元 (+29.41%)，针对医院、公卫、血/浆站用户均有新产品/解决方案推出与落地，场景不断细分与延伸，新增用户占比超过 30%，服务收入占比超过 10%。分地区来看，国内市场营收 20.22 亿元 (+27.50%)，不断增强业务广度与深度，提升客户黏性；海外市场营收 8.34 亿元 (+56.45%)，营收占比 29%，2022 年经销网络总数突破 700 家，并且持续推进当地化策略，与超过 40 家全球性国际组织建立合作关系，生物安全柜等非存储业务持续取得突破。2023 年看点充足，业绩有望延续高增长：我们认为公司未来看点主要有：①行业保持高景气：科研经费稳健增长，医疗新基建配套资金持续加码，叠加下游客户需求迭代，数字化转型、国产替代持续推进，为公司长期高增长提供了有利环境；②疫后修复：2022 年疫情影响下公司物联网解决方案营收 12 亿元，同比增长 79.7%，若剔除核酸采样舱约 3.85 亿收入，则物联网业务同比增速仅约 22%，受损较大，2023 年有望迎来疫后修复；③公司并购整合加速，积聚发展新动能：2022 年公司完成康盛生物、金卫信收购，前者使得公司布局细胞生物学耗材产品，并进一步横向拓展，后者强化疫苗网竞争优势，并将应用场景向妇幼保健延伸。未来公司仍有航空温控、实验室通用仪器等产品研发及储备收并购标的，长期发展动能充足。盈利预测与投资评级：考虑到疫情扰动下公司的经营变化，我们将公司 2023-2024 年营收预期从 38.14/48.32 亿元下调至 35.69/45.32 亿元，归母净利润从 8.10/10.52 亿元下调至 8.00/10.35 亿元，我们预计公司 2025 年营收与利润分别为 56.70/13.11 亿元，当前股价对应 PE 分别为 26/20/16x，维持“买入”评级。风险提示：业务拓展不及预期；市场竞争加剧；汇兑损益风险等。

(证券分析师：朱国广 证券分析师：周新明 研究助理：张坤)

### 华润万象生活 (01209.HK): 2022 年年报点评: 高增长高派息, 重奢商管龙头地位稳固

**投资要点** 事件: 公司发布 2022 年年报。2022 年实现营收 120.2 亿元, 同比增长 35.4%; 归母净利润 22.1 亿元, 同比增长 27.9%, 业绩符合我们预期。业绩高增利润率稳定, 高派息回报股东。2022 年公司营收同比增长 35.4%, 其中商管和物管板块分别实现营收 42.1 亿元和 78.0 亿元, 同比分别增长 18.2% 和 46.9%。2022 年公司整体毛利率 30.1% 同比下降 1 个百分点, 基本维持稳定, 其中商管板块的毛利率受益于写字楼业务毛利率提升由上年的 48.6% 提升至 50.7%; 物管板块受收并购后无形资产摊销影响由上年的 19.3% 微降至 18.9%。2022 年公司全年股息达 0.439 元/股, 派息率达 45%。商管业务重奢护城河牢固, 疫情下彰显增长韧性。2022 年公司新开业购物中心 16 座(其中 3 座重奢购物中心), 在管项目达到 86 座; 新签约 13 座第三方购物中心, 合约项目达到 142 座。在 2022 年疫情影响下, 公司在管购物中心实现零售额 1264 亿元, 同比增长 6.3%; 减免 23 亿元租金后仍实现租金收入 158 亿元, 同比增长 4.3%; NOI Margin 达 59.7% 维持高位。公司重奢护城河牢固: 截至 2022 年末, 公司合作的国际奢侈品品牌数量增至超 110 个, 保持行业第一。2023 年随着疫情结束国内消费复苏, 2 月公司重奢及非重奢购物中心零售额同比增速均超过 23%, 大幅超过社零增速。我们认为今年公司在管项目零售额有望恢复较高增长, 进而带来租金和商管业务营收的同比增长。收并购助力物管规模扩张, 增值业务高速发展。截至 2022 年末, 公司物管合约面积积达 3.5 亿方, 同比增长 78.0%; 在管面积达 2.9 亿方, 同比增长 87.3%; 其中第三方在管面积占比高达 57.6%。收并购项目投后业绩全面达成, 中南和禹州项目 2022 年贡献并表收入 14.4 亿元, 贡献并表净利润 1.0 亿元, 公司高质量实现收并购项目交割。随着管理规模来到行业第一身位, 公司社区增值服务高速发展, 2022 年实现营收 12.6 亿元, 同比增长 73.3%, 占物管收入比例提升至 16.1%。其中“懒人装修”和“一呼管家”业务收入同比增长超 100%。盈利预测与投资评级: 华润万象生活作为具备重奢护城河的商管和物管公司, 竞争优势显著。公司不断修炼内功提升经营效益和管理能力。随着疫情影响下的物业收缴率降低、租金减免等外部因素消除, 公司有望在 2023 年保持业绩高增。我们维持其 2023/2024 年归母净利润预测为 28.4/36.7 亿元, 预测 2025 年归母净利润为 45.2 亿元, 对应的 EPS 分别为 1.24 元/1.61 元/1.98 元, 对应 PE 分别为 27.2X/21.1X/17.1X, 维持“买入”评级。风险提示: 市场化外拓不及预期; 消费复苏不及预期; 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)

### 志特新材 (300986): 可转债发行助力公司加速全国化布局和海外开拓

**投资要点** 事件: 公司向不特定对象发行可转换公司债券申请日前获得证监会同意注册批复, 将于 3 月 31 日开启进行网下申购, 4 月 7 日刊登发行结果公告, 募集资金划至发行人账户。铝模板渗透率提升空间大, 前期需求低迷加速供给侧出清, 今年以来行业需求端回暖态势显现。(1) 铝模板渗透率快速上升, 2020 年达到 30%, 但市场空间中长期仍具备可观潜力。2021 年以来需求低迷叠加下游信用风险暴露致使行业供给端加速出清, 有利于龙头企业逆势提升份额。(2) 今年以来行业需求回暖态势显现, 2 月铝合金模板行业运行发展指数为 55.7%, 新订单指数为 56.2%, 分别较上月上升 15.6、21.1pct, 也好于

去年季节性变化，反映行业需求回暖信号。租赁模式考验企业精细化管理能力，公司全流程信息化管理赋能，综合竞争优势突出。公司聚焦产品端保障高标准化率、回收率，通过全流程信息化管理赋能，加速模板周转、提升人效。公司打通售前、售中、售后全链条，客户服务能力强、黏性高，与国内大型建筑总包方和地产开发商建立长期合作关系，且初步建立海外销售网络。随着国内外加速布点，规模优势显现，且通过延伸爬架、PC 构件等品类提升客单价。可转债发行落地助力公司加速全国化布局和海外开拓。公司本次拟发行可转换公司债券总规模为 61,403.30 万元，拟用于江门基地二期、重庆基地一期的建设以及补充流动资金。我们认为可转债资金的落地将进一步优化公司资本结构，强化资金实力。一方面将助力公司加速全国化布局，重庆基地的建设将填补公司在西南市场的产能空白，支撑公司在成渝地区市场的加速开拓；另一方面也将支撑公司海外市场的开拓，江门基地扩产在保障珠三角大本营市场的同时还将辐射公司已有布局的东南亚市场。盈利预测与投资评级：铝模板行业中长期渗透率将持续提升，供给侧经历出清，公司作为快速成长的铝模板租赁龙头，上市后加速国内外布点、扩张产能，延伸爬架、PC 构建等品类提升客单价，且在信息化系统赋能下精细化管理能力、客户服务能力位居业内优秀水平，驱动收入、利润高速增长。我们维持公司盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润 1.98/2.70/3.60 亿元，对应 EPS1.21/1.65/2.20 元，市盈率 33/24/18 倍，维持“增持”评级。风险提示：市场竞争程度超出预期、地产信用风险暴露、铝价大幅度上涨的风险。

(证券分析师：黄诗涛 证券分析师：房大磊 证券分析师：石峰源)

### 杭叉集团 (603298)：景气复苏、锂电化与全球化共振，看好国产叉车龙头成长性

**投资要点** 杭叉集团：民营叉车龙头，竞争实力全球领先 杭叉集团为国内叉车龙头，产品覆盖 1-48 吨内燃叉车、0.75-48 吨电动叉车、高空作业车辆、AGV 等。受益于国内制造业和物流业发展，公司业绩增长稳健，2016-2021 年营收 CAGR 达 22%，强于行业增速 16%。2022 年前三季度叉车行业销量同比下滑 5%，公司实现营收 114 亿元，同比增长 3%，受益公司叉车产品结构优化，发力高机、AGV 板块等，公司成长性相对行业具备显著阿尔法。叉车行业：机器替人+电动化转型，成长性强于周期性 叉车为核心物料搬运工具，由于应用场景更广，叉车销量波动性显著低于挖机、起重机等传统工程机械，2016-2021 年我国叉车行业销量复合增速 16%。展望未来，我国叉车行业有望持续增长：(1) 短期看，行业受益下游制造业回暖：复盘历史，可以发现叉车销量与制造业、交运物流业景气度关联度较强。2023 年下游景气触底回升，叉车销量增速有望转正。(2) 中期看，高价值量平衡车锂电化带动产业规模提升：我国叉车业虽然在电动化上取得成就，2014-2022 年前三季度内燃叉车销量占比从 69% 下滑至 36%，但从结构看，电动机型以价值量低的三类车为主，价值量高、应用更广泛的平衡重叉车电动化率仍然较低。2021 年我国平衡重叉车电动化率仅 20%，低于全球 30% 水平。锂电化缩短了内燃平衡叉车和电动平衡叉车的差距，大幅提升电动叉车性价比，行业电动化转型将加速，带动产业规模提升。(3) 长期看，机器替人下行业需求可持续。我国制造业、物流业自动化率仍有待提升：对比欧、美、日等发达经济体，我国叉车渗透率仍有提升空间。从人均保有量看，我国仍不足欧、美、日的 50%。从单位制造业产值对应保有量看，我国仅为美、日的 80%，

近欧洲地区的 50%。受益下游复苏、锂电化和全球化，公司增长可持续。我们看好公司成长性：（1）公司叉车产能充足，工业车辆产能在 40 万台以上。我们预计总体产能利用率仅约 60%。下游复苏时率先受益。（2）从产品线上看，公司为业内锂电技术最领先、产品型谱最全面的企业，锂电化趋势下竞争地位提升，产品结构持续优化。且锂电叉车相对内燃叉车毛利率高 2-3pct，公司利润中枢有望上移。（3）国产叉车具备锂电产业链领先、性价比优势，海外锂电化大背景下有望弯道超车。2021 年全球前三叉车龙头丰田、凯傲、永恒力收入体量分别为 159/74/55 亿美元，同期公司仅 23 亿美元，成长空间广阔。盈利预测与投资评级：我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 10/13/16 亿元，同比增长 9%/35%/22%，当前市值对应 PE 为 19/14/11 倍。公司市场地位稳固，业绩增速稳健，短期有望受益下游制造业复苏，中长期受益叉车行业锂电化，首次覆盖给予“增持”评级。风险提示：市场竞争加剧，原材料价格波动，宏观经济波动，汇率波动风险

（证券分析师：周尔双 证券分析师：罗悦 研究助理：韦译捷）

### 威胜控股 (03393.HK)：2022 年业绩点评：内增稳健+海外快速扩张，业绩符合预期

**投资要点** 事件：公司 2022 年营收 58.7 亿元，同比增长 28%，归母净利润 3.24 亿元，同比增长 21%，业绩符合预期。业绩：公司海外业务增速迅猛，电 AMI 业务、通信及流体 AMI 业务稳健增长，业绩符合预期。公司 2022 年实现收入 58.7 亿元 (yoy+28%)，归母净利 3.2 亿元 (yoy+21%)，业绩符合预期。1) 分业务来看，电 AMI 业务、通信及流体 AMI 业务增长稳健，ADO 业务增长迅速，三大业务三足鼎立。2022 年电 AMI /通信及流体 AMI/ADO 业务收入同比分别增长 20%/11%/64%，占比总收入 35%/33%/32%，同比-2/-5/+7pct。2) 按客户类型划分来看，国内电网/非电网客户稳健增长，海外客户开拓迅猛。2022 年公司国内电网/非电网/海外客户收入分别为 24/22/12 亿元 (yoy+19%/20%/73%)，占比总收入为 41%/38%/21%，同比-3/-3/+6pct。费率：公司持续投入研发加大核心竞争力，我们预计未来研发费用率有望维持稳定。公司费用率控制良好，2022 年销售费用率/行政费用率/研发费用率分别 8.8%/3.7%/9.9%，同比-0.7/-0.2/+0.7pct，由于研发费用/销售费用/财务费用增加公司净利率略有下降，2022 年公司销售净利率为 8.7% (yoy-0.6pct)，但资产周转率提升带动 ROE 提升至 7.0% (yoy+1.1pct)。展望：我们预计未来电 AMI 业务国内规模稳健增长，海外持续快速扩张，看好后续通信及流体 AMI 业务、ADO 业务通过重点拓客快速放量，形成第二增长极。1) 电 AMI 业务公司地位领先稳固，国内有望伴随国网“十四五”规划投资累计超 2.9 万亿元业务规模持续稳步增长，而海外“一带一路”国家电网建设亟待更新，2022 年公司海外客户前三分别为墨西哥、埃及、巴西，预计公司 2023 国际年将通过产地本地化策略+辐射周边国家策略继续开拓市场，除墨西哥、埃及等优势区域中东市场或有望迎来惊喜。2) 通信及流体 AMI 业务子公司威胜信息为能源物联网龙头，积极推进城市、企业及产业园区发展，实现数字化转型升级；3) ADO 业务积极发展互联网+新能源+储能产品方案，实现源网荷储一体化应用，公司与大客户合作后续有望进一步放量，形成规模效应。盈利预测与投资评级：基于公司在能源物联网龙头地位且行业发展前景良好，我们调整公司 2023-2024EPS 预测值为 0.39/0.47 元（前值为 0.37/0.50 元），新增 2025 年预测值 EPS0.61 元，对应 PE 分别为 7/6/5 倍，维持“买入”

评级。风险提示：电网投资规模不达预期、电网公司招投标节奏不达预期、公司订单执行不达预期等。

(证券分析师：刘博 证券分析师：唐亚辉)

**百诚医药 (301096): 2022 年报点评: 业绩符合预期, 充沛订单维持业绩高增速**

**投资要点** 事件：公司公布 2022 年报，公司 2022 全年实现收入 6.07 亿元 (+62.3%，括号内为同比增速，下同)；归母净利润 1.94 亿元 (+74.8%)；扣非净利润 1.70 亿元 (+65.0%)；业绩符合预期。各业务条线均保持高增速，在手订单充沛：分业务来看，公司自主成果转化收入 2.21 亿元 (+109%)，毛利率 78.0% (+6.1pct)，随着客户体量增加，收入占比提升至 51%。临床前收入 2.18 亿元 (+37.0%)，临床收入约 7995 万元 (+47.7%)，权益收入 5780 万元 (+79.7%)；各业务条线保持高速增长。2022 年公司新增订单金额为 10.07 亿元，同比增长 24.7%，截止 2022 年底，在手订单达到 13.34 亿元，同比增长 49.4%。项目储备充足，持续的研发投入不断提高业绩增长势能。公司不断增强研发能力，2022 年研发费用 1.66 亿元 (+105%)，研发费用率 27.3% (+5.7pct)。2022 年公司注册申报项目 115 项，获得批件 41 项，其中 15 个药品为全国前三申报，8 个药品为全国首家申报。在自主立项方面，公司立项未转化的字眼项目 250 项，小时阶段 177 项，完成中试放大阶段 64 项，在验证生产阶段 17 项；2022 年研发成果技术转化 71 个。截至 2022 年底，公司有销售分成项目 73 个，其中获批 6 个；2022 年缙沙坦项目获得分成 5692 万元。在研的创新药项目共 8 项，其中 BIOS-0618 已获得临床批件，已进入临床 I 期研究。赛默项目成果初显，CDMO 业务拓展为公司带来长期增量。2022 年赛默营收 6009 万元，对内完成 152 个受托研发项目 CDMO 服务；承接外部订单 2080 万元 (+121%)。截至 2022 年底，公司完成项目验证 200 多个，申报注册项目 78 个，受理 69 个。赛默产能储备丰富，目前建面 180 亩，GMP 厂房和实验室 10 万平米，可生产制剂、原料药等 14 个品种。赛默不仅有利于加快百诚内部项目的研发进度，充分的产能为承接客户的 CDMO 订单奠定基础，打开业绩长期增长天花板。盈利预测与投资评级：考虑到订单确认波动，我们将公司 2023-2024 年归母净利润预期从 2.92/4.04 亿元修改为 2.86/3.92 亿元，预计 2025 年归母净利润为 5.16 亿元，2023-2025 年对应 PE 估值分别为 26/19/14 倍；公司各业务管线高增速，研发项目储备丰富，我们看好公司成长空间，维持“买入”评级。风险提示：药物研发失败风险；市场竞争加剧风险；仿制药一致性评价业务增速放缓或减少的风险；制药企业仿制药研发投入下降风险等。

(证券分析师：朱国广 证券分析师：周新明 证券分析师：徐梓煜)

**汇通达网络(09878.HK): 2022 年年报点评: 经调整归母净利润+16%符合预期, SaaS+增速亮眼**

**投资要点** 事件：3 月 28 日公司发布 2022 年度报告。2022 年，公司实现收入 803.5 亿元，同比+22.2%；归母净利润 2.9 亿元，同比扭亏；实现经调整归母净利润 3.8 亿元，同比+15.7%。对应 2022H2 公司收入 404.6 亿元，同比+13.1%；经调整归母净利润 1.9 亿元，同比-8.1%。公司业绩符合此前业绩预告的预期。服务收入占比提升带动利润率增长，销售费用率有所提升：2022 年，公司毛利率为 3.1%/+0.3pct，这是由于随着 SaaS+业务的高速增长，利润率明显更高的服务业务板块占比提升。经调整利润率为 0.7%，同比-0.1pct，主要因销售费用率同比+0.3pct 至 1.6%。销售费用率的提升主要是因为疫情冲击、营销

投入增加、加大第三方平台品牌运营等原因。公司管理费用率为 0.5%，同比-0.1pct，反映规模效应显现。交易业务品类和客户结构均有改善：2022 年公司交易业务收入同比增长 22%至 794 亿元。酒水/ 其他类（主要是快消品）等较新进入的品类增速较高，分别同增 48%/ 41%；而与地产链相关的家居建材类（同比-4.4%）、家电类（同比+0.1%）表现一般。公司直接触达的活跃会员店数同比+22.4%达 7.6 万个，而公司对接渠道合作客户减少 20%至 1.3 万个，反映公司对终端会员店的把控能力逐步增强。服务业务持续深化，SaaS+业务高增：公司 2022 年服务业务收入 7.95 亿元，同比+81.5%，主要受益于门店 SaaS+业务高增。2022 年公司付费 SaaS+用户同比+66%，SaaS+收入同比+92%。随着公司 SaaS+产品的不断改善，以及 SaaS+业务的渗透率提升，未来还有较大增长空间。盈利预测与投资评级：汇通达网络是下沉市场 B2B 电商的龙头企业，公司为广大下沉零售店提供供应链及 SaaS+服务，未来成长空间广阔。考虑到地产链及 3C 数码等产品的终端需求情况，我们将公司 2023~24 年经调整归母净利润预测从 5.9/ 7.3 亿元调整至 5.6/ 7.3 亿元，预计 2025 年为 8.7 亿元，3 月 28 日收盘价对应 P/E 为 28/ 21/ 18 倍，考虑到公司稀缺性强、未来成长空间大，维持“买入”评级。风险提示：门店开拓及新业务不及预期，竞争加剧等

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：阳靖）

#### **理邦仪器（300206）：2022 年年报点评：业绩低于预期，疫情影响基本出清，超声、IVD 表现亮眼**

事件：公司 2022 年实现营业收入 17.4 亿元（+6.48%，同比，下同）；实现归母净利润 2.3 亿元（+0.67%）；实现扣非归母净利润 2.0 亿元（+4.94%），业绩低于我们预期。前期高基数叠加疫情影响表现业绩，Q4 单季度改善明显。2022 年，公司内销业务受到疫情等因素影响项目交付，同时海内外业务均受到前期高基数影响，表现增速受到影响。Q4 单季度公司实现收入 5.0 亿元（+34.47%），实现归母净利润 0.4 亿元（+323.21%），单季改善明显。期间费用方面，2022 年公司销售费用为 3.8 亿元（+16.92%），销售费用率为 21.7%（+2pp）；管理费用为 1.2 亿元（+10.55%），管理费用率为 6.6%（+0.22pp）；财务费用为 -2082 万元，财务费用率为 -1.2%（-1.54pp）。监护板块基本摆脱疫情影响，超声、IVD 板块表现亮眼。2022 年，病人监护业务实现营收 5.4 亿元（-9.13%），与 21 年同期相比跌幅大幅收窄（21 年为 -59.3%），已基本摆脱疫情影响，未来有望回归正常增长。超声、IVD 板块表现亮眼，分别实现收入 2.5 亿元（+34.66%），3.0 亿元（+19.51%），我们认为，随着公司在超声板块低中高端全面覆盖，前期积累的产品、渠道、医院等优势逐渐兑现，未来超声业务有望维持高增长；此外，妇幼健康板块实现收入 3.0 亿元（+12.72%），心电诊断板块实现收入 2.8 亿元（+2.24%）。研发投入不断加强，多款战略新品发布为未来成长筑基。2022 年，公司研发费用为 3.0 亿元（+17.95%），研发费用率为 17.8%（+1.67pp），长期、持续性的高研发投入助力公司发布了包括 iX 系列监护仪、i20 血气、血氧、电解质分析仪、分子诊断产品 CL30 在内的多款战略新品，其中，i20 血气分析仪已于 22Q4 在海外率先上市，预计将于 23H1 在国内上市，湿式血气分析仪 i500 研发进展同样稳步推进中，将进一步增强公司在血气领域的综合竞争实力。我们认为，未来随着新产品陆续上市销售，23 年业绩有望迎来收获期。盈利预测与投资评级：考虑到公司 22 年业绩受基数高及疫情影响交付等多方面因素影响业绩不及预期，我们将公司 2023-2024 年归母净利润预期由 4.56/5.87 亿元下调至 2.83/3.82 亿元，预计 2025

年归母净利润为 5.23 亿元。当前市值对应 2023-2025 年 PE 27/20/14 倍，同时考虑到公司疫情影响基本出清，23 年有望迎来业绩收获期，维持“买入”评级。风险提示：新品推广不及预期，研发进展不及预期，汇兑损益等。

(证券分析师：朱国广)

### 莱茵生物 (002166): 2022 年年报点评: 收入符合预期, 植提业务稳步增长

**投资要点** 事件: 公司公告 2022 年实现营收 14.01 亿元, 同比增长 32.99%, 归母净利润 1.79 亿元, 同比增长 50.92%; 22Q4 实现营业收入 4.22 亿元, 同比增长 23.72%, 归母净利润 0.03 亿元, 同比下降 90.49%。收入符合预期, 天然甜味剂快速增长。受益于天然甜味剂需求增长, 公司依托产能技改品控优势, 植提业务保持快速增长, 2022 年全年植提业务收入为 13.29 亿元, 同比增长 30.95%, 其中天然甜味剂业务实现营收 8.89 亿元, 同比增长 40.36%, 增速快于整体, 占营收比重提升至 63.45%。芬美意订单顺利履约, 国内客户合作陆续推进。分地区看, 22 年国内主营植提业务收入 3.72 亿元, 同比-1.88%, 占营收比重约为 26.53%, 22 年公司与数家国内主流新型食品饮料品牌达成业务合作, 客户涵盖茶饮、休闲食品、乳制品等多领域, 加速抢占国内新兴市场份额; 国外主营植提业务收入 8.96 亿元, 同比+47.49%, 占营收比重提升至 63.98%, 2022 年芬美意采购额为 8954.53 万美元, 同比+48.62%, 合同履行进度累计达 60.26%, 未来仍有 1.37 亿美元订单额待加速释放。(按保底合同计算)。毛利率略有增长, 成本管控能力稳步提升。2022 年公司销售毛利率为 30.80%, 同比+1pct, 其中主营植物提取业务毛利率同比+0.41pct 至 28.51%; 销售、管理、财务费用率分别为 3.21%、10.61%、0.56%, 分别同比-0.26pct、-1.47pct、-1.85pct, 公司通过加强技术改造, 持续提升成本管控能力, 推动销售净利率同比+0.98pct 至 13.44%。非公开发行落地, 布局合成生物夯实长期优势。22 年 9 月公司非公开发行完成, 甜叶菊提取工厂建设持续推进巩固产能优势, 同时公司率先布局合成生物技术路线, 与江南大学达成战略合作, 推动天然甜味剂微生物合成技术开发及产业化落地, 加强公司技术优势, 提升长期竞争力。盈利预测与投资评级: 公司天然甜味剂快速成长, 工业大麻正式量产, 短期收入不及预期主系: 1) 客户拓展进程缓慢; 2) 海外大麻供需阶段性不平衡; 未来伴随推进拓展海外客户有望带来想象空间。考虑到未来海外工业大麻供需不确定性, 我们先下调 2023-2024 年归母净利润分别为 2.94、4.21 亿元 (前值分别为 3.29、4.78 亿元), 同比+64%、43% (前值分别为 54%、45%), 预计 2025 年归母净利润为 5.8 亿元, 同比+37%, 当前市值对应 2023-2025 年 PE 分别为 25/17/13X, 维持“买入”评级。风险提示: 汇率波动风险、政策不确定性。

(证券分析师: 汤军 证券分析师: 王颖洁)

### 普源精电-U (688337): 2022 年报点评: 业绩符合预期, 产品高端化量利齐升

事件: 公司披露 2022 年年报, 业绩与快报一致, 符合市场预期。投资要点 业绩符合预期, 中高端新品驱动业绩高增 公司 2022 年实现营收 6.3 亿元, 同比增长 30%, 归母净利润 0.92 亿元, 同比扭亏, 剔除股权激励费用的归母净利润为 1.5 亿元, 同比增长 84%。公司是典型的创新驱动成长型企业, 业绩增长受益于①拳头产品数字示波器高端化升级, 搭载自研芯片高分辨率、高带宽示波器放量, 产品价值量、利润率齐升。②自主可控背景下, 电子测量仪器国产替代加速。

(1)分产品看, 2022 年公司示波器实现收入 3.4 亿元, 同比提升 40%,

收入占比提升 4pct 至 54%；毛利率逐季提升，从 Q1 的 50% 提升至 Q4 的 58%。（2）分区域看，2022 年公司实现海外收入 2.7 亿元，同比增长 15%，国内收入 3.5 亿元，同比增长 46%，国内收入增速领先海外。资产端，截至 2022 年末公司存货、合同负债分别为 1.7/0.3 亿元，同比增长 42%/49%，在手订单饱满，业绩增速有保障。自研芯片优势明显，产品高端化带动利润率提升 2022 年公司销售毛利率、剔除股份支付的销售净利率分别为 52%、23%，同比提升 2pct、7pct。受益于产品结构优化和股份支付减少，利润率提升明显。费用率端，2022 年公司期间费用率 45%，同比下降 11pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 17%/10%/20%/-2%，同比下降 3/2/1/4pct，研发投入维持高水平。未来随公司收入规模扩张、产品结构优化，利润率有望持续提升。中高端新品储备丰富，研发中心建设稳步推进 公司计划于 2023 年推出多系列新品，有望成为业绩新增长点：（1）13GHz 示波器：公司预计于 2023 年 Q2 推出 13GHz 示波器，所覆盖国内市场规模将翻倍至 20 亿元以上。全球能提供 5GHz 示波器的厂商仅 5 家，除普源精电外均为外资企业，国产替代空间广阔。（2）模块化仪器：IPO 项目上海临港产业园建设正稳步推进，拟加强在解决方案、应用软件及现场测量仪器领域布局。2022 年可比公司模块化仪器龙头 NI 收入 114 亿元人民币，远期成长空间大。股权激励绑定核心员工，彰显长期增长信心 2023 年 2 月公司发布新的股权激励计划草案，拟授予激励对象不超过 65 万股限制性股票，占总股本 0.54%，绑定公司核心人员，调动其积极性：（1）授予罗奇勇等 5 名员工第一类限制性股票 20 万股，授予价 51.45 元/股。（2）授予罗奇勇等 35 名员工第二类限制性股票 45 万股，授予价 66.88 元/股。其中罗奇勇为公司 2022 年 11 月新认定的核心技术人员，在本次股权激励中获 20 万股，占授予权益总量 30.76%。根据激励计划，2023-2025 年公司业绩考核目标值为收入不低于 8.3/10.8/14.1 亿元，同比增长 32%/30%/30%，彰显增长信心。盈利预测与投资评级：考虑到公司新品快速放量，我们上调 2023-2024 年净利润预测为 1.9（前值 1.7）/2.7（前值 2.6）亿元，预计 2025 年净利润 3.9 亿元，当前市值对应 PE 为 61/42/29 倍，维持“增持”评级。风险提示：地缘政治冲突，高端新品研发不及预期，原材料价格波动等。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：罗悦 研究助理：韦译捷）

### 国联证券（601456）：2022 年报点评：整体业绩符合预期，外延并购加速业务版图扩张

**投资要点** 事件：国联证券发布 2022 年报，公司 2022 年实现营收 26.23 亿元，同比-11.59%，实现归母净利润 7.67 亿元，同比-13.66%。截至 2022 年末，公司归母净资产 167.61 亿元。资管业务表现亮眼，投行业务相对稳健。1）资管规模企稳，资管业务收入大幅提升。截至 2022 年末，证券行业资管规模同比-17%至 68,740 亿元，国联证券资管规模同比-0.4%至 1,020 亿元，降幅小于行业。由于年内平均资产规模同比+45%至 1,022 亿元，公司资管业务手续费净收入同比+38%至 1.94 亿元，逆势大幅增长。2）IPO 与定增规模一增一减，投行业务收入小幅下滑。据 Wind 统计，2022 年全行业 IPO/定增（含配股）规模分别同比+8%/-18%至 5,869/7,845 亿元，国联证券 IPO/定增（含配股）规模分别同比+251%/-78%至 24/28 亿元，变动方向与行业一致。基于上年高基数，公司投行业务收入小幅下滑 6%至 4.77 亿元。市场震荡背景下，经纪、自营业务收入均有所回落。1）经纪业务收入因市场交投情绪低迷而下降。2022 年市场股基交易额同比-10%至 494 万亿

元。国联证券全年股基交易额同比-11%至 2.4 万亿元，导致证券经纪业务净收入同比-10%至 5.50 亿元。2) 自营业务收入受市场大幅波动影响出现下滑。2022 年，在市场情绪持续低迷的背景下(上证指数/创业板指/沪深 300 涨跌幅分别为-14.64%/-29.37%-21.33%)，国联证券自营业务收入同比-17%至 11.59 亿元。外延并购战略清晰，弯道超车可期。1) 收购中融基金，补齐公募业务短板。2023 年 2 月 7 日，国联证券发布公告称拟 29.49 亿元收购中融基金 100% 股权(后因股权质押原因将收购比例降至 75.5%)。截至 2022 年末，中融基金管理规模 1107.54 亿元，排名全行业第 46 位。公司收购中融基金将快速获取公募牌照，同时得以充分发挥自身基金投顾优势，提升在财富管理赛道的综合服务能力。2) 控股股东竞得民生证券 30% 股权，投行业务具备想象空间。2023 年 3 月 15 日，国联证券发布公告称公司控股股东国联集团成功竞得民生证券 30.3% 股权，成交价 91.05 亿元。民生证券投行业务属行业第一梯队，2022H1 投行业务收入 7.24 亿元，排名行业第 11 位，远超国联证券(2022H1 投行业务收入 2.45 亿元，排名行业第 27 位)。待整合完成后，国联证券投行业务规模及市占率将实现快速提升。参考 2022H1 情况，二者合并投行业务收入 9.68 亿元，可排名当期行业第 7 位。盈利预测与投资评级：鉴于市场及监管环境变化，我们调整 2023-2024 年归母净利润预测至 10.24/13.28 亿元(前值分别为 14.02/17.48 亿元)，同比增速分别为 33.44%/29.70%，对应 2023-2024 年 EPS 调整至 0.29/0.38 元；预计 2025 年公司归母净利润将达到 15.02 亿元，对应增速将达到 13.11%，对应 EPS 为 0.43 元。当前市值对应 2023-2025 年 PB 分别为 1.57/1.51/1.45 倍。我们认为国联证券有望通过外延式并购进一步强化财富管理及投行业务能力，在优秀管理层的加持下将迎来业绩的高速增长期。公司中长期发展空间可观，维持“买入”评级。风险提示：1) 并购整合效果弱于预期；2) 市场交投情绪波动。

(证券分析师：胡翔 证券分析师：朱洁羽 证券分析师：葛玉翔)

### 海螺水泥(600585)：2022 年年报点评：下行期彰显龙头竞争力，中期景气有望回升

投资要点 事件：公司披露 2022 年年报，报告期内实现营收 1320.2 亿元，同比-21.4%，归母净利润 156.6 亿元，同比-52.9%。Q4 单季度实现营收 466.9 亿元，同比+1.0%，归母净利润 32.4 亿元，同比-70.2%。公司向全体股东股派发现金红利 1.48 元(含税)，分红比例 50.1%。水泥业务盈利探底，但表现优于行业，骨料、商混产能布局加速：宏观经济下行、房地产持续走弱等多重超预期因素冲击导致全国水泥需求明显收缩，价格竞争加剧。(1) 水泥及熟料自产品实现营收 908.4 亿元，同比-17.1%，销量 2.83 亿吨，同比-6.9%，销量降幅明显好于全国整体水平，反映市场份额回升，下行期彰显龙头竞争力。(2) 测算单吨销售均价 321 元，同比-39 元，单吨毛利 91 元，同比-66 元。煤炭成本及电价上涨带动自产品吨燃料及动力成本同比+32 元，但扣除燃料及动力成本后吨成本同比-5 元，体现成本控制成效。(3) 公司骨料、商混产能扩张至 1.08 亿吨/2550 万方，分别同比+64.1%/+142.9%；产能布局加速带动营收高增，2022 年骨料业务实现营收 22.3 亿元，同比+22.5%，商混业务实现营收 18.1 亿元，同比+711.6%。销量下降叠加节能减排相关研发费用增加，公司吨期间费用上升。(1) 2022 年单吨期间费用(分母为自产品销量，下同) 32.7 元，同比+4.7 元。吨销售/管理费用的上升主要是由于分母端销量的缩减，吨研发费用上升主要是由于子公司用于超低排放及节能提效技术研发项目费用投

入同比增加。(2) 2022 年单吨净利 57 元, 同比-55 元, 绝对值已接近 2017 年的水平。资本开支大幅增加反映外延提速, 分红率为上市以来最高。(1) 应收账款、预付款项余额大幅增加导致 2022 年经营活动净现金流同比下滑 71.5% 至 96.5 亿元。(2) 2022 年购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 266.5 亿元, 同比+75.3%, 截至 2022 年末公司无形资产、在建工程余额分别较 2021 年末 +75.7%/15.2%; 2022 年末公司资产负债率为 19.7%, 同比+2.9pct; (3) 公司合计拟派发现金红利总额 78.43 亿元人民币, 分红比例提升至 50.1% (2021 年为 37.9%), 体现了对于投资者回报的重视。行业需求温和复苏, 受益稳增长继续加码和地产景气改善, 公司估值有望迎来修复。22Q4 以来信贷持续改善, 狭义基建投资加速, 基建实物需求有望迎来释放高峰, 需求回升将利好景气中枢企稳回升, 公司市净率处于历史底部, 受益稳增长继续加码和地产景气改善, 估值有望迎来修复。盈利预测与投资评级: 行业景气底部回升, 公司在行业下行期彰显成本领先等综合竞争优势, 产业链上下游业务扩张为公司提供新的增长动能。基于地产投资缓慢修复, 煤价维持高位等因素, 我们下调公司 2023-2025 年归母净利润至 170.2/206.2/219.1 亿元 (2023-2024 年预测前值为 230.0/266.2 亿元), 3 月 28 日收盘价对应市盈率 8.8/7.2/6.8 倍, 维持“增持”评级。风险提示: 水泥需求恢复不及预期; 产业链上下游扩张不及预期; 房地产信用风险失控的风险; 市场竞争加剧的风险。

(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)

### 泰格医药 (300347): 2022 年报点评: 疫情扰动下临床 CRO 龙头韧性十足

投资要点 事件: 公司 2022 年全年实现营收 70.85 亿元, 同比增长 35.91%, 归母净利润 20.07 亿元, 同比降低 30.19%, 主要系非经常性损益收窄, 扣非归母净利润 15.40 亿元, 同比增长 25.01%, 经营性现金流 13.58 亿元, 同比下降 4.66%; 单 Q4 实现营收 16.79 亿元, 同比下降 7.65%, 归母净利润 4.02 亿元, 同比下降 63.23%, 扣非归母净利润 3.47 亿元, 同比下降 4.21%, 业绩略低于预期。新冠疫情冲击下业务增长强劲, 显示良好业务韧性: 开展临床试验的主要场所为医院, 由于疫情散发部分临床试验项目受到一定影响, 同时生物医药投融资景气度下滑均对行业造成了一定冲击, 但公司业绩仍表现了较为强劲的增长。分业务看, 1) 临床试验技术服务收入 41.25 亿元, 同比增长 37.80%, 毛利为 15.52 亿元, 同比增长 15.82%, 毛利率为 37.78%, 比去年同期下降 7.14 pct, 主要系疫情冲击导致成本增长和新冠疫苗项目过多过手费的影响。2) 临床试验相关服务及实验室服务收入 28.76 亿元, 同比增长为 31.12%, 毛利为 12.01 亿元, 同比增长 32.03%, 毛利率为 41.76%, 较去年同期基本持平。同时公司 2022 年新增订单 96.73 亿元, 累计待执行合同金额 137.86 亿元, 同比增长 20.88%。项目数量持续创新高, 下半年恢复趋势渐显, 海外业务逻辑逐渐理顺: 上、下半年看, 公司下半年新增管线数量好于上半年, 显示了前瞻性指标恢复的趋势, 上半年新增药物临床研究项目为 40 个, 下半年新增 73 个。在所有药物临床研究项目中, 其中 II 期和 III 期项目占比分别为 20% 和 24%。公司近年致力于推进海外临床 CRO 市场, 2022 年末公司境外单一区域和 MRCT 项目数量达到 250 个, 同比增长 37%, 海外人员规模也由增至 2022 年末 1426 人, 同比增长 39%, 基本和项目数量增长保持一致。随着国内创新药管线出海和更多海外药企看重中国市场, 公司海外业务拓展步入正轨。盈利预测与投资评级: 考虑公

司临床后期试验数量逐渐增多，我们将公司 2023-2024 年盈利预测的收入由 86.65/106.75 亿元上调为 90.08/116.74 亿元，预计 2025 年收入为 149.59 亿元；考虑非经常性损益波动逐渐收窄，我们将公司 2023-2024 年盈利预测归母净利润由 40.43/46.91 亿元下调为 27.11/36.87 亿元，预计 2025 年归母净利润为 46.71 亿元。当前股价对应估值分别为 35×，26×，20×，维持“买入”评级。风险提示：新药研发不及预期风险，行业竞争加剧风险，投资收益波动，新冠疫情反复影响受试者入组进度

(证券分析师：朱国广 证券分析师：周新明)

#### 旭升集团 (603305): 公告点评: 出海战略开启, 加速全球布局

**投资要点** 公告要点: 公司发布公告, 拟通过自有或自筹资金分别成立子公司、孙公司 (旭升香港国际、旭升香港贸易、旭升美国国际、旭升墨西哥工业、旭升墨西哥制造) 最终投资建设墨西哥生产基地, 累计总投资额不超过 2.76 亿美元。政策推动+核心客户需求, 墨西哥成为战略要地。1) 根据《美墨加贸易协定》, 整车的零部件产地来自北美比例达到 75% 以上, 方可享受免关税待遇; 2) 根据 2023 年 1 月 1 日生效的《通胀削减法案》, 美国向购买新/二手电动车的消费者分别提供 7500/4000 美元的税收抵免, 获取补贴需要的条件之一是至少 50% (2029 年提高至 100%) 的电池组件是在美墨加三国制造或组装的; 3) 特斯拉拟在墨西哥蒙特雷建立新的超级工厂, 初步规划产能 100 万台/年, 且后续产能可能持续扩张以满足全球需求。投资建设墨西哥生产基地, 能够为战略客户提供本地化服务, 符合公司长远发展战略。铝合金三大工艺加工全面布局, 产品+客户拓展打造轻量化平台型企业。公司是业内少有的同时掌握压铸、锻造、挤压三大铝合金成型工艺以及量产能力的企业, 依托核心工艺产品从动力系统、底盘系统结构件等优势品类拓展至部件集成化产品, 同时获得储能、消费领域订单。客户多元战略持续推进, 公司已经覆盖国内外新势力车企以及成熟的优势车企, 也获取了国内外知名一级供应商的长期信任, 构建了合作共赢的关系, 着力打造平台型轻量化企业。海内外产能逐步扩张落地, 支撑公司业绩持续增长。上市以来公司顺应市场趋势多次扩张轻量化产能, 2022 年竞得 74 亩地建造北仑 10 号工厂, 2023 年拟通过可转债募资 28 亿元进一步扩充现有产能, 湖州工厂 540 亩土地产能有望 2025 年释放。据我们测算, 国内各工厂产能完全投放预计能够支撑 150 亿元以上的营收体量, 叠加墨西哥生产基地规划, 海内外产能逐步释放有望支撑公司业绩持续增长。盈利预测与投资评级: 我们维持公司 2023-2025 年营收预测为 70.4/95.1/123.6 亿元, 同比分别 +58%/+35%/+30%, 维持 2023-2025 年归母净利润为 10.5/14.6/19.3 亿元, 同比分别 +50%/+39%/+32%, 对应 EPS 分别为 1.6/2.2/2.9 元, 对应 PE 分别为 23.3/16.8/12.7 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 芯片供应短缺超出预期, 铝合金价格波动超出预期, 下游乘用车复苏不及预期。

(证券分析师: 黄细里 研究助理: 谭行悦)

#### 百奥赛图-B (02315.HK): 2022 年年报业绩点评: 业务多点开花维持高速增长

**投资要点** 事件: 公司公布 2022 年年报, 2022 年公司实现营收 5.34 亿元, 同比增长 50.6%, 毛利为 3.92 亿元, 同比增长 58.3%, 毛利率上升 3.59 pct 至 73.38%, 截至 2022 年年末现金及现金等价物为 6.27 亿元。业绩略低于预期。主营业务多点开花维持强劲增长趋势: 从各主营业务看, 2022 年, 1) 基因编辑业务收入 0.61 亿元 (+19.41%, 同比增长, 下同), 占总营收 11.44%, 毛利率为 42.65%; 2) 模式动

物销售收入 1.69 亿元(+57.43%)，占总营收 31.72%，毛利率为 79.70%；3) 临床前药理药效评估销售收入 1.76 亿元(+66.72%)，占总营收 32.98%，毛利率为 70.07%；4) 抗体开发业务收入为 1.27 亿元(+43.20%)，占总营收 23.77%，毛利率为 80.30%。“千鼠万抗”助力新药发现，“Nano 100”接力续航：公司专注于从 0 到 1 的药物开发，基于公司全球领先的全人源抗体开发平台 RenMice，公司 2020 年启动千鼠万抗计划，该计划预计将于 2023 年 Q3 完成，公司将建立 40-50 万个覆盖超过 1000 个创新靶点的全人源抗体序列库，从而将实现更多抗体分子/序列转让或授权合作，2020-2022 年公司已实现对外转让抗体分子/序列分别为 6/11/17 个。此外，基于公司的全人纳米抗体小鼠 RenNano®，公司于 2023 年 2 月公布了 Nano 100 计划，以开发针对 100+靶点的全人治疗性纳米抗体，相较于传统抗体，纳米抗体分子量小，结构简单，稳定性好，易于生产和工程化改造，可被广泛用于构建细胞治疗、双抗、多抗、抗体偶联药物/核素等多种药物形式。临床前 CRO 服务能力持续提升，海外布局持续推进：公司临床前 CRO 服务能力不断提升，建立了近 3000 个独特基因编辑动物/细胞系模型，拥有 3 个 AAALAC 资质动物房设施，占地面积约 5.5 万平方米，年供应基因编辑小鼠几十万只。公司也积极开拓海外业务，2022 年公司在欧洲成立德国子公司，并且扩大了美国波士顿子公司实验室场地，2022 年公司海外营收占比 46.10%，较 2021 年提升 7.87 pct。盈利预测与投资评级：由于公司 2022 年业务开展受疫情影响、抗体类药物对外授权波动性较大，我们将 2023-2024 年营收由此前的 8.40/11.07 亿元下调为 7.45/10.09 亿元，并预计 2025 年营收为 13.57 亿元。考虑公司为国内抗体类药物开发稀缺标的，具备高成长性，维持“买入”评级。风险提示：新药研发不及预期风险，行业竞争加剧风险，汇兑损益风险

(证券分析师：朱国广 证券分析师：周新明)

### 比亚迪 (002594)：2022 年报点评：业绩符合市场预期，单车盈利同比高增

**投资要点** 2022 年归母净利润 166.22 亿元，同比高增 445.86%，业绩位于预告中值，符合市场预期。2022 年公司营收 4240.61 亿元，同比增长 96.20%；归母净利润 166.22 亿元，同比增长 445.86%；扣非净利润 156.39 亿元，同比增长 1146.42%；2022 年毛利率为 17.04%，同比增长 4.02pct；净利率为 4.18%，同比增长 2.34pct。公司此前预告 2022 年全年归母净利润 160-170 亿元，处于业绩预告中值，符合市场预期。销量强劲增长市占率大幅提升，Q4 销量环增 27%创新高。销量方面，根据公司年报，2022 年比亚迪汽车销 180 万辆，同比增 150%，其中新能源汽车销量 178.8 万辆，同比大增 218%，国内市占率达 27%，同比提升近 10pct。根据公司产销快报，2022Q4 比亚迪新能源汽车销 68.3 万辆，同比增长 156.7%，环比增长 26.9%，创历史新高。我们计算 22 年公司电动车单车售价约 15.7 万元（不含税），同比增长 3%。盈利方面，公司 22 年单车利润达 8000 元左右，23 年有望维持。公司销量持续高增，产能利用率提升，规模效应显著，预计 Q4 单车盈利约 1.07 万元，环比微增，我们预计 22 年单车利润近 8000 元，同增 2 倍+。由于原材料价格大幅上涨、补贴退坡等影响，23 年初公司提价，又于 2 月、3 月分别两次降价，我们测算 23 年补贴退坡预计影响单车盈利 8000 元左右，公司动力电池老产线折旧年限缩短预计增加 1000 元单车成本，但供应商降价 3-5%带动单车降本 3000-5000 元，碳酸锂现货价格跌价将持续推动电池成本下降，将有效对冲补贴退坡及售价下降，综合考虑，我们预计 23 年公司单车盈利有望达 8000 元左右。 22

年电池装机量 90GWh，23 年出货预计翻倍以上增长，其中储能预计出货 30GWh+。Q4 动力和储能电池装机 32.34GWh，同环比 +123%/+38%；22 年累计装机 89.84GWh，同比增长 137%，其中储能预计贡献 12gwh，同比翻倍以上增长。受益于欧洲户储及全球大电站项目，预计 23 年公司电池产量超 200gwh，同比翻倍以上增长，其中储能电池出货 30gwh，同增 150%，贡献明显增量。盈利预测与投资评级：考虑公司会计准则变更及补贴退坡影响，我们下修公司 2023-2025 年归母净利润预测至 257/337/445 亿元（23-24 原预测值为 302/401 亿元），同增 55%/31%/32%，对应 PE28x/21x/16x，给予 2023 年 35 倍 PE，目标价 309 元，维持“买入”评级。风险提示：电动车销量不及预期、原材料价格波动等

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕 研究助理：刘晓恬）

### 容百科技（688005）：2022 年报点评：业绩符合预期，23 年盈利预计基本维持

**投资要点** 2022 年归母净利润 13.53 亿元，同比增长 48.54%，业绩预告中值，符合市场预期。2022 年公司营收 301.23 亿元，同比增长 193.62%；归母净利润 13.53 亿元，同比增长 48.54%；扣非净利润 13.17 亿元，同比增长 62.92%；22 年毛利率为 9.26%，同比下降 6.08pct；净利率为 4.56%，同比下降 4.29pct。此前公司预告 2022 年归母净利润 13.2-14.0 亿元，业绩预告中值，符合市场预期。2022 年出货近 9 万吨，2023 年预期 50%以上增长。出货端来看，2022 年全年正极出货 8.9 万吨，同比增长 70%，其中 Q4 出货达 3 万吨以上，环比增长 30%；公司现有产能 25 万吨，其中韩国产能 2 万吨，我们预计 2023 年出货有望达 14 万吨，维持 50%以上增长。此外公司新技术进展顺利，高镍低钴、超高镍 9 系等已实现千吨级出货，LMFP 出货近千吨，钠电累计出货几十吨级，公司现有 LMFP 产能 0.62 万吨，钠电正极产能 1.5 万吨，23 年预计实现大规模量产。2023 年加工费正常年降、单位净利预计维持 1.2-1.3 万元/吨。盈利方面，公司全年单吨净利近 1.5 万元，其中 Q4 单吨利润 1.4 万元左右，环比增长 80%以上，恢复至正常水平。2023 年我们预计三元正极加工费正常年降，公司库存管理趋于稳健，2023 年单吨利润有望达 1.2-1.3 万元。2022 年费用率显著降低，经营性现金流承压。2022 年公司费用 10 亿元，期间费用率 3%，同比降低 3pct。2022 年底存货 33 亿元，较 Q3 末基本维持稳定；应收账款 38 亿元，较年初增长 106%；2022 年经营活动净现金流净额-2.4 亿元，同比降低 26%。盈利预测与投资评级：由于正极加工费年降，我们下修公司 2023-2025 年归母净利润至 17.09/22.36/30.04 亿元（23/24 年原预期 20.07/27.16 亿元），同增 26%/31%/34%，对应 PE 为 18x/14x/10x，考虑公司作为三元正极龙头，销量持续提升，海外布局优势明显，给予 2023 年 25xPE，目标价 94.8 元，维持“买入”评级。风险提示：电动车销量不及预期，上游原材料价格大幅波动。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕 证券分析师：岳斯瑶）

### 阿里巴巴-SW（09988.HK）：阿里组织架构再次变革，组织效率和竞争力有望大幅提升

**投资要点** 3 月 28 日，阿里巴巴集团董事会主席兼首席执行官张勇宣布启动“1+6+N”组织变革：在阿里巴巴集团之下，设立阿里云智能、淘宝天猫商业、本地生活、国际数字商业、菜鸟、大文娱等六大业务集团和多家业务公司。业务集团和业务公司分别成立董事会，实行各业务集团和业务公司董事会领导下的 CEO 负责制，张勇继续作为集

团董事会主席兼 CEO，统管战略。具备条件的业务集团和公司未来拥有独立融资和上市的可能性。全新组织结构赋能六大业务集团，阿里组织效率和竞争力有望大幅提升：从初创时期执行“履带战略”，以旧业务需求和盈利孵化新业务；到发展壮大时期执行“板块化治理改革”，主动拥抱公司当下多引擎驱动和多赛道发展的特点，阿里不断推动生产关系变革以适应不同阶段的生产力现状。在此次改革方案下，通过设立六大业务集团和多家业务公司，阿里将大幅改善过去繁杂的事业群、事业部、事业线等组织架构，有望实现组织层级的简化和决策链路的缩短，从而提高组织效率和加强决策响应速度；而六大业务集团在更高的灵活性下的表现也将值得期待。我们认为阿里巴巴的组织变革对于提高公司的竞争力具有积极的意义，也有望为公司带来更好的业绩表现。延续龙头示范作用，中概股公司治理有望迎来迭代浪潮，看好恒生科技板块性机会：在互联网产业快速发展时期，阿里于 2015 年推动“中台战略”，形成了“大中台、小前台”治理模式下的统一整体；在互联网产业存量发展时期，阿里于 2020 年推行多元化治理结构下的经营责任制，通过设立多家独立经营的环路公司打造敏捷组织。两次变革均为产业发展不同阶段下的互联网科技企业公司治理改革提供了借鉴意义。我们认为阿里此次改革的示范作用将继续辐射中概股，中概股公司在流量红利见顶之后，企业治理有望迎来迭代浪潮，其通过自身治理的优化有望为整体互联网企业带来运营效率和业绩的提升。这样的改革突破将会加速淘汰低效业务，促进资源流向高效业务板块，进一步提升其核心业务的竞争力。企业治理能力的改变将大幅提升互联网公司的价值。我们看好恒生科技板块性机会，并推荐阿里巴巴等互联网标的。盈利预测与投资评级：基于公司各个板块业务的效率的提升，维持此前公司的盈利预测，我们预计 2023/2024/2025 财年 EPS 为 6.0/7.6/9.4 元，2023-2025 财年对应 PE12.3/9.8/7.9（以 2023/3/28 当天的汇率港币/人民币=0.88 为基准）。综合考虑公司业务成长、竞争优势与壁垒，我们认为公司当前估值水平具备较强的投资价值，维持公司“买入”评级。风险提示：电商行业竞争加剧，海外扩张不及预期，市场监管风险。

（证券分析师：张良卫 证券分析师：张家琦）

#### **TCL 中环 (002129): 2022 年年报点评: 硅片盈利坚挺, 结构持续优化**

**投资要点** 事件: 公司 2022 年年报显示 2022 年公司实现营收 670.10 亿元, 同比+63.02%, 归母净利润 68.19 亿元, 同比+69.21%, 其中 2022Q4 实现营收 171.65 亿元, 同比+42.86%, 环比-5.41%, 归母净利润 18.18 亿元, 同比+44.06%, 环比-12.72%, 业绩符合市场预期。硅片盈利坚挺, 出货结构持续优化。公司 2022 年硅片出货约 68GW, 同增约 31%, 外销市占率第一, 我们测算单瓦盈利约 0.1 元/W; 其中 2022Q4 出货约 17GW, 环比持平(受产业链价格大幅波动影响), 我们测算单瓦盈利约 0.11 元/W, 盈利坚挺。从 2023Q1 来看, 1 月初公司率先上涨调价, 后续行业排产提升+高纯石英砂紧缺支撑硅片价格持续坚挺, 我们预计公司 2023Q1 出货环比提升, 盈利能力保持坚挺。展望 2023 全年, 产能扩张+供应链管理+结构优化, 盈利有望持续增长: 1) 预计 2023 年底产能达 180GW, 规模优势进一步增强; 2) 海外高纯砂锁量超 35%, 坩埚供应具备保障; 3) 预计全年 210 出货 70%+, N 型硅片占比 30-40%, 结构优化夯实盈利能力。制造能力优异, 出货持续优化。组件持续发展, 半导体乘势上行。公司 2015 年成立环晟, 2020 年入股 MAXN, 差异化进军组件。目前环晟组件产能 12GW, 2022 年销量约 6.6GW, 同增约 59%; 我们预计环晟 2023 年末形成

25-30GW 的组件产能，销量约 13-15GW，实现盈亏平衡，后续进一步增长。半导体业务伴随市场需求持续增长，2023 年收购鑫芯半导体，产销规模持续扩大，市占率将进一步提升。盈利预测与投资评级：我们维持 2023-2024 年归母净利润预测 94/120 亿元，预计 2025 年归母净利润 139 亿元，同比增长 38%/29%/15%，对应 2023-2025 年 EPS 为 2.9/3.7/4.28 元。给予公司 2023 年 20 倍 PE，对应目标价 58.1 元，维持“买入”评级。风险提示：竞争加剧、原材料价格波动。

(证券分析师：曾朵红 证券分析师：陈瑶 研究助理：郭亚男)

### 和而泰 (002402): 2022 年年报点评: 业绩符合预期, 汽车电子&储能业务高速增长

事件：公司发布 2022 年年度报告 投资要点：业绩符合预期，盈利能力有望持续改善：2022 年实现营收 59.7 亿元，yoy-0.3%，归母净利润 4.4 亿元，yoy-20.9%，扣非归母净利润 3.8 亿元，yoy-20.9%，业绩基本符合市场预期，其中单四季度营收 15.4 亿元，yoy -4%，归母净利润 1.1 亿元，yoy-8.3%，同比降幅缩窄表现改善。由于受到下游需求疲软及客户去库存影响，基本盘业务家电板块实现收入 36.7 亿元，yoy-7%，电动工具板块实现收入 7.5 亿元，yoy-21%。公司全年毛利率整体同比下降 0.82pct，其中单四季度毛利率较 22Q3 提升 5.2 pct，较 21Q4 提升 1.2 pct，主要系高毛利 T/R 芯片业务收入占比提升及高价原材料影响缓解，盈利能力有望持续改善。汽车电子、储能新业务高速增长，订单充沛：公司汽电子业务实现营收 3 亿元，yoy+83.9%，公司与全球知名 tier1 厂商持续战略合作的同时，与比亚迪、蔚来、小鹏及一汽红旗、合众、广汽等整车厂开展合作，在车身域控制等多领域提供产品，公司近期公告与博格华纳签订新供应合同总金额 2.5 亿欧元，项目及订单持续突破。储能业务板块取得从零到一突破，全年实现营收 0.6 亿元，近期与战略客户签订合作协议，约定该客户在 2023 年向顺德和而泰采购 50 万套以上储能领域产品订单，打开业务天花板，公司基于技术储备和现有客户资源渠道，在电池管理系统 (BMS)、储能变流器 (PCS) 领域进行了布局，储能业务增长动力足。定增彰显信心，子公司钺昌科技 T/R 芯片快速成长：公司非公开发行股票申请已获受理，此次发行股票拟募集资金总额 6.5 亿元，控股股东、实际控制人刘建伟先生将以现金方式全额认购此次发行的股票，主要用于汽车电子全球运营中心建设项目、数智储能项目，彰显管理层信心。子公司钺昌科技 T/R 芯片业务全年实现营收 2.8 亿元，yoy+32%，归母净利润 1.3 亿元，yoy-17%，受益于星网加速组建，业务有望快速增长。盈利预测与投资评级：考虑家电、工具等需求不及预期叠加上游原材料供需紧张影响，我们下调公司 23-24 年归母净利润，预测 23-25 年归母净利润为 7.1/9.5/12.9 亿元 (23-24 年前值为 8.9/12.4 亿元)，同比+63%/+34%/+35%，我们长期看好智能化大趋势下公司具有技术研发、供应链管理等综合实力，家电、工具板块需求回暖叠加公司汽车电子、储能新业务快速增长，维持“买入”评级。风险提示：上游原材料价格波动的风险；新业务进度不及预期。

(证券分析师：马天翼 证券分析师：唐权喜 研究助理：金晶)

### 可立克 (002782): 2022 年报点评: 全年业绩符合预期, 新能源业务持续高增长

事件：公司发布 2022 年年报 22 全年业绩符合预期，新能源市场高景气有望持续拉升长期业绩。22 全年，公司实现营收 32.7 亿元，

yoy+98%，归母净利润 1.1 亿元，yoy+323%，扣非归母净利润 1.8 亿元，yoy+214%，其中，22Q4 实现营收 12.9 亿元，yoy+171%，归母净利润 0.4 亿元，yoy+190%。受益于新能源汽车、光伏、充电桩等新能源市场需求旺盛，以及海光电子并表，叠加公司持续加大扩产及研发力度，公司 22 全年业绩实现快速增长。 新能源磁性元件需求旺盛，公司业务实现高增长。公司磁性元件业务 22 全年营收达 24.3 亿元，同增 165%，主要是因为新能源领域产品主导拉动高增长。未来，新能源磁性元件市场有望迎来供需格局双边优化，需求端，新能源汽车、光伏储能、充电桩领域磁性元件市场规模将持续高增长；供给端，国内磁性元件市场份额有望向头部供应商集中。供需格局双边优化背景下，公司持续加大扩产及研发投入力度，22 年实现安徽可立克顺利投产，成功研发光储、充电桩、新能源汽车等多领域新品，未来，公司有望凭借资金、规模优势，深度受益新能源市场高景气度。 并购海光电子强强联合，海光电子盈利能力已见改善拐点。公司于 22Q3 取得海光电子控制权，与海光电子存在产品结构、客户、改善融资等多方面协同效应。22 年海光电子盈利能力已见改善拐点，其自购买日至 22 年期末营收、净利润分别达 9.46 亿元、0.21 亿元，对应净利率提升至 2%（20、21 年净利率为 0.2%、-0.6%），海光电子拟于安徽马鞍山设立全资子公司作为其生产基地，该举措有望实现降低成本、绑定客户双效并举，带动海光电子盈利能力稳步提升。 盈利预测与投资评级：新能源车、光伏储能、充电桩等领域需求强劲打开增长天花板，公司并购海光电子强强联合，成长确定性增强。我们维持公司 23/24 年的盈利预测，23-25 年归母净利润为 3.99/5.61/7.04 亿元，当前市值对应 PE 分别为 22/16/12 倍，维持“买入”评级。 风险提示：下游市场需求不及预期；行业竞争加剧；原材料价格上涨；投资损益波动风险。

（证券分析师：马天翼 证券分析师：唐权喜 研究助理：李璐彤）

## 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>