

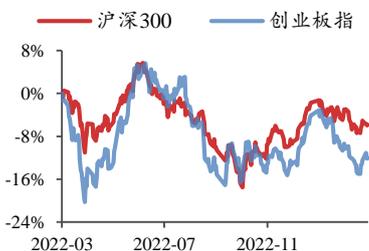
2023年03月30日

## 开源晨会 0330

### 市场快报

——晨会纪要

#### 沪深300及创业板指数近1年走势



数据来源：聚源

#### 昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
电子	1.572
社会服务	0.669
美容护理	0.623
食品饮料	0.543
汽车	0.355

数据来源：聚源

#### 昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
建筑装饰	-2.216
农林牧渔	-1.618
国防军工	-1.339
石油石化	-1.124
建筑材料	-1.056

数据来源：聚源

吴梦迪 (分析师)

wumengdi@kysec.cn

证书编号: S0790521070001

### 观点精粹

#### 总量视角

**【固定收益】** 利润大幅回落或不可持续——2023年1-2月工业企业利润数据点评-20230329

#### 行业公司

**【煤炭开采：淮北矿业(600985.SH)】** 全年盈利高增，新项目贡献成长——2022年报点评报告-20230329

**【农林牧渔：圣农发展(002299.SZ)】** 养殖效益同比改善，种源有望引领国产替代进程——公司信息更新报告-20230329

**【汽车：双环传动(002472.SZ)】** 2022年归母净利润同比+80%，再获新能源项目定点——公司信息更新报告-20230329

**【电子：可立克(002782.SZ)】** 2022业绩符合预期，持续研发塑造产品竞争力——公司信息更新报告-20230329

**【海外：英恒科技(01760.HK)】** 低估值高增长标的，受益汽车半导体价值提升——港股公司信息更新报告-20230329

**【电力设备与新能源：国轩高科(002074.SZ)】** 锂电池行业先行者，携手大众焕发新生机——公司深度报告-20230329

**【非银金融：国联证券(601456.SH)】** 外延收购提升自身实力，看好长期成长性——国联证券2022年报点评-20230329

**【海外：移卡(09923.HK)】** 继续受益于线下消费复苏和本地生活线上化红利——港股公司信息更新报告-20230328

**【电子：恒玄科技(688608.SH)】** 短期业绩承压，AIoT领域不断拓展——公司信息更新报告-20230328

**【中小盘：青鸟消防(002960.SZ)】** 业绩符合预期，消防龙头行稳致远——中小盘信息更新-20230329

## 研报摘要

### 总量研究

#### 【固定收益】利润大幅回落或不可持续——2023年1-2月工业企业利润数据点评-20230329

陈曦（分析师）证书编号：S0790521100002 | 张鑫楠（联系人）证书编号：S0790122030068

#### 核心观点

1. 1-2月，全国规模以上工业企业营收同比-1.3%（前值-5.9%，下同），利润同比-22.9%（-4.0%），利润率4.6%（6.2%）。

2. 整体：工业企业利润降幅大幅扩大，除了有节假日的因素外，还受到了疫情放开、居民多数处感染后期阶段对生产的影响，企业复工复产受到影响导致需求降低。PMI端显示的是环比变化，所以虽然1月和2月制造业景气程度连续恢复，但同比恢复程度较2022年初仍有差距。

3. 量价率：1-2月工业增加值同比+2.4%，PPI同比-1.1%，并不能对利润的大幅下滑起到较好解释。这个现象在2019年1-2月份也同样出现过，但是在2019年3月利润出现了明显修复。因此，我们认为这次的利润下滑或是一个异常状态，不可持续，之后也会存在类似2019年3月的修复。

4. 后续：首先，在年初出现利润大幅下降的异常状态情况在2019年同样出现过，但在之后的3月销售回升、库存释放、成本下降，对利润形成支撑。因此，后续利润或同样会出现修复，3月是重要观察时点。其次，我国对工业企业支持力度较强，尤其是如信息技术、人工智能等新兴产业的投资力度、支持优质煤炭的增储上产等。国常会提出延续符合条件行业企业减税降费政策等。综上，我们预计后续随着生产和需求持续恢复，企业营收出现回升，利润率的拖累减缓，被动补库情况或不会加深。随着环比的回升和基数的降低，后续对利润形成支撑。

5. 债市：由于稳增长、稳内需或是确定性方向，经济恢复态势不减，基本面或将向好，全年利率中枢或将震荡上移。近期债券市场对经济和政策的预期明显回落，我们认为是较好的止盈机会，警惕未来1个月债市调整风险。战略性看好与内需相关的转债。

#### 6. 分项：

(1) 结构：1-2月，采矿业和制造业上游加总的利润占比并未出现明显变化，为47%（46.7%），但其中的采矿业利润占比大幅上升至26.4%（18.5%），在2022年7月连续下降之后出现大幅回升，而制造业上游的利润占比大幅下降至20.5%（28.2%）。中游设备制造业利润占比22.1%（32.3%）、下游消费品利润占比23.1%（15.8%）、公用事业利润占比6.4%（3.8%）。总体呈现制造业上游和制造业中游设备类占比大幅下降，而其他行业占比上升，我们认为主要原因还是由于企业的生产受到影响，从而影响中上游行业的营收。中上游利润收到挤压，为其他行业利润占比释放空间。另外，下游消费品和公用事业端利润占比同样出现较大回升，或证明下游消费恢复要好于中上游。

(2) 企业：1-2月，工业企业营收同比-1.3%（+5.9%）、产成品库存同比10.7%（9.9%）。企业营收转负，产成品库存涨幅扩大，1-2月工业企业被动补库程度进一步加深。企业资产负债率为56.8%（56.6%），较前值小幅上行。

(3) 行业：1-2月，累计同比增速靠前的行业是运输设备、电气机械和器材、公用事业、有色采选和烟草制造，除制造业上游行业，其他大类分布较为均匀。累计同比降速居前的行业是黑色加工、燃料加工、其他采矿业、化学纤维和电子设备，降速居前的多数为制造业中上游行业，对企业利润形成较为严重的拖累。降幅居前的行业多为采矿业，分别为石油开采、煤炭开采和其他采矿业。

(4) 类型：1-2月，所有企业类型利润均出现下降，其中国有企业利润同比-17.5%（+3.0%）；股份制企业利

润同比-19.4% (-2.7%); 私营企业利润同比-19.9% (-7.2%); 外资企业受影响最大, 利润同比-35.7% (-9.5%)。

风险提示: 政策变化超预期; 价格变化超预期; 疫情变化超预期。

## 行业公司

### 【煤炭开采: 淮北矿业(600985.SH)】全年盈利高增, 新项目贡献成长——2022 年报点评报告-20230329

张绪成(分析师) 证书编号: S0790520020003

全年盈利高增, 新项目贡献成长。维持“买入”评级

公司发布 2022 年年度报告, 2022 年公司实现营业收入 690.6 亿元, 同比+5.52%; 归母净利润 70.1 亿元, 同比+42.83%; 扣非后归母净利润 69.7 亿元, 同比+47.68%。单季度来看, 公司 Q4 实现营业收入 117.5 亿元, 环比-37.81%; 实现归母净利润 17.9 亿元, 环比+8.27%。随着经济恢复以及稳经济政策逐渐落地, 焦煤需求有望提升, 焦煤价格有望继续维持在高位。我们上调 2023-2024 年盈利预测并新增 2025 年盈利预测, 预计 2023-2025 年归母净利润 77.5/81.5 (前值 73.2/78.3) /83.8 亿元, 同比+10.5%/5.3%/2.8%; EPS 为 3.12/3.29/3.38 元, 对应当前股价 PE 为 4.2/4.0/3.9 倍。维持“买入”评级。

煤炭业务: 信湖产能逐渐释放, 焦煤盈利能力大增

信湖产能逐渐释放, 全年产量小涨。2022 年公司商品煤产/销量 2290/1882 万吨, 同比+1.4%/-4.7%, 量增得益于信湖矿产能释放; Q4 商品煤产/销量 494/358 万吨, 环比-10.6%/-24.9%, 产销量下降主因受到倒工作面&疫情压力。降本增效明显, 公司吨煤毛利大幅增加。2022 年公司吨煤均价/成本 1160/588 元, 同比+44.0%/+23.4%, 吨煤毛利 572 元, 同比+73.8%, 吨煤毛利同比大增得益于公司成本控制好。2022 年公司煤炭板块实现营收 218 亿元, 同比+37.1%; 板块毛利 108 亿元, 同比+65.5%; 毛利率 49.3%, 同比+8.5pct, 焦煤板块盈利能力大增。

煤化工业务: 产销增加成本上涨, 新项目投产改善利润

煤化工产销增加: 2022 年公司焦炭产/销量 369/375 万吨, 同比+3.8%/+21.7%; 甲醇产/销量 38/36 万吨, 同比+9.9%/+5.1%。成本大涨价差缩窄: 2022 年公司吨焦价格 2901 元, 同比+9.6%, 吨甲醇均价 2330 元, 同比+1.5%; 采购洗精煤均价 2151 元/吨, 同比+34.3%, 焦炭-洗精煤价差 104 元/吨, 同比-81.5%, 原料价格大涨致焦炭盈利缩窄。2022 年 9 月 20 日公司 50 万吨炼炉气制甲醇项目投产, 低成本甲醇有望改善煤化工利润。

焦煤价格有望维持高位, 优质产能开工注入活力

炼焦煤需求存在改善预期: 2023 年我国 GDP 增速目标 5%左右, 随着经济复苏和地产基建回暖, 焦煤需求有望迎来上涨。截至 2023 年 3 月 24 号, 全国钢厂开工率 82.73%, 处于历史较高位置且有继续上涨态势, 社会钢材库存处于近三年同期低位, 钢厂/独立焦化厂炼焦煤可用天数 11.4/12.2 天, 均处于近 3 年同期最低, 焦煤刚性需求将予以煤价支撑。新产能贡献增量: 煤炭方面, 陶忽图矿 800 万吨 6000 卡动力煤项目预计 2026 年底建成。煤化工方面, 60 万吨无水乙醇项目预计 2023 年底建成, 同时 10 万吨 DMC 和驰放气制备高纯氢开工建设, 无水乙醇毛利丰厚有望改善化工板块利润。砂石骨料方面, 非煤矿山收储 1.57 亿吨, 砂石骨料储量及产能空间进一步得到提升。

风险提示: 经济恢复不及预期, 煤炭价格下跌超预期, 产能释放不及预期。

### 【农林牧渔: 圣农发展(002299.SZ)】养殖效益同比改善, 种源有望引领国产替代进程——公司信息更新报告-20230329

陈雪丽(分析师) 证书编号: S0790520030001 | 李怡然(联系人) 证书编号: S0790121050058

禽肉价格回暖, 圣泽 901 有望引领种源国产替代进程, 维持“买入”评级

圣农发展发布 2022 年年报，公司全年实现营收 168.17 亿元 (+16.15%)，归母净利润 4.11 亿元 (-8.33%)。销售/管理/研发/财务费用占比分别为 2.28%/1.75%/0.7%/1.01%，yoy+25.42%/19.48%/74.90%/22.93%，研发费用同比增加 0.50 亿元，主要系圣泽生物原种鸡育种项目持续研发投入增加。鸡肉价格景气，我们调高 2023-2024 年盈利预测，新增 2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润分别为 18.89 (10.49) /20.67 (13.07) /18.16 亿元，EPS 分别为 1.52/1.66/1.46 元，当前股价对应 PE 分别为 16.4/15.0/17.1 倍。公司肉鸡养殖效率同比提升，自研种源有望引领国产替代进程，维持“买入”评级。

养殖效率同比改善，种鸡产能建设完备

报告期内公司全年实现鸡肉销量 114.11 万吨，肉制品销量 23.41 万吨，分别较 2021 年增长 8.12%和 4.25%。养殖环节，公司现有超 6 亿羽养殖量，计划 2025 年养殖产能逐步提升至 10 亿羽。剔除饲料价格波动影响，鸡苗成本、肉鸡养殖成本持续降低，欧指同比增长。种鸡环节，2022 年全年销售父母代种鸡 655 万套，内销 510 万套，外销售 145 万套。江西资溪祖代场完成整体建设，具备 1750 万套父母代种鸡供种能力，2025 年“圣泽 901”力争占有国内 40%市场份额。

食品深加工产能持续拓展，C 端及自有品牌收入亮眼

报告期内食品深加工业务营收超 73 亿元，5 年复合增速超 22%，在建及已建食品深加工产能合计超 43.32 万吨，2022 年资本开支约 13.11 亿元，公司新建多座祖代、父母代种鸡、商品代肉鸡养殖场，光泽基地肉鸡加工六厂以及政和基地食品九厂正式投产，新增 9000 万羽年屠宰产能及 4.8 万吨食品深加工产能，未来食品深加工产能将超 50 万吨。食品 C 端业务营收超 14 亿元 (+64%)，占食品深加工比重超 23%。线上渠道收入同比+143.86%，占 C 端营收超 60%。自有品牌收入占比提升至 30%，爆品策略成效显著，“脆皮炸鸡”年销售额突破 2 亿元。

风险提示：疫病风险，白羽鸡产能扩张超预期，公司产能推进不达预期等。

**【汽车：双环传动(002472.SZ)】2022 年归母净利润同比+80%，再获新能源项目定点——公司信息更新报告-20230329**

邓健全（分析师）证书编号：S0790521040001 | 赵悦媛（分析师）证书编号：S0790522070005

2022 年公司归母净利润同比+80%，2023 年一季度预计实现归母净利润 1.6~1.7 亿元

2023 年 3 月 28 日，公司发布 2022 年度业绩快报以及 2023 年一季度业绩预告。2022 年公司实现营收 68.54 亿元，同比+27.14%；实现归母净利润 5.87 亿元，同比+80.0%。从单季度看，2022Q4 实现营收 20.29 亿元，同/环比分别为+53.13%/+17.42%；2022Q4 实现归母净利润 1.78 亿元，同/环比分别为+77.5%/+11.95%。2023Q1 公司预计实现归母净利润 1.58~1.70 亿元，同比+33.11%~43.22%，环比-11.23%~-4.49%。2022 年公司归母净利润高增，主要系纯电动混动汽车齿轮及 RV 减速器等项目快速放量。我们维持 2022-2024 年盈利预测，预计归母净利润分别为 5.87/7.78/10.25 亿元，EPS 分别为 0.75/1.00/1.32 元/股，对应当前股价 PE 为 34.8/26.2/19.9 倍。维持公司“增持”评级。

再获新能源汽车齿轮项目定点，助力公司业绩稳步增长

3 月 28 日，公司公告近日获某全球知名零部件企业定点，被选定为该客户某欧洲高端品牌新能源车电驱动系统齿轮项目的开发和批量供应商，项目预计从 2024 年开始批量供货，项目生命周期为 9 年，生命周期内预计销售金额为人民币 10 亿元以上。公司深耕高精度齿轮领域，2022 年全年新能源汽车齿轮营收同比增长超过 220%，营收贡献显著。公司已与比亚迪、广汽集团、蔚然动力、日电产、舍弗勒、汇川、博格华纳等头部企业合作，未来有望在新能源汽车领域的市场占有率进一步提升。

RV 减速器逐步放量，打开公司成长空间

公司通过子公司环动科技积极布局 RV 及谐波减速器两大类产品，进一步探索工业机器人减速器领域。2022H1 公司中小负载机器人用新一代高功重比 RV 减速机规模量产，中大负载机器人（50Kg-210Kg 负载）用 RV 减速机

产品取得关键性突破。公司将进一步向高端项目迈进，促进 RV 减速器项目产能释放，有望继续拓宽“护城河”，稳固行业龙头地位。

风险提示：汽车销量不及预期；产能建设不及预期；原材料涨价超预期等。

### 【电子：可立克(002782.SZ)】2022 业绩符合预期，持续研发塑造产品竞争力——公司信息更新报告-20230329

刘翔（分析师）证书编号：S0790520070002 | 傅盛盛（分析师）证书编号：S0790520070007

业绩符合预期，维持“买入”评级

公司发布 2022 年年报，2022 年实现收入 32.68 亿元，同比+98.2%，实现归母净利润 1.11 亿元，同比+323.5%，扣非净利润 1.77 亿元，同比+214.4%，业绩落于业绩预告中值附近，符合预期。基于下游需求旺盛和公司市场份额的持续扩大，我们上调 2023-2024 年并新增 2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润为 4.19/6.10/8.72 亿元（前值为 3.84/6.09 亿元，2025 年为新增），EPS 为 0.85/1.24/1.78 元（前值为 0.8/1.28 元，2025 年为新增），当前股价对应 PE 为 20.9/14.4/10.0 倍，维持“买入”评级。

需求旺盛带动磁性元件业务高增长，海光并表影响毛利率

2022 年，公司磁性元件收入 24.3 亿元，同比增长 165.3%，占比 74.4%。磁性元件收入高增长主要系：（1）下游汽车电子、光伏储能和充电桩需求旺盛；（2）公司在汽车电子、光伏储能国内市占率提升；（3）海光并表。开关电源收入 7.37 亿元，同比+14.5%，占比 22.6%，保持稳健增长。随着海光的并表，2022 年公司国内收入占比快速提升，从 2021 年的 46.8% 上升至 68.6%。毛利率方面，磁性元件 14.8%，同比 2021 年下滑 3.93 个百分点，主要系海光并表影响，由于产品结构和客户结构不同，海光产品较本部毛利率偏低。开关电源毛利率 21.04%，同比 2021 年提高 2.79pcts。

持续研发塑造产品竞争力，产能布局优化增强客户黏性

报告期内，公司研发成果突出：（1）光储，成功研发新型的逆变电感，差模电感，成功实现了自动化生产；（2）充电桩，成功研发 1MW 超大功率的磁性元件产品，为下一代充电桩的发展做好了技术储备；（3）汽车电子，车载 OBC 模块用磁性元件全面完成了水冷化的设计，降低了温升，缩小了体积，提升了产品的效率等。产能方面，报告期内，安徽可立克科技有限公司顺利投产，提高产品供应效率和服务效率，实现产能布局优化，增强了客户黏性。

风险提示：下游需求不及预期；原材料涨价；新客户导入缓慢等风险。

### 【海外：英恒科技(01760.HK)】低估值高增长标的，受益汽车半导体价值提升——港股公司信息更新报告-20230329

吴柳燕（分析师）证书编号：S0790521110001

持续受益汽车半导体价值提升趋势，待业绩兑现驱动估值抬升

考虑到 2023 年汽车芯片及零组件降价压力、以及公司云服务器业务放缓趋势，我们分别将 2023-2024 年营收预测从 77.8/111.7 亿元下调至 70.6/90.6 亿元，并新增 2025 年营收预测为 109 亿人民币，对应同比增速分别为 46%/28%/21%；基于公司毛利率提升超出我们此前预期，并考虑到整体营业费用率下降，我们分别将 2023-2024 年净利润预测由 4.5/5.5 亿人民币上调至 5.9/7.9 亿人民币，并新增 2025 年净利润预测 9.6 亿元，对应同比增速为 43%/34%/22%，对应 2023-2025 年 EPS 分别为 0.6/0.8/0.9 元。当前股价 4.51 港元分别对应 2023-2025 年 7.4/5.6/4.6 倍 PE。公司具备低估值优势，公司汽车芯片业务仍将继续受益于新能源汽车销量快速增长、以及汽车半导体价值提升趋势，利润端有望保持高速增长，待业绩兑现后有望驱动估值抬升，维持“买入”评级。

2022 年业绩高速增长，受益于整体新能源汽车市场增长迅速

2022 年公司营收同比上升 52% 至 48 亿元，主要受益于新能源汽车业务增长迅速；分业务来看，公司智能网联业务同比增速最快达 151%、云服务器业务同比衰退 24%，主要由于疫情期间大幅增长，2022 年新增项目减少所致。利润端，受益于美元升值及 ASP 提升，公司全年毛利率由 2021 年的 19.7% 提升至 21.5%，并基于经营效率提升，整体费用率下滑明显，对应净利润同比增长 105% 至 4.1 亿元、净利率由 2021 年的 6.3% 提升至 8.5%。

在手订单充足有望支撑收入端增长，成本加成模式以稳定利润率

公司收入端成长确定性较强，和英飞凌等半导体龙头合作紧密，客户结构多元分散覆盖比亚迪、理想、北汽、上汽等主流车厂。尽管汽车整体销量疲软，但公司产品结构积极向新能源汽车倾斜，有望受益于新能源汽车销量增长、以及汽车半导体价值量提升趋势。汽车芯片降价或导致其收入增速边际下修；但考虑到公司采用成本加成定价法，汽车零部件价格竞争对其利润率影响相对较小。

风险提示：电动车渗透放缓，行业竞争加剧，客户拓展低于预期。

### 【电力设备与新能源：国轩高科(002074.SZ)】锂电池行业先行者，携手大众焕发新生机——公司深度报告-20230329

殷晟路（分析师）证书编号：S0790522080001

锂电池行业先行者、携手大众焕发新生机

公司是最早开始研发动力电池的企业之一，2017-2020 年由于补贴政策偏向刺激产品能量密度，公司坚守的磷酸铁锂产品处于下风，利润表现不佳。2020 年大众品控团队入驻，品牌背书助力公司扩展海外大客户，未来公司有望进入成本—客户—产品的良性循环，“做精铁锂、做强三元”的产品路线更具优势。我们预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 2.18、16.00、28.21 亿元，EPS 为 0.12、0.90、1.59 元，当前股价对应 PE 分别为 242.0、32.9、18.7 倍，公司 2023 年 PEG 与 PS 分别为 0.05、1.32，明显低于可比公司，考虑到公司在客户、产品等方面的困境反转，2024 年为大众批量供货后利润有望进一步兑现，维持“买入”评级。

做精铁锂做强三元大力扩展产能，产业链一体化贯彻成本领先战略

公司在国内形成了合肥（经开、庐江、新站）、南京、青岛、唐山、柳州、南通、桐城、宜春十大基地布局，此外公司相继在德国规划产能供应欧洲客户加速出海进程；同时公司产业链布局全，在锂矿、正极、前驱体、负极、隔膜、铜箔等各电池材料都进行了战略布局，宜春科丰拥有 2 万吨碳酸锂冶炼产能，宜丰国轩锂业将于 2023 年上半年投产一期 2.5 万吨碳酸锂冶炼产能，2023 年公司有望形成碳酸锂 2 万吨以上产出，对应碳酸锂自供率将达到 50% 以上。

技术突破驱动动力客户结构改善，储能布局带来新增量

公司开发的半固态电池单体密度达 360Wh/Kg，2023 年有望装车交付加快公司向中高端客户渗透。2023 年起在国内终端需求增速下降的背景下，除大众标准电芯平台的确定性增量以外，公司还与美国大客户、印度塔塔等客户绑定受益海外电动车景气度红利。储能领域公司布局早，在发电侧和通信侧与国家电网、华为等客户合作紧密，也在积极开发 Freyr、Nextra、Moxion 等海外储能客户，充分受益于储能景气红利。

风险提示：电动车下游需求景气度不及预期风险、行业竞争加剧盈利恶化风险、公司储能客户扩展不及预期风险。

### 【非银金融：国联证券(601456.SH)】外延收购提升自身实力，看好长期成长性——国联证券 2022 年报点评-20230329

高超（分析师）证书编号：S0790520050001 | 卢崑（联系人）证书编号：S0790122030100

自营投资稳健，外延收购提升自身实力，看好长期成长性

2022 年公司营业总收入/归母净利润为 26.2/7.7 亿元，同比-11.6%/-13.7%，ROE4.62%，较 2021 年-2.65pct，期末杠杆率（扣客户保证金）3.79 倍，较年初+13%，净利润表现好于我们预期，主因自营业务收入好于预期。2022 年公司资管业务同比+38%，自营投资收益率相对稳健。我们上调公司自营投资收益率假设，上调 2023-2024 年归母净利润预测至 10.0/14.7 亿元（调前 8.7/13.2 亿元），新增 2025 年归母净利润预测 17.3 亿元，对应 2023-2025 年 EPS 分别为 0.36/0.52/0.61 元。2022 年 9 月公司公告定增预案，拟募资不超过 70 亿，目前已完成一轮反馈意见回复。2023 年 2 月公司收购中融基金 75.5% 股份。2023 年 3 月公司控股股东国联集团竞拍获得民生证券 30.30% 股权。公司通过融资和收购提升自身综合实力，驱动泛财富管理为核心的战略持续推进，管理层具有较强执行力和创业精神，看好长期成长性。当前股价对应 PB1.7/1.6/1.5 倍，维持“买入”评级。

交易量下降拖累经纪业务，投行同比下降，资管业务同比高增

(1) 2022 年市场日均股基成交额 1.02 万亿，同比-10%，公司经纪业务净收入 5.5 亿，同比-10%，股基成交额市占率 0.49%（与 2021 年持平），客户数 158 万，同比+14%，期末基金投顾业务签约总户数 24.03 万，AUM 为 68.80 亿（2021 年末为 103 亿）。(2) 公司投行业务净收入 4.8 亿，同比-6%，IPO 收入 1.8 亿，同比+295%，实现 3 单 IPO，IPO 承销规模 24 亿，同比+252%。(3) 公司资管业务净收入 1.9 亿，同比+38%，期末资管 AUM1008 亿，同比-1%，集合资管 AUM184 亿，同比+42%。

自营投资风险中性，金融资产规模环比下降

(1) 2022 年公司投资收益(含公允价值变动损益，下同)11.5 亿，同比-17%，自营投资收益率 3.5%（2021 年为 5.8%），自营投资风险中性特征显现，2022 年沪深 300 下跌 22%（2021 年下跌 5%），中证综合债指数上涨 3.3%（2021 年上涨 5.2%）。2022 年末自营金融资产规模 363 亿，同比+18%。(2) 公司利息净收入 1.2 亿，同比-44%，期末两融规模 88.2 亿，同比-18%，两融业务市占率 0.61%，较年初-0.02pct。

风险提示：市场波动风险；财富管理业务增长不及预期，收购事项不确定性。

**【海外：移卡(09923.HK)】继续受益于线下消费复苏和本地生活线上化红利——港股公司信息更新报告-20230328**

吴柳燕（分析师）证书编号：S0790521110001 | 肖杰（联系人）证书编号：S0790122030028

到店行业依然具有线上化红利，核心业务发展稳健，维持“买入”评级

考虑到公司支付业务 GPV 指引高于预期，业务综合费率有望继续提升，我们上调公司 2023-2024 年收入预测为 50/70（原值 48/62）亿元，新增 2025 年收入预测 84 亿元，对应同比增速分别为 46%/40%/20%。考虑到公司到店电商业务降本增效推行顺利，我们上调公司 2023-2024 年经调整利润预测为 4.3/7.2（原值 4.1/6.4）亿元，新增 2025 年经调整利润预测 9.2 亿元，对应同比增速分别为 202%/67%/28%。公司当前股价对应 2023-2025 年经调整 PE 分别为 17.1/12.7/10.0 倍，考虑到公司核心业务发展稳健，有望持续受益于线下消费顺周期复苏，且本地生活仍具备线上化红利，维持“买入”评级。

2022 年收入符合预期，到店电商业务亏损率优化明显

收入端看，公司 2022 年实现收入 34.2 亿元，同比增长 11.8%，分业务看：(1) 支付业务收入同比增长 21% 至 27.5 亿元，GPV 同比增长 5.1%，费率同比提升 2bps；(2) 商户解决方案收入同比下降 52% 至 3.1 亿元；(3) 到店电商业务 GMV 达到 33 亿，收入为 3.5 亿，整体符合预期。利润端看，公司 2022 年毛利率为 30.2%，同比提升 3.5pct，经调整 EBITDA 为 2.1 亿元，对应利润率 6.2%，同比提升 2.2pct，2022 年公司到店电商业务毛利率提升 31.4pct 至 67.3%，亏损率降至 60%，同比优化 39pct，除了自身的降本增效成果外，抖音推出的三方分账体系导致公司原有平台佣金成本转变为收入抵扣，对毛利率提升产生了一定影响。

预计 2023 年支付业务实现高增长，到店电商业务效率有望继续提升

公司指引 2023 年支付业务 GPV 为 2.7-2.9 万亿元，对应同比增速 21%-30%，我们预计主要系：(1) 中小商户

复苏节奏存在滞后性；(2) 公司目前与国内部分地方性商业银行合作顺利，通过共赢合作拓展了大量新增商户。公司对到店电商业务提出了赋能中心的战略定位，旨在加强利用直营与合营并行的模式赋能其他中小服务商，我们预计该战略将有助于到店电商业务继续实现规模的高效率增长。

风险提示：第三方支付行业竞争加剧、公司降本增效不及预期、流量平台政策变化等风险。

### 【电子：恒玄科技(688608.SH)】短期业绩承压，AIoT领域不断拓展——公司信息更新报告-20230328

罗通（分析师）证书编号：S0790522070002

业绩短期承压，智能音频 SoC 领先供应商，维持“买入”评级

2023年3月27日，公司发布2022年年报，2022年实现营收14.85亿元，同比-15.89%；归母净利润1.22亿元，同比-69.97%；扣非净利润0.12亿元，同比-95.88%；毛利率39.37%，同比+2.08pcts；计提0.6亿元资产减值损失，主要是基于谨慎原则对存货进行减值测试。2022Q4单季度实现营收3.15亿元，同比-40.95%，环比-34.57%；归母净利润-0.28亿元；扣非净利润-0.51亿元；毛利率37.86%，同比+0.66pcts，环比-2.43pcts。考虑消费市场疲软等因素，我们下调2023年业绩预测并新增2024-2025年业绩预测，预计2023-2025年归母净利润为2.07（-9.04）/3.16/4.47亿元，对应EPS为1.73（-7.53）/2.64/3.73元，当前股价对应PE为81.8/53.6/37.9倍，我们看好公司在物联网领域的不断拓展，维持“买入”评级。

创新驱动产品快速迭代，持续研发投入，新品量产进一步打开成长空间

分产品来看，2022年公司普通蓝牙产品营收同比-23.40%，达3.61亿元，占比24%，毛利率37.00%，同比+1.31pcts；智能蓝牙产品营收同比-21.92%，达7.34亿元，占比49%，毛利率42.40%，同比-0.48pcts；其他产品营收同比+10.03%，达3.90亿元，占比26%，毛利率35.85%，同比+11.25pcts。分应用领域来看：(1) 智能可穿戴方面，公司基于12nm FinFet工艺的新一代BES2700系列可穿戴主控芯片已实现量产，成功应用于华为、小米、三星等多家客户的旗舰TWS耳机产品，作为公司新业务的智能手表芯片快速上量，2022年实现营收2.9亿元，收入占比19%。(2) 智能家居方面，公司Wi-Fi/蓝牙双模AIoT SoC芯片成功导入多款智能Wi-Fi音箱中，Wi-Fi4连接芯片也开始量产落地，已应用于翻译笔、智能家电等终端产品，公司进一步向AIoT平台型公司迈进。公司重视研发，2022年公司研发费用4.40亿元，同比+52.08%，占收入比重为29.62%，2022年底研发人员总数521人，同比+54.14%，研发人员占比85.41%。公司围绕AIoT产业链逐步布局，有望成为平台型公司，前景可期。

风险提示：市场竞争加剧风险；产品迭代不及预期；需求不及预期。

### 【中小盘：青鸟消防(002960.SZ)】业绩符合预期，消防龙头行稳致远——中小盘信息更新-20230329

任浪（分析师）证书编号：S0790519100001

全年业绩符合预期，Q4净利率同比提升

公司发布2022年年报，实现营业收入46.02亿元，同比增长19.13%；归母净利润5.70亿元，同比增长7.51%。2022年4季度营收11.98亿元，同比减少6.99%；归母净利润1.54亿元，同比减少1.10%，盈利能力同比提升明显。2022年国内经济形势复杂多变，公司积极应对，实现了营收和利润的正向增长。受宏观需求波动影响，我们下调公司2023-2024年盈利预测并新增2025年盈利预测，预计2023-2025年归母净利润分别为7.50（-0.84）/9.68（-1.36）/11.91亿元，对应EPS分别为1.33（-0.21）/1.71（-0.32）/2.11元，当前股价对应2023-2025年的PE分别为20.5/15.9/12.9倍，公司受益于国内消防产业升级趋势，维持“买入”评级。

应急照明与智能疏散、大工业板块增速亮眼，储能消防未来可期

2022年公司应急照明与智能疏散业务紧紧把握行业重大发展机遇，订单与发货量持续快速增长，实现营业收入10.86亿元，同比增长64.60%；工业类项目发货金额达到2.79亿，同比增长87.8%，公司2022年成立储能消防业务群组，整合公司旗下“探测+灭火”端的产品矩阵、市场渠道、服务网络、技术研发等多方位资源，成体系、

成建制地从市场拓展端和产品研发端发力，2022 年度储能消防类项目累计发货金额超过 4,000 万元，实现高速增长。公司储能消防产品和服务获得了客户的一致认可，在储能消防领域影响力持续提升。

战略布局“3+2+2”核心赛道，有望实现“百亿+”规模

公司 2022 年度实现近 50 亿元收入规模，进一步夯实了“3+2+2”核心赛道业务的布局，并在各自的赛道做到了国内领先行列。未来 5-10 年是中国消防安全产业升级发展的重要窗口期，公司将紧紧把握住这一关键时期，持续建设“多品牌、多品类、多性能、多认证、多场景、多区域”的产品矩阵，2023 年公司将在既有的优势基础上进一步实现赛道卡位、挤压出清、降本增效，力争在未来 3-5 年实现“百亿+”的收入规模，在规模扩张的同时关注收入质量与收入结构，有望为公司发展成为世界领先的消防安全电子企业的战略目标打下坚实的基础。

风险提示：大客户流失风险；产品毛利率下降风险；市场竞争加剧风险。

## 特别声明

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

## 分析师承诺

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

## 股票投资评级说明

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

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

## 分析、估值方法的局限性说明

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

## 法律声明

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

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

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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

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

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

## 开源证券研究所

### 上海

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

### 深圳

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

### 北京

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

### 西安

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