

## 东吴证券晨会纪要

## 东吴证券晨会纪要 2023-04-03

## 宏观策略

2023年04月03日

## 宏观点评 20230331: 3月经济如何比1、2月“更好”?

尽管3月制造业PMI不仅高于荣枯线,且高于2013-2019年同期,但是主动去库存的特征十分明显。服务业和建筑业继续“报复性”扩张,则是当前总量政策保持的定力的重要原因。

晨会编辑 曾朵红

执业证书: S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

## 固收金工

## 固收点评 20230331: 志特转债: 建材铝模系统区域龙头企业

我们预计志特转债上市首日价格在110.59~123.45元之间,我们预计中签率为0.0017%。

## 固收点评 20230331: 制造业和非制造业PMI复苏脚步分化

制造业和非制造业PMI维持在荣枯线之上的高位,但基本面因素对债市几乎无扰动。流动性维持宽松和股市未形成趋势均对债市构成利好,打破“低波动”局面的因素或有以下三点:一是“滚隔夜”模式引发监管收紧,令利率上行;二是降息,令利率下行。我们预计在经济恢复基础尚不牢固的情况下,严监管不会出现,利率抬升对实体经济发展不利,而降息至少也需要等到数据验证后的二季度末,在此之前维持10年期国债收益率在2.8-3.0%的判断。

## 固收点评 20230331: 鹿山转债: 国内高性能热熔胶领先企业

我们预计鹿山转债上市首日价格在104.27~116.31元之间,我们预计中签率为0.0015%。

## 行业

## 纺织服饰行业月报: 行业跟踪: 1-2月终端消费回暖,关注全年业绩复苏可观的重点公司

品牌服饰观点: 估值修复切换为业绩修复,重点关注年内业绩修复确定性较高、业绩反弹力度可观的公司。疫情放开以来品牌服饰板块在业绩修复确定性增强的预期下普遍经历了估值修复行情,往后看我们认为业绩修复是影响股价的最关键因素。由于22年3-6月品牌服饰存在低基数,我们预计多数品牌业绩在Q2均有望迎来较大幅度反弹,将对板块情绪产生一定提振效果。全年维度看,看好运动品牌(安踏体育、李宁、特步国际、比音勒芬)继续稳健增长,男装龙头海澜之家“填坑式”修复、报喜鸟在开店+店效增长驱动下稳步增长,推荐持续跟踪“困境反转”型品牌流水修复情况,包括家纺龙头罗莱生活、高端女装歌力思、休闲服龙头森马服饰及太平鸟等。 纺织制造观点: 下游去库进行时,预计23年前低后高。当前国际品牌仍处于去库周期中,导致多数纺织公司收入增速放缓,板块整体业绩承压,2月纺织服装出口降幅仍较大。调研反馈,国内外纺织制造企业下游需求预计趋势上将逐渐恢复向好,23年将呈现前低后高特征,但产业链所处环节不同,下游需求回暖后传导时间预计有所差异。(23)出口型: 预计品牌去库进程延续到1H22,推荐综合竞争力出色、布局运动赛道上游的制造龙头申洲国际、华利集团,以及<>年增

速靓丽、估值便宜的鲁泰 A。(◁)内销型：关注国内外两个市场不同需求拐点的出现，推荐大国崛起背景及逻辑下的受益公司，如伟星股份(国产替代)、台华新材(技术突破)等。

### 推荐个股及其他点评

#### 广电计量(002967): 2022 年报点评: 非经常性因素影响利润增速, 盈利水平修复弹性大

盈利预测与投资评级: 出于谨慎性考虑, 我们调整 2023-2024 年净利润预测为 3.2(原值 3.7)/4.7(原值 5.1)亿元, 预计 2025 年净利润 6.3 元, 当前市值对应 PE 为 37/25/18 倍, 维持“增持”评级。风险提示: 下游需求不及预期; 行业竞争加剧; 并购整合不及预期

#### 新城悦服务(01755.HK): 2022 年年报点评: 核心业务稳健增长, 坚定推进“大后勤”战略

盈利预测与投资评级: 新城悦服务核心业务稳健增长, 逐步摆脱房地产依赖。考虑到母公司交付面积下降以及低毛利的非住业务占比上升。我们下调其 2023/2024 年归母净利润至 4.8/5.4 亿元(前值为 8.2/10.8 亿元), 预测 2025 年归母净利润为 6.0 亿元, 对应的 EPS 分别为 0.56 元/0.62 元/0.69 元, 对应 PE 分别为 10.0X/8.9X/8.1X, 维持“买入”评级。风险提示: 市场化外拓不及预期; 团餐业务扩张不及预期; 疫情反复影响超预期。

#### 天虹国际集团(02678.HK): 22 年业绩点评: 业绩承压, 期待 23 年订单回暖

公司为国内棉纺织龙头, 22 年由于下游需求不振、下半年棉价回落等因素影响业绩承压。23 年国内疫情放开后内销有望逐渐回暖, 海外上半年需求仍承压、有望于下半年出现需求拐点, 同时目前国内棉价约 1.5 万元处于相对低位, 随需求回暖棉价存上行空间, 利好公司盈利能力改善。考虑 22 年业绩大幅低于预期, 我们将 23-24 年归母净利润下调至 4.41/10.42 亿元(原预测 2.19/23.4 亿元)、增加 25 年预测值 13.71 亿元, 对应 23-25 年 PE 为 11/5/4 倍, 由于海外市场回暖需要时间, 预计上半年压力仍存, 下调评级至“中性”

#### 时代电气(03898.HK): 2022 年业绩公告点评: 轨交复苏开启, IGBT 好于预期, 中特估长期催化

盈利预测与投资评级: 公司业绩符合预期, 考虑到轨交复苏及新兴装备业务产能释放节奏, 我们上调 2023-24 年归母净利润预测分别为 29.1 亿元(+3.3 亿元)、32.6 亿元(+4.6 亿元), 新增 2025 年预测为 34.7 亿元, 同比分别+14%、+12%、+6%, 对应现价(3 月 30 日收盘)PE 分别为 16 倍、14 倍、13 倍, 维持“买入”评级。

#### 方盛制药(603998): 2022 年年报点评: 业绩符合预期, 聚焦中药主业效果明显

事件: 2022 年, 公司实现营业收入 17.92 亿元(+14.36%, 较 2021 年同期增长 14.36%, 下同), 归母净利润 2.86 亿元(+308%), 扣非归母净利润 1.06 亿元(+69%); 单 Q4 季度, 公司归母净利润 0.26 亿元(+234%), 扣非归母净利润 0.35 亿元(+685%)。全年业绩符合预期。公司“338”产品矩阵优异, 制药板块业绩稳步增长。2022 年, 公司主业收入增长近 20%, 快于公司整体收入增速。其中小儿荆杏止咳颗粒、强力枇杷膏(蜜炼)/露等产品的销售收入同比增长均超过 170%; 化药方面, 依折麦布

片、奥美拉唑肠溶片、厄贝沙坦氢氯噻嗪片等产品的销售收入同比增长140%以上。分产品来看，心脑血管用药收入4.5亿元(+50.8%)，呼吸系统收入1.4亿元(+230.8%)，儿童用药实现收入1.51亿元(+16.5%)，抗感染用药收入0.96亿元(+24.2%)，产品增长表现良好，骨科产品受到疫情进院影响，收入同比下滑7.93%。各产品终端覆盖比例的提升，有望为主业增长夯实基础。公司持续聚焦主业，盈利能力有所提升。自2022年Q4，佰骏医疗不再纳入合并报表范围内，2023年对公司利润端的拖累大幅降低。基于产品结构的优化以及非核心资产的剥离，公司盈利能力进一步提升，2022年销售毛利率提升至67.28%，较2021年提升3.23pct，扣非后的销售净利率为5.94%，同比提升1.92pct。加强中药创新药研发，依托学术研究进一步提升产品力。2022年公司研发投入7040万元，同比增长37%，研发费用率提升0.62pct。截至2022年底，1.1类中药创新药产品诺丽通颗粒完成3期临床，2023年中有望获批。此外，蛭龙通络片已完成二期临床，益气消瘤颗粒、妇科止血消痛颗粒处在药学研究阶段。已上市产品中，藤黄健骨片、金英胶囊、跌打活血胶囊完成了临床综合评价报告，小儿荆杏止咳颗粒纳入专家共识等，产品力在学术加持下进一步提升。盈利预测与投资评级：我们维持预计公司2023-2024年归母净利润为1.63/2.36亿元，2025年归母净利润预计为3.01亿元，对应当前市值的PE为33.0/22.7/17.7X。维持“买入”评级。风险提示：产品放量不及预期风险，政策风险，竞争加剧风险，产品研发不及预期

**四方股份(601126)：2022年报点评：业绩符合市场预期，新能源贡献高增长**

2022年收入同比+18%，归母净利同比+20%，新能源业务高增长，盈利能力有所改善。公司发布2022年年报，实现营收50.78亿元，同比+18%；实现归母净利润5.43亿元，同比+20%。其中2022Q4，实现营收14.79亿元，同比+24%；实现归母净利润1.05亿元，同比+55%。整体业绩符合市场预期。新能源业务收入占比提升导致毛利率有所下降，提质增效持续改善盈利能力。2022年毛利率为32.15%，同比-3.87pct，2022Q4毛利率26.94%，同比-5.55pct，我们认为主要系新能源业务、储能等毛利率较低的业务占比提升+SVG产品毛利率大幅下降所致；2022年归母净利率为10.70%，同比+0.18pct，2022Q4归母净利率7.08%，同比+1.44pct，盈利能力受益于提质增效，费用端的良好控制有效改善了公司盈利能力。网内业务：保护&监控稳健增长，配用电持平微降。1)输变电保护和自动化系统2022年收入21.31亿，同比+8.51%，毛利率45.96%，同比-1.72pct。受益于公司市场份额提升和新一代集控站监控系统的推广，公司继电保护份额提升+集控站贡献新增量，总体收入稳健增长，毛利率有所下滑，我们估计主要受个别项目价格扰动影响，随着自主可控保护+集控站的推广放量，毛利率有望有所修复。2)配用电系统2022年收入5.02亿，同比-0.91%，毛利率14.22%，同比-5.40pct。配电市场不断拓展，新产品逐步投放市场，后续有望从网内市场延伸至新能源、工业企业等新的市场，2023年我们预计公司配电业务有望实现较快速增长。网外业务：风光等新能源业务合同收入高增，储能板块静待花开。1)发电及企业电力系统22年收入3.76亿，同比-4.65%，毛利率15.33%，同比-6.41pct，公司重点开拓新能源市场，新签合同额同比大幅增长，虽然新能源侧项目毛利率相对网内项目较低，但其规模效应较强，且市场空间更大，公司依靠在网内的技术积累，有望在新能源项目市场进一步提高市占率水

平。2) 电力电子业务&储能业务受益于集中式新能源场站建设+储能需求井喷式增长, 2022 年累计中标多个储能项目, 在手订单充沛。未来随着 SVG&储能系统步入“优质优价”的良性竞争阶段, 市场集中度提升, 公司电力电子&储能业务有望实现量利齐升。

**复星国际 (00656.HK): 2022 年度业绩点评: 聚焦主业, 未来增长动能充足**

疫情扰动及资本市场波动下公司业绩有所承压, 公司坚持聚焦核心业务, 不断深化创新及全球运营, 中长期发展韧性和弹性较充足, 但考虑到 22 年实际利润以及疫后消费需求恢复的不确定性, 我们先下调 2023-2024 年归母净利润为 73、90 亿元 (前值为 100、121 亿元), 同比+1247%、25% (前值为 44%、21%), 2025 年归母净利润为 107 亿元, 同比+18%, 当前市值对应 PE 分别为 6/5/4X, 维持“买入”评级。

**宏发股份 (600885): 2022 年年报点评: 高压直流延续高增, 传统领域挖掘增量**

2022 年收入同比+17.07%、归母净利润+17.39%, 业绩符合市场预期。公司发布 2022 年年报, 公司 2022 年实现营业收入 117.33 亿元, 同比增长 17.07%; 实现归属母公司净利润 12.47 亿元, 同比增长 17.39%。其中 2022Q4, 实现营业收入 27.74 亿元, 同比增长 12.86%, 环比下降 10.20%; 实现归属母公司净利润 2.79 亿元, 同比增长 15.43%, 环比下降 19.73%, 业绩符合市场预期。产品结构优化&金属材料价格回落, 22 年毛利率微降, 归母净利率微增。2022 年全年毛利率为 34.06%, 同比下降 0.52pct。其中 Q4 毛利率 33.09%, 同比上升 0.34pct, 主要系下半年公司铜、银等主要材料价格有所回落, 产品结构持续优化, 毛利率微增。2022 年归母净利率为 10.63%, 同比上升 0.03pct, 其中 Q4 归母净利率 10.06%, 同比上升 0.21pct, 主要系研发、管理费用微增冲减部分毛利改善。

**中国中免 (601888): 2022 年报点评: Q4 经营承压, 需求复苏将迎高速增长【勘误版】**

海南客流的逐步恢复、疫情管控放开、国际航线的恢复有利于旅游零售行业市场规模扩张再次提速。中免市场地位稳固, 随着海口国际免税城业绩持续爬坡、三亚海棠湾一期二号地于 2023 年投入运营, 公司将重新进入市场份额提升通道, 中长期看好中国中免作为旅游零售龙头受益跨省及出境游的逐步恢复。考虑海口国际免税城投运及出境游修复过程中机场租金上涨, 调整公司 2023/2024 年盈利预期分别为 123.27/151.33 亿元 (前值 132.31/154.44 亿元), 新增 2025 年盈利预期为 184.83 亿元, 对应 PE 为 31/26/21 倍, 维持“买入”评级。

**云赛智联 (600602): 2022 年年报点评: 数据要素市场建设加快, 上海数据要素领军者蓄势待发**

盈利预测与投资评级: 数据要素政策推进速度加快, 云赛智联作为数据要素市场领军者, 背靠上海国资委, 将充分受益于数据要素产业链多个环节。我们下调 2023-2024 年归母净利润预测为 2.18(-1.83)/2.52(-2.38) 亿元, 给予 2025 年归母净利润 2.88 亿元, 维持“买入”评级。

**长城汽车 (601633): 2022 年报点评: Q4 业绩符合预期, 新能源转型持续推进**

我们基本维持长城汽车 2023~2024 年归母净利润为 59/100 亿元的预期, 分别同比-28%/+70%, 2025 年净利润预期为 151 亿元, 同比+50%, 对应 EPS 分别为 0.70/1.18/1.77 元, 对应 PE 分别为 41/24/16 倍, 维持长城汽

车“买入”评级。

**顺丰同城 (09699.HK): 2022 年年报点评: 业绩符合预期, 看好 23 年继续成长**

我们继续看好公司作为第三方配送龙头享受即时配送行业红利, 考虑到公司盈利进度好于我们预期, 我们将公司 23/24 年 EPS 预测从-0.10/0.23 元调整至-0.05/0.09 元, 预计 25 年 EPS 为 0.22 元, 公司流通盘扩大后流动性有望改善, 维持“买入”评级。(若无特别说明, 人民币兑港元汇率取 2023/3/30 数据 1 港币=0.8757 人民币)

**信达生物 (01801.HK): 2022 年年报点评: 加速布局多个慢病领域, 不同产品组合奠定增长动能。**

我们预计随着产品组合的不断放量, 公司收入将迅速增长, 预计 2023-2025 年的营业收入分别为 60.9/73.4/95.0 亿元。考虑公司收入快速增长, 首次覆盖给予“买入”评级。

**中联重科 (000157): 2022 年年报点评: 业绩符合预期, 多元化、全球化快速铺开**

盈利预测与投资评级: 我们维持 2023-2024 年归母净利润预测 33/44 亿元, 预计 2025 年净利润 50 亿元, 当前市值对应 PE 为 16/12/11 倍, 维持“增持”评级。风险提示: 地缘政治冲突, 基建项目落地不及预期, 原材料价格波动等。

**拓邦股份 (002139): 2022 年年报点评: 业绩略超预期, 新能源业务快速增长**

毛利率修复略超预期, 新能源业务快速放量: 2022 年公司营收 88.8 亿元, yoy+14.3%; 归母净利润 5.8 亿元, yoy+3.1%, 扣非归母净利润 4.8 亿元, yoy+12%。全年毛利率 20.14%, 同比下降 1.13pct, 控制器产品上游原材料价格稳降, 电芯上游碳酸锂价格大幅上涨, 对前三季度综合毛利率产生影响, 随着高价库存逐步出清, 毛利率四季度环比改善回升至 23.75%, 较 22Q3 提升 5.3pct, 较 21Q4 提升 4.74pct, 毛利率回升略超预期。分业务来看, 基本盘工具、家电业务分别实现营收 32.4 /30.9 亿元, yoy+8.2%/+4.5%, 高于行业整体增速, 新能源板块作为公司的第三成长曲线, 实现收入 20.4 亿元, yoy+64%。家电、工具板块需求复苏, 公司持续创新产品突破新客户: 家电智能化、电动工具“无绳化、无刷化、锂电化”带来基本盘赛道产品持续创新, 看好地产政策利好下带来的家电需求复苏, 公司依托变频空调等创新产品持续突破印度等海外市场, 以泛家电概念进军办公楼宇等商用电器市场持续提升公司市场份额。电动工具领域 OPE 等产品持续创新, 公司通过储备比较丰富的产品线, 给下游客户提供包括控制器、电机、BMS、电池包及整机在内的一站式解决方案, 2022 年电机、工具电池包及整机等非控制器产品收入占比达 33%, 基于产品平台规模及头部客户的体量增长, 公司市占率将进一步提升。新能源业务持续高增长, 打开成长天花板: 海外户储、便携式储能需求持续高增, 21-26 年赛道 CAGR 130%/50%+, 公司自 2006 年进军锂电领域, 依托长期技术储备形成“一芯 3S”(电芯、BMS、PCS、EMS) 的核心技术, 新能源应用产品线丰富、产品形态多元化, 具有完整的系统解决方案能力, 业务包容性更广。盈利预测与投资评级: 我们看好公司作为智控器龙头持续提升智能制造水平, 构建平台化竞争优势及国际化战略布局, 考虑到需求增速可能放缓及费用影响, 我们调整 23 年、24 年归母净利润, 预测 23-25 年归母净利润为 8.6/11.9/15.4 亿元 (23、24

年前值为 8.8/13.9 亿元), 当前市值对应 PE 分别为 19/14/11 倍, 维持“买入”评级。 风险提示: 下游需求不及预期; 产品价格波动的风险; 毛利率波动风险。

**华锐精密 (688059): 2022 年年报点评: 数控刀片龙头迎量价齐升, 看好持续加大研发投入**

考虑到募投项目投产时间延后对公司的影响, 我们预计公司 2023-2025 年的归母净利润为 2.41 (维持) /3.37 (下调 8%) /4.39 亿元, 对应当前股价 PE 分别为 26/18/14 倍, 维持“增持”评级。

**怡合达 (301029): 2022 年报点评: Q4 业绩受非经常性因素影响, 新能源领域快速增长**

考虑到下游通用自动化行业恢复速度慢于预期, 我们预计公司 2023-2025 年的归母净利润为 6.99 (下调 15.8%) /9.17 (下调 18.1%) /11.96 亿元, 对应当前股价 PE 分别为 36/28/21 倍, 维持“增持”评级。

**美亚光电 (002690): 2022 年报点评: 下游需求持续回暖, 利润端超市场预期**

盈利预测与投资评级: 考虑到疫情放开后公司各项业务有望持续恢复, 我们调整 2023-2024 年归母净利润预测分别为 8.37 和 9.83 亿元(原值 7.48 和 8.93 亿元), 并预计 2025 年归母净利润为 11.65 亿元, 当前股价对应动态 PE 分别为 31、26 和 22 倍, 维持“买入”评级。 风险提示: CBCT 出货量不及预期、色选机海外出口出现波动等。

**首旅酒店 (600258): 2022 年报点评: 业绩低点已过, 有望逐季向好**

首旅酒店作为中国第三大酒店连锁集团, 背靠首旅集团协同整合资源, 在新冠疫情酒店行业整体承压的背景下, 龙头逆势扩张, 市场格局显著向好。基于更新的财务数据, 我们微调首旅酒店 2023/2024 年及新增 2023 年盈利预测, 预期 2023-2025 年归母净利润分别为 10.23/12.29/13.85 亿元 (前值 2023/2024 年为 10.38/12.77 亿元), 对应 2023/2024 年 PE 估值为 26/21/19 倍, 2023 年随着酒店行业进入 Q2、Q3 旺季, 有望持续兑现业绩逐季向好, 维持“买入”评级。

**贵州茅台 (600519): 2022 年年报点评: 22 年高质量兑现, 23 年延续 15% 增速目标**

公司发展势能充足, 为龙头典范, 我们上调 2023-2024 年归母净利润实现 730/845 亿元 (前值为 729、845 亿元), 同比+16%/16% (前值为 16%、16%), 预计 2025 年归母净利润为 971 亿元, 同比+15%, 当前估值对应 PE 分别为 31/27/23 倍, 维持“买入”评级。

**华熙生物 (688363): 2022 年年报点评: 持续加码研发投入, 盈利能力趋势向好**

华熙生物是全球透明质酸产业龙头, “四轮驱动”下一体化优势稳固, 2023 年公司原料、医疗终端、化妆品有望实现全面恢复, 且盈利能力有望持续改善。基于年初以来较好的恢复趋势, 我们维持公司 2023-24 年归母净利润为 13.08/17.34 亿元, 预计 2025 年归母净利润为 22.51 亿元, 分别同增 35%/33%/30%, 当前市值对应 2023~25 年 PE 为 42x/32x/25x, 维持“买入”评级。

**吉比特 (603444): 2022 年年报点评: 业绩超我们预期, 持续高额分红回馈股东, 多元新游蓄势待发**

盈利预测与投资评级: 公司存量产品运营稳健, 新游储备丰富, 但考虑到重点储备产品《M66》尚在申请版号, 我们维持此前盈利预测, 并新

增 2025 年盈利预测，预计 2023-2025EPS 为 22.97/27.09/33.19 元，对应当前股价 PE 分别为 19/16/13 倍。我们认为公司“小步快跑”研发模式和长线运营能力有望持续获验，高分红具备吸引力，维持“买入”评级。

**中信证券（600030）：2022 年报点评：行业翘楚稳扎稳打，投行业务方兴未艾**

盈利预测与投资评级：我们预计资本市场改革持续优化，中信证券作为龙头券商有望抓住机遇强者恒强，但因宏观经济疲弱，经济波动回升，我们预计公司 2023-2025 年的归母净利润为 250.37/284.12/324.51 亿元（2023-2024 年前值为 284.52/329.12 亿元），对应 2023-2025 年 PB 为 1.21/1.15/1.09 倍，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济不及预期；政策趋紧抑制行业创新；市场竞争加剧。

**广发证券（000776）：2022 年报点评：市场波动影响公司业绩，财富管理仍为推荐主逻辑**

盈利预测与投资评级：广发证券作为券商行业龙头，财富管理业务突出，资管业务优势显著，公司各项主营业务增长稳健，未来有较高的成长性。我们对公司 2023-2025 年的归母净利润的预测为 98.92/112.09/124.93 亿元（2023-2024 前值为 105.84/127.61 亿元），对应 2023-2025 年 EPS 分别为 1.30/1.47/1.64 元，当前市值对应 2023-2025 年 PB 为 1.02/0.96/0.90 倍。虽 2022 年市场表现低迷，但公司各项主营业务回撤幅度有限，我们依旧看好公司的成长性，维持“买入”评级。风险提示：1）市场成交活跃度下降；2）股市波动冲击自营投资收益。3）疫情控制不及预期。

**中国中免（601888）：2022 年报点评：Q4 经营承压，需求复苏将迎高速增长**

海南客流的逐步恢复、疫情管控放开、国际航线的恢复有利于旅游零售行业市场规模扩张再次提速。中免市场地位稳固，随着海口国际免税城业绩持续爬坡、三亚海棠湾一期二号地于 2023 年投入运营，公司将重新进入市场份额提升通道，中长期看好中国中免作为旅游零售龙头受益跨省及出境游的逐步恢复。考虑海口国际免税城投运及出境游修复过程中机场租金上涨，调整公司 2023/2024 年盈利预期分别为 123.27/151.33 亿元（前值 132.31/154.44 亿元），新增 2025 年盈利预期为 184.83 亿元，对应 PE 为 31/26/21 倍，维持“买入”评级。

**中微公司（688012）：2022 年报点评：全年新接订单高速增长，产品线持续丰富完善**

盈利预测与投资评级：考虑到公司在手订单饱满，我们调整 2023-2024 年归母净利润预测分别为 15.24 和 19.31 亿元（原值 15.44 和 20.28 亿元），并预计 2025 年归母净利润为 24.64 亿元，当前市值对应动态 PE 分别为 57、45、35 倍。基于公司的高成长性，维持“买入”评级。风险提示：晶圆厂扩产节奏不及预期，新品研发&产业化不及预期。

**新凤鸣（603225）：2022 年年报点评：产能释放，业绩迎拐点**

新凤鸣 2022 年年报点评

**联创光电（600363）：2022 年业绩快报点评：22 年全年业绩符合预期，激光+超导驱动长期成长**

业绩符合预期，核心主业支撑公司盈利能力持续改善：2022 年全年，公司实现营收 33.1 亿元，yoy-7.8%，实现归母净利润 2.8 亿元，yoy+21.3%，扣非归母净利润 2.2 亿元，yoy+27.3%。业绩符合市场一致预期。其中单四季度营收 3.2 亿元，yoy+3.5%，归母净利润 0.13 亿元，较去年四季度

归母净利润亏损实现转亏为盈。公司 2022 年营收有所下降主要是剥离背光源板块中部分手机业务所致，受益于公司激光业务板块高速增长、期间费用下降及投资收益提升，公司利润实现稳健增长。无人机反制系统需求高增，激光系统器件及整机供应商有望充分受益：无人机井喷发展改变战争模式，俄乌战争中无人机身影频现驱动国内外激光系统加速研发与列装。公司目前是国内激光系统上游器件泵浦源及整机核心供应商，2022 年公司泵浦源及激光器产能订单饱满，今年该板块订单进一步实现高速增长，同时产能稳步扩张，有望充分受益国内外激光系统发展。同时公司具备激光系统整机生产能力，出口许可资质正加速办理，有望于今年打开国内外整机销售空间，进一步增厚营收。高温超导感应加热设备开启量产交付，新领域应用拓展打开长期空间：公司高温超导感应加热设备已在中铝东轻举办交付仪式，进一步收获广亚铝业等客户订单，成功实现市场 0-1 突破，目前公司在手订单超 60 台，今年开启量产交付，公司正积极布局高温超导技术向熔炼炉、晶硅生长炉等领域的产业化拓展，并持续实现可观突破，预计将进一步打开公司长期成长空间。智能控制器加速向汽车电子领域拓展，高端光耦国产替代空间广阔：据 QY Research 预测，高端光耦市场规模将于 2027 年达到 24.9 亿美元。目前中国大陆厂商市占率不足 3%，国产替代空间大。公司高端光耦产品性能媲美国外厂商，已进入头部客户的重要供应链体系，积累了 50 家相关行业的企业客户。同时公司智能控制器产品加速向汽车电子领域拓展推进，有望稳健增厚营收。盈利预测与投资评级：公司聚焦激光与超导主业，加速剥离传统低盈利业务，基于此，我们将公司 23-24 年归母净利润从 5.2/7.8 亿元下调至 4.8/7.1 亿元，当前市值对应 PE 分别为 31/21 倍，维持“买入”评级。风险提示：背光源及线缆业务剥离不及预期，高温超导感应加热设备市场拓展不及预期，激光系统终端行业发展不及预期

## 宏观策略

### 宏观点评 20230331: 3月经济如何比1、2月“更好”?

在昨天博鳌论坛的开幕致辞中,李强总理表示3月经济的情况比1、2月更好。那么究竟好在哪?制造业的“答卷”明显不达标,建筑业和服务业的表现可能才是底气所在:尽管3月制造业PMI不仅高于荣枯线,且高于2013-2019年同期,但是主动去库存的特征十分明显。而服务业和建筑业继续“报复性”扩张,则是当前总量政策保持的定力的重要原因。3月制造业PMI仍处于景气区间,但是主动去库存特征明显。3月综合PMI产出指数为57%(前值56.4%),再创历史新高,其中制造业PMI为51.9%(前值52.6%),较上月下降0.7个百分点,虽环比下降但仍处于荣枯线之上。3月制造业PMI有所回落属正常现象:PMI统计的是采购经理人判断本月相较于上月的变化情况,通常春节所在月份PMI会出现一定下滑,为春节过后PMI的环比上升做铺垫。而今年春节错位、疫情过峰、“重启经济”的定调等因素大幅拉高2月制造业PMI,使3月PMI继续保持上行的压力较大。3月PMI产成品库存指数降至49.5%(前值50.6%),低于荣枯线,表明库存持续去化且速度加快。不过主动去库存特征依然显著:PMI生产指数降至54.6%(前值56.7%)、PMI原材料库存指数(48.3%,前值49.8%)和从业人员指数(49.7%,前值50.2%)更是跌破荣枯线。结合PMI新订单指数来看,目前经济仍处于典型的主动去库存阶段,去库能否从主动转为被动取决于后续需求端能否进一步复苏、生产端能否加快“进度条”。若订单继续减少,制造业PMI仍有下行风险。3月制造业PMI的回落主要受生产拖累。从构成制造业PMI的五大分类指数来看,3月PMI的下降主要是受到生产回落的影响:3月PMI生产指数录得54.6%(前值56.7%),对制造业PMI造成0.53个百分点的拖累。结合相关高频数据来看,3月汽车钢胎和高炉的开工率确有下滑趋势,制造业生产动能变弱。其余四个主要分类指数中,PMI新订单指数录得53.6%(前值54.1%),拖累制造业PMI 0.15个百分点;PMI原材料库存指数录得48.3%(前值49.8%),拖累制造业PMI 0.15个百分点;PMI从业人员指数录得49.7%(前值50.2%),拉动制造业PMI 0.1个百分点;PMI供应商配送时间指数录得50.8%(前值52%),拉动制造业PMI 0.18个百分点。供需双双回落,企业前景预期稍有弱化。除生产端节奏放缓之外,需求端(尤其是外需)也有回落。内需方面,3月PMI新订单指数为53.6%(前值54.1%),仍处于荣枯线之上,但较上月有所回落;PMI在手订单指数为48.9%(前值49.3%),同样也出现一定程度的下滑。3月乘用车日均零售量和批发量呈下行趋势。外需方面,3月PMI新出口订单指数为50.4%(前值52.4%),CCFI、SCFI及NCFI三项出口运价指数仍未出现好转,欧美银行危机后经济增长前景较为黯淡,短期内外需转好的可能性较低。在供需同步回落的作用之下,PMI生产经营活动预期指数也出现下滑,从2月的57.5%降至55.5%。中小企业景气下降,鼓励支持民营经济发展十分迫切。从企业规模来看,3月大型企业PMI为53.6%(前值53.7%),与上月基本持平。而中小型企业PMI的下跌态势较为明显:中型企业PMI为50.3%(前值52%);小型企业PMI为50.4%(前值51.2%),三类企业之间的发展具有不均衡性,当前对民营经济的扶持政策有待进一步加码。非制造业恢复发展步伐加快。比起制造业PMI的回落,3月建筑业PMI和服务业PMI的上升为主要亮点,两个指标仍居于荣枯线之上且继续保持上行趋势。具体来说,建筑业

PMI 为 65.6% (前值 60.2%)，较上月大幅上升 5.4 个百分点，这与基建投资的“稳增长”力度较大有关，在稳定宏观经济大盘中起到了中流砥柱的作用。服务业 PMI 为 56.9% (前值 55.6%)，较上月上升 1.3 个百分点，各地“促消费”等政策措施持续发力，撬动消费潜能，服务业稳定恢复。总体上看，经济仍具韧性和潜力。虽然受供需影响，制造业增速比起上月有所放缓，但整体仍处于复苏阶段。基建和服务业有望成为经济主拉动力，作为经济发展的“双轮”带动市场加速回暖。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

### 固收点评 20230331：志特转债：建材铝模系统区域龙头企业

事件 志特转债 (123186) 于 2023 年 3 月 31 日开始网上申购：总发行规模为 6.14 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于江门志特生产基地 (二期) 建设项目等项目。当前债底估值为 72.83 元，YTM 为 3.27%。志特转债存续期为 6 年，中证鹏元资信评估股份有限公司资信评级为 A+/A+，票面面值为 100 元，票面利率第一年至第六年分别为：0.30%、0.50%、1.00%、1.70%、2.40%、2.80%，公司到期赎回价格为票面面值的 115.00% (含最后一期利息)，以 6 年 A+ 中债企业债到期收益率 8.99% (2023-03-30) 计算，纯债价值为 72.83 元，纯债对应的 YTM 为 3.27%，债底保护一般。当前转换平价为 97.44 元，平价溢价率为 2.62%。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 30 日。初始转股价 41.08 元/股，正股志特新材 3 月 30 日的收盘价为 40.03 元，对应的转换平价为 97.44 元，平价溢价率为 2.62%。转债条款中规中矩，总股本稀释率为 8.36%。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 41.08 元计算，转债发行 6.14 亿元对总股本稀释率为 8.36%，对流通盘的稀释率为 17.60%，对股本摊薄压力较小。观点 我们预计志特转债上市首日价格在 110.59~123.45 元之间，我们预计中签率为 0.0017%。综合可比标的以及实证结果，考虑到志特转债的债底保护性一般，评级和规模吸引力一般，我们预计上市首日转股溢价率在 20% 左右，对应的上市价格在 110.59~123.45 元之间。我们预计网上中签率为 0.0017%，建议积极申购。江西志特新材股份有限公司专注于为客户提供建筑铝模系统的研发、设计、生产、销售、租赁和相应的技术指导等综合服务，系专业从事建筑铝模系统的综合服务提供商。公司产品是一种应用于建筑施工中混凝土浇筑成形的临时支护结构系统。公司致力于推动传统建筑向现代绿色建筑革新转型，产品相较于传统建筑模板，具有绿色、环保、高效、高精度和可循环使用等综合优势。2017 年以来公司营收稳步增长，2017-2021 年复合增速为 48.92%。自 2017 年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率“V 型”波动，2017-2021 年复合增速为 48.92%。2021 年，公司实现营业收入 14.81 亿元，同比增加 32.30%。与此同时，归母净利润也不断浮动，2017-2021 年复合增速为 40.39%。2021 年实现归母净利润 1.64 亿元，同比减少 2.39%。公司的主要营收构成稳定，铝模系统收入为主要营收来源，占比 75% 及以上。公司主营业务收入产品类别包括铝模系统、防护平台、装配式

预制件和其他。铝模系统和防护平台以租赁为主，少量销售，其中销售包括纯销售和受托翻新，装配式预制构件业务模式仅为销售。公司销售净利率和毛利率稳中有进，销售费用率和管理费用率下降，财务费用率维稳。2017-2021年，公司销售净利率分别为13.77%、12.10%、15.88%、15.96%和11.82%，销售毛利率分别为43.00%、40.46%、45.58%、40.98%和32.45%。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 20230331：制造业和非制造业 PMI 复苏脚步分化

事件 数据公布：2023年3月31日，统计局公布3月（以下月份均指2023年）官方制造业PMI收于51.9%，较2月下降0.7个百分点；3月非制造业PMI收于58.2%，较2月上升1.9个百分点。观点 制造业PMI连续三个月处于荣枯线之上，但复苏脚步放缓。总体来看，3月PMI产需两端均较2月有所回落，但仍位于荣枯线之上。由于PMI隐含的是经济环比复苏的斜率，因此在疫情达峰过后，2月的生产和需求出现报复性恢复，在高基数效应下，3月PMI环比回落符合预期。具体来看：（1）产需两端维持高景气度，除去上月后，维持在2021年以来的最高水平。3月生产指数为54.6%，较2月回落2.1个百分点，新订单指数为53.6%，较2月回落0.5个百分点。生产指数的下降幅度较新订单指数更大，主要原因或在于企业的库存仍处于高位。3月的产成品库存和原材料库存指数分别为49.5%和48.3%，较2月下降1.1和1.5个百分点，且均位于荣枯线之下，表明库存处于环比下降状态，结合2023年1-2月的工业企业利润数据，企业“主动去库”的意愿或仍然较为强烈，抑制了生产指数的回升。将需求细分，可以发现3月新出口订单指数为50.4%，较2月回落2个百分点，外需的下行压力更大。（2）主要原材料购进价格指数和出厂价格指数剪刀差收窄，价格压力对企业行为的影响减弱。3月主要原材料购进价格指数为50.9%，较2月下行3.5个百分点，出厂价格指数为48.6%，较2月下行2.6个百分点。主要原材料购进价格指数和出厂价格指数的剪刀差为2.3个百分点，继2月后进一步下滑，企业面临的价格压力减缓，因此企业后续的库存状况变化将更加取决于需求的变动，在外需下滑的背景下，内需的拉动尤为重要。（3）从业人员指数和生产经营活动预期指数处于企稳初期，稳定信心依然重要。3月从业人员指数和生产经营活动预期指数分别为49.7%和55.5%，较2月下行0.5和2个百分点。从业人员指数位于荣枯线之下，或与大中型企业PMI有所呼应。3月大中型企业的PMI分别为53.6%、50.3%和50.4%，较2月下行0.1、1.7和0.8个百分点，由于中小型企业提供了大量的就业岗位，其表现不如大型企业，导致了从业人员和生产经营者的预期分化。非制造业PMI回升，“弹簧效应”令恢复较制造业更为强劲。分行业看，建筑业商务活动指数为65.6%，较2月回升5.4个百分点，服务业商务活动指数为56.9%，较2月回升1.3个百分点。天气转暖和基建发力等因素共同推动建筑业商务活动指数回升，而服务业的恢复斜率在春节因素一次性释放后放缓。具体来看，3月非制造业PMI呈现如下特征：（1）建筑业受气候和政策拉动，扩张加快。受春节和气候影响，往年3月的建筑业PMI通常会较2月回升，但从幅度上来看，今年超季节性。我们观察不受疫情影响的2017-2019年，3月的建筑业PMI分别环比上行0.4、3.2和2.5个百分点，今年5.4个百分点的环比回升幅度表明建筑业背后隐含的基建是拉动经济的重要力量。

（2）春节假日过后，服务业景气度依旧保持高位。疫情期间居民的

消费和出行需求受到了压制，因此反弹力度也将较大，并于今年持续缓慢释放。 债市观点：制造业和非制造业 PMI 维持在荣枯线之上的高位，但基本面因素对债市几乎无扰动。流动性维持宽松和股市未形成趋势均对债市构成利好，打破“低波动”局面的因素或有以下三点：一是“滚隔夜”模式引发监管收紧，令利率上行；二是降息，令利率下行。我们预计在经济恢复基础尚不牢固的情况下，严监管不会出现，利率抬升对实体经济发展不利，而降息至少也需要等到数据验证后的二季度末，在此之前维持 10 年期国债收益率在 2.8-3.0% 的判断。 风险提示：变种病毒超预期传播；宏观经济增速不及预期

（证券分析师：李勇 研究助理：徐沐阳）

#### 固收点评 20230331： 鹿山转债：国内高性能热熔胶领先企业

**事件** 鹿山转债（113668.SH）于 2023 年 3 月 27 日开始网上申购：总发行规模为 5.24 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于太阳能电池封装胶膜扩产项目和补充流动资金。当前债底估值为 73.23 元，YTM 为 3.37%。鹿山转债存续期为 6 年，中证鹏元资信评估股份有限公司资信评级为 A+/A+，票面面值为 100 元，票面利率第一年至第六年分别为：0.40%、0.60%、1.20%、1.80%、2.50%、3.00%，公司到期赎回价格为票面面值的 115.00%（含最后一期利息），以 6 年 A+ 中债企业债到期收益率 9.01%（2023-03-24）计算，纯债价值为 73.23 元，纯债对应的 YTM 为 3.37%，债底保护一般。当前转换平价为 90.34 元，平价溢价率为 11.49%。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 26 日。初始转股价 59.08 元/股，正股鹿山新材 3 月 24 日的收盘价为 53.37 元，对应的转换平价为 90.34 元，平价溢价率为 11.49%。转债条款中规中矩，总股本稀释率为 8.68%。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 59.08 元计算，转债发行 5.24 亿元对总股本稀释率为 8.68%，对流通盘的稀释率为 27.83%，对股本摊薄压力较小。 **观点** 我们预计鹿山转债上市首日价格在 104.27~116.31 元之间，我们预计中签率为 0.0015%。综合可比标的以及实证结果，考虑到鹿山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 22% 左右，对应的上市价格在 104.27~116.31 元之间。我们预计网上中签率为 0.0015%，建议积极申购。 广州鹿山新材料股份有限公司是一家专注于绿色环保高性能的高分子热熔粘接材料研发、生产和销售的高新技术企业。产品广泛应用于复合建材、能源管道、高阻隔包装、光伏新能源、平板显示等多个领域，是国内领先的高性能热熔粘接材料企业之一。2018 年以来公司营收稳步增长，2018-2021 年复合增速为 30.25%。自 2018 年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率 V 型波动，2018-2021 年复合增速为 30.25%。2021 年，公司实现营业收入 16.93 亿元，同比增加 67.39%。与此同时，归母净利润也不断浮动，2018-2021 年复合增速为 33.10%。2021 年实现归母净利润 1.13 亿元，同比减少 2.40%。公司的主要营收构成稳定，业务主要来源于热熔胶膜和热熔胶粒，热熔胶膜占比逐步升高。2019-年 2021 年，主营业务收入占总收入的比例分别为 99.60%、99.54% 和 97.56%。2018 年-2021 年，公司销售净利率和毛利率维稳，期间费用率下降。2018-2021 年，公司销售净利率分别为 6.25%、9.05%、11.44% 和 6.67%，销售毛利率分别为 17.26%、20.67%、22.68% 和 14.81%。 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

### 纺织服饰行业月报: 行业跟踪: 1-2月终端消费回暖, 关注全年业绩复苏可观的重点公司

**投资要点** 近期行情回顾: 23年以来纺服板块涨幅跑输大盘。2023/1/1-2023/3/29 上证综指、深证成指、沪深300分别上涨4.88%、5.12%、3.47%, 纺织服装板块上涨3.24%, 涨跌幅在30个申万一级行业中位列第12位。纺服个股中, 2023/1/1-2023/3/29 都市丽人(+99%)、九牧王(+36%)、佐丹奴国际(+35%)涨幅靠前, 慕尚集团控股(-41%)、安奈儿(-39%)、中潜集团(-27%)跌幅靠前。

**品牌零售数据跟踪:** 1) 整体: 1-2月社零及服装零售额增速均转正。随着2022年底新冠感染实施“乙类乙管”, 2023年以来消费者逐步实现阳达峰, 线下消费场景恢复常态化, 社会整体消费潜力得以释放, 1-2月社零增速转正、同比+3.50%(12月同比-1.80%), 服装鞋帽针纺织品类零售额同比+5.40%、复苏幅度及弹性超社零整体。2) 线上: 1月受春节停运影响、2月明显改善, 户外、高端女装表现较好。21个品牌1-2淘系GMV汇总额同比-15.4%(其中1月-26.6%、2月+3.8%, 22年12月-2.6%)。从细分领域来看, 户外强势复苏、1-2月同比+32.3%(其中1月-14.6%、2月+88.8%, 12月+17.3%), 高端女装增速转正且增幅进一步扩大、1-2月同比+18.1%(其中1月+20.6%、2月+46.5%, 22年12月-12.1%)。

**纺织制造数据跟踪:** 1) 出口: 1-2月整体降幅收窄, 纺织服装出口压力仍较大。整体看, 23年1-2月国内出口金额同比-6.8%、降幅环比收窄, 其中2月同比-1.3%、降幅收窄明显(1月同比-10.5%、主要受春节时间错位因素影响)。叠加下游服装库存积压问题, 纺织制品及服装出口下滑幅度超整体, 23年1-2月分别同比-22.5%/-14.9%、环比12月-23.0%/-10.3%仍未见明显好转。2) 原材料价格: 国内棉价略有回升, 原料库存天数同比回落。23年初至今(截至2023/03/29)国内328级棉现货15,295元/吨(23年年初至今涨跌幅+1.7%); 美棉93.85美分/磅(23年年初至今涨跌幅-5.4%); 长绒棉22,600元/吨(23年年初至今涨跌幅-1.7%), 2月纱线、坯布库存天数分别同比-11天、-0.5天至19天、35天。

**品牌服饰观点:** 估值修复切换为业绩修复, 重点关注年内业绩修复确定性较高、业绩反弹力度可观的公司。疫情放开以来品牌服饰板块在业绩修复确定性增强的预期下普遍经历了估值修复行情, 往后看我们认为业绩修复是影响股价的最关键因素。由于22年3-6月品牌服饰存在低基数, 我们预计多数品牌业绩在Q2均有望迎来较大幅度反弹、将对板块情绪产生一定提振效果。全年维度看, 看好运动品牌(安踏体育、李宁、特步国际、比音勒芬)继续稳健增长, 男装龙头海澜之家“填坑式”修复、报喜鸟在开店+店效增长驱动下稳步增长, 推荐持续跟踪“困境反转”型品牌流水修复情况, 包括家纺龙头罗莱生活、高端女装歌力思、休闲服龙头森马服饰及太平鸟等。

**纺织制造观点:** 下游去库进行时, 预计23年前低后高。当前国际品牌仍处于去库周期中, 导致多数纺织公司收入增速放缓, 板块整体业绩承压, 2月纺织服装出口降幅仍较大。调研反馈, 国内外纺织制造企业下游需求预计趋势上将逐渐恢复向好、23年将呈现前低后高特征, 但产业链所处环节不同, 下游需求回暖后传导时间预计有所差异。①出口型: 预计品牌去库进程延续到23H1, 推荐综合竞争力出色、布局运动赛道上游的制造龙头申洲国际、华利集团, 以及22年增速靓丽、估值便宜的鲁泰A。②内销型: 关

注国内外两个市场不同需求拐点的出现，推荐大国崛起背景及逻辑下的受益公司，如伟星股份(国产替代)、台华新材(技术突破)等。风险提示：疫情恶化、消费疲软、原材料价格波动、人民币汇率波动等。

(证券分析师：李婕 证券分析师：赵艺原)

## 推荐个股及其他点评

### 广电计量(002967): 2022 年报点评: 非经常性因素影响利润增速, 盈利水平修复弹性大

事件: 公司披露 2022 年年报。受疫情、应收款减值等因素影响, 利润增速低于我们预期。投资要点 受疫情等非经常性因素影响, 业绩增速短期承压 2022 年公司实现营业总收入 26 亿元, 同比增长 16%, 归母净利润 1.8 亿元, 同比增长 1%。单 Q4 看, 公司实现营收 9.4 亿元, 同比提升 11%, 疫情影响持续, 增速环比 Q3 下滑。分板块看, ①传统板块: 计量服务/可靠性与环境试验/电磁兼容检测分别实现营收 6.0/7.6/3.0 亿元, 同比增长 20%/17%/21%。计量服务增长系服务网点布局趋于完善, 下游客户拓展, 环试、电磁兼容板块受益汽车下游高景气, 传统板块增速可持续。②新兴板块: 环境检测/化学分析/食品检测业务收入分别为 1.8/1.5/1.8 亿元, 分别同比增长 3%/24%/13%。EHS 板块受天津政府缩减预算、管控趋严等影响, 实现营收 2.0 亿元, 同比下滑 18%。公司业绩增速低于我们预期, 主要系①子公司中安广源(EHS 评价服务实施主体)业绩表现低于预期。2022 年中安广源扣非净利润 0.11 亿元, 未完成 0.43 亿元的业绩承诺, 计提商誉减值 0.42 亿元。②应收款增加, 2022 年计提减值损失达 0.40 亿元, 同比增加 125%。③疫情导致实验室经营成本、人工成本提升, 业务外包比例增加, 影响利润率。Q4 毛利率环比回升, 利润修复弹性大 2022 年公司销售毛利率 40%, 同比下滑 1.8pct, 销售净利率 7.3%, 同比下滑 1.3pct。费用端, 2022 年公司期间费用率 31.9%, 同比持平, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 14.3%/6.9%/10.1%/0.7%, 同比变动 1.4/-0.3/0.2/-1.2pct, 费控能力稳定, 研发投入维持较高水平。公司毛利率下行, 主要系(1)疫情影响下部分实验室产能利用率下降, 运营、人工成本提升; (2)部分业务自有实验室跨地区协同难以开展, 只能选择外包, 挤压毛利率。单 Q4 看, 公司销售毛利率 42.8%, 环比提升 2.8pct, 随实验室产能利用率提升, 收入规模回升, 环比修复明显。多元化战略持续推进, 长期看好国内计量及可靠性检测龙头 公司在计量校准、可靠性与环境试验、电测兼容检测处于国内领先水平, 能够提供“一站式”检测服务, 特殊行业试验业务优势明显。2022 年公司经营业绩短期受到疫情冲击, 订单落地推迟, 经营成本上行。中长期看, 公司的两大下游军工、新能源车检测需求持续, 随疫情影响减弱, 北京、上海、武汉等地实验室扩建项目产能逐步落地, 业绩有望恢复增长。盈利预测与投资评级: 出于谨慎性考虑, 我们调整 2023-2024 年净利润预测为 3.2(原值 3.7)/4.7(原值 5.1)亿元, 预计 2025 年净利润 6.3 亿元, 当前市值对应 PE 为 37/25/18 倍, 维持“增持”评级。风险提示: 下游需求不及预期; 行业竞争加剧; 并购整合不及预期

(证券分析师: 周尔双 证券分析师: 罗悦 研究助理: 韦译捷)

### 新城悦服务(01755.HK): 2022 年年报点评: 核心业务稳健增长, 坚定推进“大后勤”战略

投资要点 事件: 公司发布 2022 年年报。2022 年实现营收 51.8 亿元,

同比增长 19.1%；归母净利润 4.2 亿元，同比降低 19.4%，业绩不及我们预期。核心业务营收稳健增长，多因素导致利润率下降。2022 年公司营收同比增长 19.1%，其中物业管理服务和社区增值服务两项核心业务分别实现收入 30.2 亿元和 12.8 亿元，同比分别增长 44.0% 和 40.3%。利润率方面：2022 年公司毛利率为 25.8%，同比下降 5.0pct。其中物业管理服务 2022 年毛利率为 24.5% 同比下降 5.6pct，主要原因为：（1）疫情因素导致服务开支增加；（2）新交付住宅项目所带来的毛利率正面影响减少；（3）毛利率较低的非住项目占比提升。社区增值服务 2022 年毛利率为 32.2% 同比下降 10.2pct，主要原因为：（1）团餐和设施管理业务毛利率较低但收入增长较快；（2）疫情导致部分业务开展受影响但人员和设备为固定成本。公司 2022 年每股派息 0.16 元人民币，派息率 33%。物管规模持续增长，客户结构优化非住比例提升。截至 2022 年末，公司物管合约面积达 3.1 亿方，同比增长 12.2%；在管面积达 2.0 亿方，同比增长 29.1%；其中第三方在管面积占比和合约面积占比分别达 51.9% 和 46.7%。随着公司“大社区+大后勤”战略的推进，非住管理规模迅速增加。非住宅项目于在管面积中的占比由 2021 年的 18.9% 提升至 2022 年的 25.8%。但由于非住业务毛利率相对较低，因此非住业务规模提升也对物管业务整体毛利率产生影响。逐步摆脱房地产依赖，“大后勤”业务高速发展。2022 年，与房地产开发相关的两项业务（开发商增值服务和智慧园区服务）占整体收入比例由 21 年的 30.7% 降至 16.8%；占整体毛利比例由 2021 年的 24.0% 降至 13.7%，我们认为未来房地产行业波动对公司业绩表现的影响将逐步降低。社区增值服务中团餐和设施管理两条细分赛道高速发展，其中团餐业务 2022 年实现收入 3.6 亿元，同比高增 334.2%。公司在 2022 年收购苏州海奥斯餐饮和天津金玉，连续中标高校、医院、企业等多业态团餐业务，年合同金额已超 5 亿元。设施管理业务 2022 年收入 2.4 亿元，同比增长 54.2%。目前维保业务在管电梯 3.3 万台。我们认为随着疫情后复苏和公司管理规模的扩大，公司“大后勤”业务将迎来有质量的增长。盈利预测与投资评级：新城悦服务核心业务稳健增长，逐步摆脱房地产依赖。考虑到母公司交付面积下降以及低毛利的非住业务占比上升。我们下调其 2023/2024 年归母净利润至 4.8/5.4 亿元（前值为 8.2/10.8 亿元），预测 2025 年归母净利润为 6.0 亿元，对应的 EPS 分别为 0.56 元/0.62 元/0.69 元，对应 PE 分别为 10.0X/8.9X/8.1X，维持“买入”评级。风险提示：市场化外拓不及预期；团餐业务扩张不及预期；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）

### 天虹国际集团 (02678.HK)：22 年业绩点评：业绩承压，期待 23 年订单回暖

投资要点 公司公布 2022 年业绩：2022 年营业收入 238.05 亿元 /yoy-10.2%、归母净利润 1.57 亿元/yoy-94.2%，收入端回落主要受到国内外需求放缓影响，利润端降幅超收入端主因订单减少致产能利用率下降、毛利率-10.5pct 至 11.6%。分上下半年看，22H1/H2 收入分别同比+3.9%/-22.8%、归母净利润分别同比-23.0%/-159.8%，下半年因原材料价格回落+内外市场需求均疲软致收入利润受损较为严重。主营产品纱线收入回落主因需求偏弱、销量下滑。1) 分产品看，纱线收入回落、仍为主要收入来源。22 年纱线/梭织面料/针织面料/坯布/贸易收入分别同比-13.8%/+3.0%/-16.8%/+23.7%/+62.0%，收入占比分别为 73.9%/11.1%/3.6%/3.0%/7.7%。2) 分量价看，各产品销量普遍下滑，棉价 22H1 高企、22H2 回落，致产品单价上半年上行、下半年

下降。从量上看，22年纱线/梭织面料/针织面料/坯布销量分别同比-19.7%/-15.2%/-15.5%/-6.5%，销量下降主因市场需求不振所致；从价上看，22年纱线/梭织面料/针织面料/坯布单价分别同比+7.4%/+21.9%/-1.6%/+33.0%，整体呈上行态势，主要系22H1国内/国际棉花价格上行（同比分别+41.2%/+61.6%）带动，但22H2棉价回调（国内/国际分别-21.0%/+0.6%），致产品价格有所回落。3）分地区看，22年出口比例提升。由于海外受疫情影响相对较小，22年公司内销/出口占比分别61.7%/38.3%，出口占比提升4pct。产能利用率下降致毛利率下滑，盈利能力承压。1）毛利率：22年同比-10.5pct至11.6%，主因订单减少、产能利用率下降所致。分产品看，纱线/梭织面料/梭织面料/坯布同比分别-12.7%/+1.5%/-10.7%/-19.5pct至10.64%/24.6%/5.3%/10.2%。2）期间费用率：22年同比+0.95pct至10.8%，其中销售/管理/财务费用率分别同比+0.11pct/+0.05pct/+0.79pct至3.79%/5.66%/0.74%。3）归母净利率：毛利率下降+期间费用率提升+汇兑亏损（1.6亿元）拖累净利率同比-9.5pct致0.7%。积极进行产能重组，完善海外产能布局。公司22年纱线总产能约417万锭，其中海外/国内占比约为59%/41%，梭织及针织织机及配套染整设备2100+台。随着22年底23万锭纱线接近完工，纱线总产能提升至440万锭。展望23年，公司积极调整生产架构、布局产能重组，处置低效能资产、充分发挥现有产能效率以提升盈利能力，同时顺应全球产业转移趋势、继续完善海外产能布局，土耳其纱线工厂及美洲纱线、面料工厂第一期项目有望于2023年底完工，海外产能进一步扩张、规模效应提升盈利能力有望进一步改善。公司计划23年实现销售75万吨纱线、1.1亿米梭织面料及2.4万吨针织面料，分别同比14%/持平/+60%。盈利预测与投资评级：公司为国内棉纺织龙头，22年由于下游需求不振、下半年棉价回落等因素影响业绩承压。23年国内疫情放开后内销有望逐渐回暖，海外上半年需求仍承压、有望于下半年出现需求拐点，同时目前国内棉价约1.5万元处于相对低位，随需求回暖棉价存上行空间，利好公司盈利能力改善。考虑22年业绩大幅低于预期，我们将23-24年归母净利润下调至4.41/10.42亿元（原预测21.9/23.4亿元）、增加25年预测值13.71亿元，对应23-25年PE为11/5/4倍，由于海外市场回暖需要时间，预计上半年压力仍存，下调评级至“中性”。风险提示：需求复苏不及预期、产能扩建不及预期、棉价大幅波动等。

（证券分析师：李婕 证券分析师：赵艺原）

### 时代电气(03898.HK)：2022年业绩公告点评：轨交复苏开启，IGBT好于预期，中特估长期催化

投资要点 2022年营收同比+19.26%，归母净利润同比+26.67%，营收利润符合预期。公司2022年全年实现营收180.34亿元，同比上涨19.26%；归母净利润25.56亿元，同比上涨26.67%。其中，单Q4季度实现营收71.58亿元，同比增长8.54%；归母净利润9.93亿元，同比增长21.84%。新兴装备业务：IGBT后续好于预期，格局恶化暂无担忧。2022年，公司新兴装备业务营收51.47亿元，同比增长100.09%，其中功率半导体实现营收18.35亿元，同比增长71.83%。此外，新能源电驱收入10.93亿元，同比增长139.75%；工业变频实现营收13.74亿元，同比增长160.20%。公司受益于风光车储旺盛需求，远期营收结构有望发生进一步改变。考虑到旺盛的需求，整车价格战暂时无价格传导压力。轨交装备业务：基建大年，重视传统业务复苏节奏。2022年，公司轨交装备业务营收126.56亿元，同比增长3.30%。根据国铁集团2023年目标，需要完成旅客发送量26.9亿

人次,同比增长 67.6%; 货物发送量 39.7 亿吨、同比增长 1.8%。自疫情防控放开以来,经济活动恢复较为顺利,出差出游需求增长。2023 年有望见到招标重启,带来需求高增。 特斯拉碳化硅方案未定,IGBT 及碳化硅灵活调配。公司 IGBT 三期线扩产进展顺利,碳化硅 23 年有望在部分细分领域拓展。公司可灵活调配未来产能,同时受益两种技术路线的发展。 央国企价值重估大年,核心资产值得重视。我国对于科技创新高度重视,随着新一轮国企改革的开启,叠加中国特色估值体系的提出,优质国企资产将迎来价值重估机遇。公司作为老牌央企,在轨交装备、新兴装备均拥有强竞争优势,传统业务估值较低,有望受到市场关注。 盈利预测与投资评级: 公司业绩符合预期,考虑到轨交复苏及新兴装备业务产能释放节奏,我们上调 2023-24 年归母净利润预测分别为 29.1 亿元(+3.3 亿元)、32.6 亿元(+4.6 亿元),新增 2025 年预测为 34.7 亿元,同比分别+14%、+12%、+6%,对应现价(3 月 31 日收盘)PE 分别为 16 倍、14 倍、13 倍,维持“买入”评级。 风险提示: IGBT 业务拓展不及预期风险,宏观经济及行业政策变化风险,关联交易占比较高风险

(证券分析师: 张良卫 研究助理: 卞学清)

### 方盛制药(603998): 2022 年年报点评: 业绩符合预期, 聚焦中药主业效果明显

**投资要点** 事件: 2022 年, 公司实现营业收入 17.92 亿元(+14.36%, 较 2021 年同期增长 14.36%, 下同), 归母净利润 2.86 亿元(+308%), 扣非归母净利润 1.06 亿元(+69%); 单 Q4 季度, 公司归母净利润 0.26 亿元(+234%), 扣非归母净利润 0.35 亿元(+685%)。全年业绩符合预期。 公司“338”产品矩阵优异, 制药板块业绩稳步增长。2022 年, 公司主业收入增长近 20%, 快于公司整体收入增速。其中小儿荆杏止咳颗粒、强力枇杷膏(蜜炼)/露等产品的销售收入同比增长均超过 170%; 化药方面, 依折麦布片、奥美拉唑肠溶片、厄贝沙坦氢氯噻嗪片等产品的销售收入同比增长 140%以上。分产品来看, 心脑血管用药收入 4.5 亿元(+50.8%), 呼吸系统收入 1.4 亿元(+230.8%), 儿童用药实现收入 1.51 亿元(+16.5%), 抗感染用药收入 0.96 亿元(+24.2%), 产品增长表现良好, 骨科产品受到疫情进院影响, 收入同比下滑 7.93%。各产品终端覆盖比例的提升, 有望为主业增长夯实基础。 公司持续聚焦主业, 盈利能力有所提升。佰骏医疗 2022 年全年亏损 0.8 亿元, 影响归母净利润-0.27 亿元, 自 2022 年 Q4, 佰骏医疗不再纳入合并报表范围内, 2023 年对公司利润端的拖累大幅降低。基于产品结构的优化以及非核心资产的剥离, 公司盈利能力进一步提升, 2022 年销售毛利率提升至 67.28%, 较 2021 年提升 3.23pct, 扣非后的销售净利率为 5.94%, 同比提升 1.92pct。 加强中药创新药研发, 依托学术研究进一步提升产品力。2022 年公司研发投入 7040 万元, 同比增长 37%, 研发费用率提升 0.62pct。截至 2022 年底, 1.1 类中药创新药产品诺丽通颗粒完成 3 期临床, 2023 年中有望获批。此外, 蛭龙通络片已完成二期临床, 益气消瘤颗粒、妇科止血消痛颗粒处在药学研究阶段。已上市产品中, 藤黄健骨片、金英胶囊、跌打活血胶囊完成了临床综合评价报告, 小儿荆杏止咳颗粒纳入专家共识等, 产品力在学术加持下进一步提升。 盈利预测与投资评级: 我们维持预计公司 2023-2024 年归母净利润为 1.63/2.36 亿元, 2025 年归母净利润预计为 3.03 亿元, 对应当前市值的 PE 为 33.0/22.7/17.7X。考虑到在中医药行业利好政策频出的背景下, 公司核心产品有望持续放量, 维持“买入”评级。 风险提示: 产品放量不及预期风险, 政策风险, 竞争加剧风险, 产品研发不及预期风险等。

(证券分析师: 朱国广)

#### 四方股份(601126): 2022 年报点评: 业绩符合市场预期, 新能源贡献高增长

**投资要点** 2022 年收入同比+18%, 归母净利同比+20%, 新能源业务高增长, 盈利能力有所改善。公司发布 2022 年年报, 实现营收 50.78 亿元, 同比+18%; 实现归母净利润 5.43 亿元, 同比+20%。其中 2022Q4, 实现营收 14.79 亿元, 同比+24%; 实现归母净利润 1.05 亿元, 同比+55%。整体业绩符合市场预期。 新能源业务收入占比提升导致毛利率有所下降, 提质增效持续改善盈利能力。2022 年毛利率为 32.15%, 同比-3.87pct, 2022Q4 毛利率 26.94%, 同比-5.55pct, 我们认为主要系新能源业务、储能等毛利率较低的业务占比提升+SVG 产品毛利率大幅下降所致; 2022 年归母净利率为 10.70%, 同比+0.18pct, 2022Q4 归母净利率 7.08%, 同比+1.44pct, 盈利能力受益于提质增效, 费用端的良好控制有效改善了公司盈利能力。 网内业务: 保护&监控稳健增长, 配用电持平微降。1) 输变电保护和自动化系统 2022 年收入 21.31 亿, 同比+8.51%, 毛利率 45.96%, 同比-1.72pct。受益于公司市场份额提升和新一代集控站监控系统的推广, 公司继电保护份额提升+集控站贡献新增量, 总体收入稳健增长, 毛利率有所下滑, 我们估计主要受个别项目价格扰动影响, 随着自主可控保护+集控站的推广放量, 毛利率有望有所修复。2) 配用电系统 2022 年收入 5.02 亿, 同比-0.91%, 毛利率 14.22%, 同比-5.40pct。配电市场不断拓展, 新产品逐步投放市场, 后续有望从网内市场延伸至新能源、工业企业等新的市场, 2023 年我们预计公司配电业务有望实现较快速增长。 网外业务: 风光等新能源业务合同收入高增, 储能板块静待花开。1) 发电及企业电力系统 22 年收入 3.76 亿, 同比-4.65%, 毛利率 15.33%, 同比-6.41pct, 公司重点开拓新能源市场, 新签合同额同比大幅增长, 虽然新能源侧项目毛利率相对网内项目较低, 但其规模效应较强, 且市场空间更大, 公司依靠在网内的技术积累, 有望在新能源项目市场进一步提高市占率水平。2) 电力电子业务&储能业务受益于集中式新能源场站建设+储能需求井喷式增长, 2022 年累计中标多个储能项目, 在手订单充沛。未来随着 SVG&储能系统步入“优质优价”的良性竞争阶段, 市场集中度提升, 公司电力电子&储能业务有望实现量利齐升。 盈利预测与投资评级: 我们维持公司 2023-2025 年归母净利润为 6.77/8.22/10.25 亿元, 同增 25%/21%/25%, 对应 PE 17x/14x/12x, 维持“买入”评级。 风险提示: 电网投资不及预期, 新能源建设不及预期, 竞争加剧等

(证券分析师: 曾朵红 研究助理: 谢哲栋)

#### 复星国际(00656.HK): 2022 年度业绩点评: 聚焦主业, 未来增长动能充足

**投资要点** 事件: 公司公告 2022 年实现营业收入 1753.9 亿元, 同比提升 8.7%, 归母净利润 5.4 亿元, 同比下降 95%。 四大板块收入稳定增长, 快乐医药构筑主要增长引擎。分板块来看, 22 年健康板块实现收入 480.01 亿元, 同比增长 9.1%, 快乐板块实现收入 707.40 亿元, 同比增长 5.7%, 其中复星旅文表现亮眼, 2022 年收入达到 137.78 亿元, 同比增加 48.8%, 增长强劲, 这两大核心板块占营收比重约为 68%, 仍为公司增长的主要引擎, 富足板块收入 477.22 亿元, 同比增长 9.2%, 智造板块收入 103.56 亿元, 同比增长 33.8%。 快乐板块利润扭亏为盈, “瘦身健体”战略持续推进。2022 年公司归母净利润为 5.4 亿元, 主系疫情影响及投资波动, 分板块看, 2022 年健康板块实现归母净利润 13.49 亿元, 快乐板块实现归母净利润 15.61 亿元, 成功扭亏为盈, 智造板块实现归母净利润 12.02 亿元。公司 2022 年明确“瘦身健体”

战略方针，陆续退出多个非核心资产，进一步聚焦家庭消费主业，为公司未来利润端的改善奠定了基础，未来公司利润弹性仍有待释放。深耕全球深度运营，长期增长势能充足。2022年公司海外收入为773.6亿元，同比增长14.3%，占比达到44.1%，全球化纵深推进，我们预计伴随疫情边际影响逐渐弱化，公司未来凭借长期积累的创新和全球化综合能力，通过深度产业运营和产业投资双轮驱动增长，旗下业务仍具备较大增长潜力，公司凭借全球产业生态具备跨地域、跨文化、跨组织的运营能力，长期发展动能充足。盈利预测与投资评级：疫情扰动及资本市场波动下公司业绩有所承压，公司坚持聚焦核心业务，不断深化创新及全球运营，中长期发展韧性和弹性较充足，但考虑到22年实际利润以及疫后消费需求恢复的不确定性，我们先下调2023-2024年归母净利润为73、90亿元（前值为100、121亿元），同比+1247%、25%（前值为44%、21%），2025年归母净利润为107亿元，同比+18%，当前市值对应PE分别为6/5/4X，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济波动、海外需求恢复不及预期。

（证券分析师：汤军 证券分析师：王颖洁 证券分析师：李昱哲）

### 宏发股份（600885）：2022年年报点评：高压直流延续高增，传统领域挖掘增量

**投资要点** 2022年收入同比+17.07%、归母净利润+17.39%，业绩符合市场预期。公司发布2022年年报，公司2022年实现营业收入117.33亿元，同增17.07%；实现归属母公司净利润12.47亿元，同增17.39%。其中2022Q4，实现营业收入27.74亿元，同增12.86%，环降10.20%；实现归属母公司净利润2.79亿元，同增15.43%，环降19.73%，业绩符合市场预期。产品结构优化&金属材料价格回落，22年毛利率微降，归母净利率微增。22年毛利率34.06%，同降0.52pct。其中Q4毛利率33.09%，同增0.34pct，主要系下半年原材料价格回落。22年归母净利率10.63%，同增0.03pct，其中Q4归母净利率10.06%，同增0.21pct。继电器：高压直流22年出货持续高增，工业继电器增速较好，功率、信号、电力继电器增长稳定，汽车继电器微增。1）高压直流继电器标杆客户出货高增，23年有望持续，同时新行业往充电、储能领域延伸；2）功率继电器在家电需求下滑和新能源电源继电器需求强劲对冲下维持稳增；3）工业继电器出货实现逆势高增，抢占了外资品牌市场份额；4）电力继电器受益于缺芯缓解、经济复苏，发货逐季提高；5）信号继电器增长稳健，客户21年超前备货叠加行业需求下滑导致22年需求承压，但公司积极拓展光伏、锂电等行业，开拓新增点；6）汽车继电器在行业需求下滑情况下凭借PCB、大电流产品快速增长、结构持续优化。低压电器：国内市场受地产拖累明显、海外需求不及预期，整体增速缓慢。因地产政策及债务暴雷等影响，叠加海外接触器市场需求下滑，公司业务增长受阻，但公司积极将新能源、智能产品导入逆变器、储能客户。展望23年，随公司业务重心积极调整，低压电器业务预计稳增。22年公司全球市占率19%，仍有提升空间。具体来看，22年公司高压直流/功率/电力/汽车/信号全球份额为40%/30%/57%/18%/28%，功率和电力空间持稳，其余行业仍有提升空间，外资龙头松下、泰科等份额持续萎缩。新品类方面，22年模块/控制器带来增量，23年有望维持高增。盈利预测与投资评级：因家电及汽车行业增长承压，我们下修23/24年归母净利润预测15.13/18.38亿元（原预期23/24年归母净利17.01/22.90亿元），预计2025年归母净利润21.66亿元，对应2023-2025年同比+21%/22%/18%，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济下行、

竞争加剧、原材料涨价超预期等。

(证券分析师: 曾朵红 研究助理: 谢哲栋)

**中国中免(601888): 2022 年报点评: Q4 经营承压, 需求复苏将迎高速增长【勘误版】**

**投资要点** 事件: 2023 年 3 月 30 日晚, 中国中免发布 2022 年年度报告。公司 2022 年全年实现收入 544.33 亿元, 同比-19.6%; 归母净利润 50.30 亿元, 同比-47.9%; 扣非归母净利润 49.02 亿元, 同比-48.6%。其中 2022 年 Q4 收入为 150.68 亿元, 同比-17.1%; 归母净利润为 4.02 亿元, 同比-65.4%; 扣非归母净利润为 3.18 亿元, 同比-72.2%。符合此前业绩快报披露值。受疫情影响, 2022 年 Q4 营收利润下滑。2022Q4 三亚+海口两机场旅客吞吐量合计 440.3 万人, 同比下滑 41%, 海南离岛免税购物受到明显压制, 公司 2022Q4 营收利润均现下滑。线上占比较 2021 年大幅提升, 主要系疫情原因线下承压。2022 年公司线下业务遭受严重冲击, 公司着力提升线上业务布局, 2022 年实现线上营收(有税商品销售)279.7 亿元, 同比+16.5%, 占总营收的 51.4%, 较 2021 年线上收入占比提升 15.1 个百分点。全年免税、有税毛利率分化显著, 三费率因销售承压有所提升。2022 年公司毛利率为 28.4%, 较上年年同期下降 5.3 个百分点, 其中免税商品销售和有税商品销售的毛利率分别为 39.4%/17.4%, 分别比上年同期+1.6/-7.2 个百分点, 呈现分化态势。2022 年的销售、管理及财务费用三费总计占营收比 11.9%, 毛利率下滑及三费率提升导致归母净利率有所下滑, 2022 年为 9.24%。海南市场实现销售额占总收入近七成, 仍是最大利润贡献区域。2022 年海南区域形成营业收入 347.1 亿元, 占总营收的 64%。海南的两个主要经营主体归母净利润占到公司的 58%, 较 2021 年进一步提升了 7 个百分点。据海南省商务厅披露销售额口径测算, 中免仍为行业龙头。盈利预测与投资评级: 海南客流的逐步恢复、疫情管控放开、国际航线的恢复有利于旅游零售行业市场规模扩张再次提速。中免市场地位稳固, 随着海口国际免税城业绩持续爬坡、三亚海棠湾一期二号地于 2023 年投入运营, 公司将重新进入市场份额提升通道, 中长期看好中国中免作为旅游零售龙头受益跨省及出境游的逐步恢复。考虑海口国际免税城投运及出境游修复过程中机场租金上涨, 调整公司 2023/2024 年盈利预期分别为 123.27/151.33 亿元(前值 132.31/154.44 亿元), 新增 2025 年盈利预期为 184.83 亿元, 对应 PE 为 31/26/21 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 宏观经济风险、海南自贸港建设进度不及预期等。

(证券分析师: 吴劲草 证券分析师: 石旖璿)

**云赛智联(600602): 2022 年年报点评: 数据要素市场建设加快, 上海数据要素领军者蓄势待发**

事件: 2023 年 3 月 28 日, 公司发布 2022 年年报。2022 年, 公司实现营收 45.34 亿元, 同比减少 9.19%; 归母净利润 1.81 亿元, 同比减少 29.57%; 扣非归母净利润 0.50 亿元, 同比减少 67.94%。业绩符合市场预期。投资要点 疫情影响公司业绩, 经营性现金流表现优异: 2022 年, 受上海疫情封控影响, 公司 2022 年营收和利润同比有所减少。公司经营性现金流净额为 2.13 亿元, 同比增长 36.71%, 远超公司归母净利润 1.81 亿元, 现金流状况健康, 主要系公司本年度资金回笼增加所致。云计算大数据业务依旧为第一大业务: 分业务来看, 2022 年云计算大数据业务实现营收 25.74 亿元, 同比减少 0.71%, 营收占比超 55%, 毛利率实现 19.03%, 同比增加 0.93pct。行业解决方案业务实现营收 14.51 亿元, 同比减少 9.10%, 毛利率实现 15.33%, 同比减少 0.58pct。智能化产品业务实现营收 5.57 亿元, 同比减少

21.47%，毛利率实现 37.44%，同比增加 0.83pct。积极布局 AI 技术新领域：2022 年 11 月，公司成功中标上海超级计算中心市公共算力服务平台建设项目，打造上海市超大规模人工智能计算和赋能平台。公司旗下南洋万邦和信诺时代共计获得微软全球最高等级的合作伙伴奖项“国家大奖”五次，是国内 MSP 云服务行业的领先者。上海数据要素市场领军者：随着“数据二十条”，《数字中国建设整体布局规划》等数据要素政策相继落地，数据要素市场化建设推进速度有望加快。上海市数字化建设水平全国领先，有望引领全国数据要素市场，云赛智联是上海国资委唯一具备数据治理能力的企业，有望成为上海数据要素市场领军者。盈利预测与投资评级：数据要素政策推进速度加快，云赛智联作为数据要素市场领军者，背靠上海国资委，将充分受益于数据要素产业链多个环节。我们下调 2023-2024 年归母净利润预测为 2.18 (-1.83) / 2.52 (-2.38) 亿元，给予 2025 年归母净利润 2.88 亿元，维持“买入”评级。风险提示：政策推进不及预期；技术研发不及预期；行业竞争加剧。

(证券分析师：王紫敬 研究助理：王世杰)

### 长城汽车 (601633)：2022 年报点评：Q4 业绩符合预期，新能源转型持续推进

**投资要点** 公告要点：2022 年公司实现营业收入 1373.40 亿元，同比 +0.69%；归母净利润 82.66 亿元，同比 +22.90%，扣非后归母净利润 44.77 亿元，同比 +6.51%。2022Q4 实现营收 378.60 亿元，同环比分别 -17.0%/+1.4%，归母净利润 1.06 亿元，同环比分别 -94.1%/-95.9%，扣非后归母净利润 1.36 亿元，同环比分别 -75.2%/-94.0%。2022Q4 业绩表现符合我们预期。Q4 净利润同环比大幅下滑，规模效应下降拖累毛利率为主因，经销商返点增加+年终奖计提等均影响。1) 2022Q4 公司实现批发销量 26.5 万辆，同环比 -33.2%/-6.5%，单车均价 14.28 万元，同环比 +24.3%/+8.5%，产品结构改善明显，高价品牌坦克销量占比提升至 13.1%，同环比分别 +5.0/+0.7pct。2) Q4 毛利率 17.93%，同环比分别 +2.6/-4.5pct，相比 2020Q4 下降 0.3pct，同比去年提升主要系去年基数较低，高盈利车型坦克销量占比提升对冲部分规模效应下滑影响；环比下滑较大主要系年终奖计提所致，环比降幅相比历年同期更大则主要系 Q4 产能利用率下降，规模效应降低所致。3) 费用率角度，Q4 销售/管理/研发费用率 5.3/3.8/4.6%，同比分别 +2.5/+0.2/+1.0pct，环比分别 +1.0/+0.4/+1.0pct，销售费用率同比提升较大主要系会计准则变更所致，销管研费用率整体同比提升较大主要系员工人数增加带来年终奖支出增加所致；截至 2022 年底公司员工总数 87367 名，同比 +12.1%，生产/销售/技术人员占比分别为 40.4%/4.9%/27.3%，分别同比 +0.2/+0.7/+0.2pct。2022 年全年公司实现单车均价 12.87 万元，同比 +20.8%，单车净利 0.77 万元，同比 +47.5%，扣非后单车净利 0.42 万元，同比 +27.8%，公司持续优化产品结构，均价改善，盈利能力持续向上。技术为基，全球为翼，聚焦智能新能源，坚定转型。新车领域，哈弗 H-DOG、魏牌蓝山 PHEV 等十余款新能源产品预计于 2023 年正式上市，覆盖哈弗/魏牌/欧拉等不同品牌；渠道维度，公司进一步推进营销体系变革，哈弗以放大品牌势能和销量规模价值为目标，魏牌/坦克/欧拉/沙龙/皮卡分别深耕细分品类，助力销量规模和经营业绩的更快增长，全力冲刺 160 万台的销量目标。盈利预测与投资评级：我们基本维持长城汽车 2023~2024 年归母净利润为 59/100 亿元的预期，分别同比 -28%/+70%，2025 年净利润预期为 151 亿元，同比 +50%，对应 EPS 分别为 0.70/1.18/1.77 元，对应 PE 分别为 41/24/16 倍，维持长城汽车“买入”评级。风险提示：乘用车

行业价格战超预期，终端需求复苏低于预期。

(证券分析师: 黄细里 研究助理: 杨惠冰)

**顺丰同城 (09699.HK): 2022 年年报点评: 业绩符合预期, 看好 23 年继续成长**

**投资要点** 事件: 2022 年公司收入实现 103 亿元, 同比增加 25.6%; 净亏损为-2.9 亿元, 同比减亏 68.1%, 净亏损率为-2.8%, 2021 年为-11%。公司收入符合我们预期, 利润略好于我们预期。2022 年公司保持成长性的同时, 盈利能力明显优化。2022 年在宏观经济承压背景下, 公司同城配和最后一公里业务分别实现收入 65.5/36.8 亿元, 同比+28.7%/+19.9%, 保持较好的成长性。同时, 公司通过优化业务结构、提升骑手效率等方式提升整体盈利能力, 毛利实现 4.1 亿元, 毛利率同比提升 2.8pct 至 4%; 净亏损率大幅缩窄至-3%。23 年随着经济逐季修复, 我们看好公司继续高质量增长, 盈利水平进一步提高。品牌优势继续凸显, 同城配送业务保持健康增长。2022 年公司 2B/2C 同城配送收入分别实现 46.5/19.0 亿元, 同比+19.8%/+57.3%。22 年年度活跃商户规模同比增长 27.7% 至 33 万, 新增与蜜雪冰城、茶颜悦色、vivo、自然堂等品牌客户展开合作; 21 年 90% 以上的收入前 100 客户继续合作。公司持续拓展多元场景, 22 年非餐场景收入同比增长 29.2% 至 24.2 亿元, 近场电商和近场服务等收入同比+50% 以上; 茶饮、便利、烟酒、美妆、医药、数码 3C 与宠物等品类收入均同比增长超 100%。公司年度活跃消费者规模亦持续扩大, 同比+47.5% 达 15.6 百万人。配送能力持续增强, 与更多平台合作有望打开收入空间。22 年平台年活跃骑手同比增长 29% 至超过 78 万名, 运力网络覆盖全国约 2,000 个市县, 其中 24 小时运营的市县数同比增长 80%。较强的配送能力也让公司成为多个平台重要合作伙伴, 除了与微信加深合作之外, 22 年公司与抖音生活服务正式达成合作, 成为首批接入抖音“团购配送”的主要实时配送服务商。我们看好公司基于品牌资产和稳扎稳打的服务能力抓住本地生活领域新的流量红利, 在未来几年实现更加亮眼的业务增长。盈利预测与投资评级: 我们继续看好公司作为第三方配送龙头享受即时配送行业红利, 考虑到公司盈利进度好于我们预期, 我们将公司 23/24 年 EPS 预测从-0.10/0.23 元调整至-0.06/0.09 元, 预计 25 年 EPS 为 0.21 元, 公司流通盘扩大后流动性有望改善, 维持“买入”评级。(若无特别说明, 人民币兑港元汇率取 2023/3/30 数据 1 港币=0.8757 人民币) 风险提示: 宏观经济波动风险、即时配送行业发展不及预期、竞争风险。

(证券分析师: 张良卫 研究助理: 郭若娜)

**信达生物 (01801.HK): 2022 年年报点评: 加速布局多个慢病领域, 不同产品组合奠定增长动能。**

**投资要点** 事件: 公司 2022 年实现总收入 48.4 亿元 (同比+13.0%), 产品收入 41.4 亿元 (同比+3.4%), 产品销售毛利率 78.9% (同比-9.8pct)。研发费用 28.7 亿元 (同比+5.5 亿元), 产品销售费用率 62.6% (同比-2.9pct), 现金及短期金融资产约 92 亿元, 现金流良好。在 PD1 降价和疫情的影响下, 2022 年产品收入增速放缓, 整体业绩符合市场一致预期。多产品组合奠定收入基础, 收入有望持续增长: 目前公司已有 8 个产品获批准上市, 2023 年预计有 3 款新产品上市, 4 项 NDA 申请, 8 项新的注册性研究。信迪利单抗 (PD1) 五项一线适应症已纳入医保, 预计 2023H1 获批 EGFR TKI 耐药后的 NSCLC; 奥雷巴替尼 (BCR-ABL) 已纳入医保加速产品放量, 针对 TKIs 耐药的 CML 的全面获批预计 2023H1 完成; IBI-326 (BCMA CART) 预计 2023H1 针对 r/r MM 国内获批上市; 多款自研的 ADC 产品逐步进入临床, 与

免疫疗法实现强强组合。 布局心脑血管和糖尿病领域，多款差异化产品填补用药空白：IBI362 (GLP-1R/GCGR) 是代谢领域的重磅产品，针对糖尿病的 Ph2 研究结果显示：20 周治疗后，IBI362 的 6mg 组效果优于度拉糖肽，两个注册临床预计 2023Q2 完成入组。针对肥胖适应症尚无 GLP-1 靶点药物在国内获批，蓝海市场，目前已完成 610 人入组，6mg 组预计今年年底前读出 3 期数据 (Ph2 研究中，与安慰剂相比，治疗 24 周平均减重 12.6%)，2024 年年初申报 NDA；9mg 组 Ph2 研究正在进行 (Ph1b 研究数据：12 周体重降低 11.7%，同类最佳)，预计今年进入 3 期临床；IBI306 (PCSK9) 有望成为国产第 1 款 PCSK9 抑制剂，相比两款进口药给药间隔更长。预计 2023H1 针对原发性高胆固醇血症和混合型血脂异常适应症国内获批上市；IBI128 (XOI)：能够抑制尿酸产生，降血清尿酸 (sUA) 水平至 < 5 mg/dL 的达成率上优于非布司他 (62% vs 23%)，没有肾毒性，预计今年年底国内启动 3 期临床；IBI302 (VEGF/补体)：全球首个眼用抗 VEGF/补体的双特异性融合蛋白，每 8 周给药一次，低浓度疗效非劣于阿柏西普，已启动高浓度 (8mg) 的临床研究，预计 23 年底-24 年初初步数据读出。 盈利预测与投资评级：我们预计随着产品组合的不断放量，公司收入将迅速增长，预计 2023-2025 年的营业收入分别为 60.9/73.4/95.0 亿元。考虑公司收入快速增长，首次覆盖给予“买入”评级。 风险提示：公司产品临床进展不及预期或研发失败风险，产品商业化不及预期风险，生物类似物集采等政策风险。

(证券分析师：朱国广)

#### 中联重科 (000157)：2022 年报点评：业绩符合预期，多元化、全球化快速铺开

事件：公司披露 2022 年年报，业绩接近预告中值，符合市场预期。 投资要点 业绩符合预期，出口高速增长 2022 年公司实现营收 416 亿元，同比下滑 38%，归母净利润 23 亿元，同比下滑 63%，符合市场预期。受到地产景气度下行、行业周期下行和原材料价格上涨影响，业绩阶段性承压。(1) 分产品看：拳头产品混凝土机械、起重机市场地位稳固，其中搅拌站国内市场份额第一，搅拌车份额第二，塔机销售额全球第一。2022 年公司混凝土机械实现收入 85 亿元，同比下滑 48%，好于行业表现。起重机实现收入 190 亿元，同比下滑 48%，与行业一致。新兴战略板块高机、挖机快速放量，平滑两大传统板块周期波动：2022 年公司高机实现收入 46 亿元，同比增长 37%，挖机实现收入 35 亿元，同比提升 9%。(2) 分区域看：海外营收高速增长，平滑内销周期波动。2022 年公司国内营收 316 亿元，同比下滑 48%，海外营收 100 亿元，同比增长 76%。 原材料价格回落、新兴板块规模效应显现，盈利能力有望逐渐修复 2022 年公司销售毛利率、净利率分别为 21.8%、5.7%，同比下滑 1.8pct、3.8pct。费用端，公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 6.3%/3.8%/6.0%/-0.6%，同比变动 1.2/1.3/0.3/-0.7pct。我们判断公司盈利能力下行，主要系钢材等原材料价格上涨、产能利用率下降，规模效应未能充分发挥。2022 年 Q3 以来钢材价格持续下行，公司成本端压力减弱，加上新兴高机、挖机板块规模效应逐渐显现，2022 年 Q4 毛利率已回升至 24%，盈利能力有望逐渐修复。 高机、挖机等板块高速拓展，公司有望迎价值重估 公司积极推进多元化战略，高机板块增长最为亮眼：2020-2022 年，中联高机分别实现营业收入 10/29/46 亿元，复合增速 108%，已稳居国内第一梯队，销售净利率分别为 3%/8%/14%，受益规模效应、经营管理效率提升，呈上行趋势，但对标国内高机龙头浙江鼎力 2022 年前三季度销售净利率 21% 仍有提升空间，利润弹性大。公司 2023 年 2

月发布公告，拟拆分中联高机重组上市，拆分后高机业绩仍体现在公司合并报表。高机板块有望通过独立上市公司平台增强资本实力，进一步做大做强，板块迎价值重估。 工程机械：预计全年内销前低后高、外销增速分化，看好龙头业绩复苏 CME 预估 2023 年 3 月挖机销量 25,000 台，同比下降 33%，其中国内销量 15,000 台，同比下降 44%，出口销量 10,000 台，同比下滑 5%。受下游项目资金面紧张，开工小时复苏放缓影响，3 月工程机械内销下滑幅度仍较大。出口方面，主要龙头实际情况或好于协会预计，全年出口仍维持高速增长判断。随着 4 月开始行业销量走向低基数，预计全年行业增速前低后高，工程机械全球制造优势下，我们对龙头海外份额提升保持乐观，看好业绩触底回暖。 盈利预测与投资评级：我们维持 2023-2024 年归母净利润预测 33/44 亿元，预计 2025 年净利润 50 亿元，当前市值对应 PE 为 16/12/11 倍，维持“买入”评级。 风险提示：地缘政治冲突，基建项目落地不及预期，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)

### 拓邦股份 (002139)：2022 年报点评：业绩略超预期，新能源业务快速增长

事件：公司发布 2022 年报 毛利率修复略超预期，新能源业务快速放量：2022 年公司营收 88.8 亿元，yoy+14.3%；归母净利润 5.8 亿元，yoy+3.1%，扣非归母净利润 4.8 亿元，yoy+12%。全年毛利率 20.14%，同比下降 1.13pct，控制器产品上游原材料价格稳降，电芯上游碳酸锂价格大幅上涨，对前三季度综合毛利率产生影响，随着高价库存逐步出清，毛利率四季度环比改善回升至 23.75%，较 22Q3 提升 5.3pct，较 21Q4 提升 4.74pct，毛利率回升略超预期。分业务来看，基本盘工具、家电业务分别实现营收 32.4 /30.9 亿元，yoy+8.2%/+4.5%，高于行业整体增速，新能源板块作为公司的第三成长曲线，实现收入 20.4 亿元，yoy+64%，通过聚焦优势产品和高成长领域，22 年快速放量。随着公司新产品推出、高价库存出清、降本增效等措施实施，盈利能力逐季提升。 家电、工具板块需求复苏，公司持续创新产品突破新客户：家电智能化、电动工具“无绳化、无刷化、锂电化”带来基本盘赛道产品持续创新，看好地产政策利好下带来的家电需求复苏，公司依托变频空调等创新产品持续突破印度等海外市场，以泛家电概念进军办公楼宇等商用电器市场持续提升公司市场份额。电动工具领域 OPE 等产品持续创新，公司通过储备比较丰富的产品线，给下游客户提供包括控制器、电机、BMS、电池包及整机在内的一站式解决方案，2022 年电机、工具电池包及整机等非控制器产品收入占比达 33%，基于产品平台规模及头部客户的体量增长，公司市占率将进一步提升。新能源业务持续高增长，打开成长天花板：海外户储、便携式储能需求持续高增，21-26 年赛道 CAGR 130%/ 50%+，公司自 2006 年进军锂电领域，依托长期技术储备形成“一芯 3S”（电芯、BMS、PCS、EMS）的核心技术，新能源应用产品线丰富、产品形态多元化，具有完整的系统解决方案能力，业务包容性更广，目前主要聚焦于中小储能及新能源车应用领域。公司自有 2GWH 电池电芯产能，23 年底预计新增 2-2.3GWH，公司有望持续突破新客户，可持续成长动能足。 盈利预测与投资评级：我们看好公司作为智控器龙头持续提升智能制造水平，构建平台化竞争优势及国际化战略布局，考虑到需求增速可能放缓及费用影响，我们调整 23 年、24 年归母净利润，预测 23-25 年归母净利润为 8.6/11.9/15.4 亿元（23、24 年前值为 8.8/13.9 亿元），当前市值对应 PE 分别为 19/14/11 倍，维持“买入”评级。 风险提示

示：下游需求不及预期；产品价格波动的风险；毛利率波动风险。

(证券分析师：马天翼 证券分析师：唐权喜 研究助理：金晶)

### 华锐精密 (688059): 2022 年年报点评: 数控刀片龙头迎量价齐升, 看好持续加大研发投入

**投资要点** 数控刀片量价齐升, 海外营收高速增长: 2022 年公司实现营业收入 6.0 亿元 (同比+23.9%), 归母净利润 1.66 亿元 (同比+2.2%), 扣非归母净利润 1.58 亿元 (同比+3.5%)。全年刀片出货量 9005 万片 (同比+9.3%), 平均单价达 6.6 元/片 (同比+12.4%), 量价齐升。1) 分产品看, 2022 年车削刀片收入 4.0 亿元 (同比+22.7%); 铣削刀片收入 1.8 亿元 (同比+23.8%); 钻削刀片收入 0.15 亿元 (同比+18.6%)。2) 分海内外来看, 2022 年公司海外营收 0.29 亿元, 同比+55.8%, 外销占比从 2021 年的 3.8% 提升至 2022 年的 4.8%。展望 2023 年, 随着制造业景气度逐步复苏, 公司 IPO 高端产能释放, 我们预计公司营业收入有望加速增长。 盈利能力有所下滑, 2022Q4 以来环比改善: 2022 年销售毛利率为 48.9%, 同比-1.45pct; 归母净利率和扣非归母净利率为 27.6% 和 26.2%, 同比分别-5.9pct 和-5.2pct。盈利能力同比下滑主要系: 1) 受制造业景气度较低的影响, 下游客户需求较弱, 产能利用率有所下降, 单位制造费用上升; 2) 整体刀具在产能爬坡阶段各项固定成本金额较大; 3) 公司加大研发投入, 同时可转债利息支出&股份支付费用增加导致期间费用率由 2021 年的 13.2% 提升至 2022 年的 17.8%, 其中销售/管理 (含研发)/财务费用率分别+0.3pct/+2.1pct/+2.2pct。我们预计随着 2023 年行业景气度回升, 公司产能利用率有望重回高位, 规模效应下费用有所摊薄, 盈利能力有望回升。 受下游行业景气度低拖累, 公司营运能力略有下滑。2022 年经营性现金流达 1.45 亿元 (同比-29.5%), 应收账款周转天数为 70 天 (同比+16 天), 存货周转天数为 140 天 (同比+31 天)。截至 2022 年末, 公司存货余额为 1.5 亿元 (同比+67.6%), 主要系销售情况良好, 适度增加库存以提升交付及时性。 高端产能释放+高研发投入, 看好 2023 年迎量价齐升: 公司 IPO 募投项目有望于 2023 年完全达产, 将新增 3000 万片高端产能, 新增产能刀片单价有望比原有产能增加 50% 以上。公司可转债项目共募集资金 4 亿元, 用于精密数控刀体生产线建设项目、高效钻削刀具生产线建设项目和补充流动资金。两大项目预计将于 2023 年释放产能, 达产后有望实现每年精密数控刀体 50 万件和高效钻削刀具 140 万支生产, 合计实现年收入 4.08 亿元, 净利润 1.15 亿元。 同时, 公司持续加大研发投入, 2022 年共新增 5 项基体材料牌号, 2 项 PVD 涂层材料及 6 项涂层工艺, 研发人员由 2021 年的 91 人增加至 2022 年的 125 人, 研发支出占营业收入比例由 2021 年的 5.1% 提升至 2022 年的 6.9%, 同比+1.8pct。高研发投入下, 公司产品竞争力有望持续提升。 盈利预测与投资评级: 考虑到募投项目投产时间延后对公司的影响, 我们预计公司 2023-2025 年的归母净利润为 2.41 (维持)/3.37 (下调 8%)/4.39 亿元, 对应当前股价 PE 分别为 26/18/14 倍, 维持“增持”评级。 风险提示: 下游需求不及预期风险; 原材料价格波动风险。

(证券分析师：周尔双 证券分析师：罗悦)

### 怡合达 (301029): 2022 年报点评: Q4 业绩受非经常性因素影响, 新能源领域快速增长

**投资要点** Q4 业绩受非经常性因素影响, 新能源领域快速增长: 2022 年公司营收 25.15 亿元 (同比+39.5%), 归母净利润 5.1 亿元 (同比+26.4%), 扣非后归母净利润 4.9 亿元 (同比+24.4%)。其中分行业

来看，新能源等先进下游需求旺盛，2022年新能源锂电和光伏行业销售收入占比分别为34.9%和6.3%（较2021年分别提升9pct和1pct）；分销售模式来看，线上销售收入5.9亿元，同比+15.65%，占总营收比重为23%；线下销售收入19.3亿元，同比+48.8%，占总营收比重为76.65%。Q4单季度来看，公司实现营收6.8亿元（同比+43.9%，环比+1.8%），归母净利润0.9亿元（同比-5.1%，环比-44.2%），扣非后归母净利润0.9亿元（同比-4.5%）。利润端低于市场预期，我们判断主要系非经常性因素影响：1）员工绩效工资和业务提成在Q4集中确认；2）计提一次性坏账和股权激励支付费用。销售毛利率受下游结构影响，规模效应下期间费用控制良好：2022年公司销售毛利率为39.1%，同比-2.5pct；销售净利率为20.1%，同比-2.1pct。我们判断销售毛利率下滑主要受到下游结构影响，毛利率略低的新能源锂电领域占比提升所致。2022年期间费用率为15.3%，同比+0.6pct，其中销售费用率为4.8%，同比-0.1pct，管理费用率（含研发）为11.1%，同比+0.9pct，财务费用率为-0.6%，同比-0.2pct。考虑到股权激励支付费用影响，公司实际期间费用控制良好。Q4单季度销售毛利率为35.6%，同比+0.8pct，环比-4.6pct；销售净利率为13.1%，同比-6.75pct，环比-10.8pct。订单较为饱满，产品体系逐步丰富：截至2022年底公司合同负债为0.54亿元，同比-11%；存货为6.0亿元，同比+54%。公司产品体系逐步丰富，截至2022年底已成功开发涵盖210个大类、3539个小类、150余万个SKU的FA工厂自动化零部件产品体系，年成交客户数突破3.22万家，年订单处理量约110万单，年出货总量约为450万项次，均较2021年有大幅提升。定增助力产能突破，FB业务打开长期空间：2023年1月，公司公告拟在创业板向特定对象发行股票不超过9631.2万股，募集资金不超过26.5亿元，主要用于怡合达智能制造供应链华南中心二期项目及怡合达智能制造暨华东运营总部项目。就华东运营总部项目而言，公司已与昆山市千灯镇政府签署投资总额12亿元的项目投资协议，项目计划于2023年10月开工，建设周期24个月，预计于2026年达到设计产能，2028年实现销售收入不低于30亿元。此外，本次两个募投项目中均计划建设FB云制造车间，有利于增加公司非标零部件产品产能，打开公司长期成长空间。盈利预测与投资评级：考虑到下游通用自动化行业恢复速度慢于预期，我们预计公司2023-2025年的归母净利润为6.99（下调15.8%）/9.17（下调18.1%）/11.96亿元，对应当前股价PE分别为36/28/21倍，维持“增持”评级。风险提示：下游行业发展不及预期、市场竞争加剧的风险。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：罗悦）

### 美亚光电（002690）：2022年报点评：下游需求持续回暖，利润端超市场预期

事件：公司发布2022年报。下游需求回暖&海外市场加速开拓，2022年收入端稳健增长。2022年公司实现营业收入21.17亿元，同比+16.79%，其中Q4营业收入为6.18亿元，同比+40.48%，实现大幅增长。分业务来看：1）色选机：2022年实现收入12.36亿元，同比+17.01%，收入占比为58.38%，同比+0.11pct；2）X射线工业检测机：2022年实现收入0.97亿元，同比+28.74%，延续高速增长，收入占比为4.60%，同比+0.42pct；3）医疗设备：2022年实现收入7.16亿元，同比+9.07%，收入占比为33.84%，同比-2.39pct。2022年公司举办“美亚医疗10周年”网上团购节和美亚新一代口腔CBCT大型团购节活动，累计取得2425台销售订单，在口腔行业受大环境严重影响的背景下表现不俗；4）配件及其他：2022年实现收入0.67亿元，同比+180.58%，

收入占比为 3.18%，同比+1.86pct。分地区来看，2022 年公司海外收入达到 3.99 亿元，同比+25%，收入占比达到 18.86%，同比+1.24pct。2022 年公司出口业务回暖明显，主要系色选机出口恢复较快速增长。展望 2023 年，我们看好公司在色选机、X 射线工业检测机稳健增长的基础上，口腔医疗设备加速放量，叠加海外市场拓展，公司收入端有望加速增长，根据《2023 年度财务预算报告》，预计 2023 年度实现销售收 24.87 亿元。色选机毛利率提升叠加汇兑收益大幅提升，2022 年净利率同比+6pct 2022 年公司实现归母净利润 7.30 亿元，同比+42.85%，其中 Q4 归母净利润为 1.73 亿元，同比+110.56%。2022 年公司销售净利率为 34.48%，同比+6.29pct，盈利水平大幅提升。1) 毛利端：2022 年公司销售毛利率为 52.97%，同比+1.82pct，其中色选机、X 射线工业检测机、医疗设备、配件及其他业务毛利率分别为 49.46%、51.24%、55.87%、89.05%，分别同比+3.51pct、-6.96pct、-3.13pct、+46.19pct，色选机毛利率提升是公司销售毛利率提升的主要原因，我们判断主要系海外毛利率较高且占比不断提升；2) 费用端：2022 年期间费用率为 17.03%，同比-6.65pct，其中销售、管理、研发和财务费用率分别同比-1.27pct、+0.88pct、-1.02pct 和-5.24pct，销售费用率和研发费用率下降主要系规模效应，财务费用率下降主要系汇兑收益增加所致，2022 年汇兑收益达 7938 万元，是期间费用率下降主要原因。公立医院+海外市场快速突破，高端医疗器械产品持续完善 中长期来看，公司在公立医院市场拓展取得积极进展，解放军南部战区总医院、西安交通大学口腔医院等众多公立医院成为公司口腔 CBCT 用户，口腔 CBCT 首次出口澳洲、非洲，并获得日本市场准入许可，在打开成长空间的同时，也有助于后续公司其他医疗设备推广。特别地，2023 年 1 月公司“脊柱外科手术导航定位设备”产品正式获得医疗器械注册证，用于脊柱外科手术过程中手术器械和植入物的导航定位，该产品丰富了公司高端医疗影像领域的产品线，进一步提升公司在高端医疗器械市场的竞争力，打开成长空间。盈利预测与投资评级：考虑到疫情放开后公司各项业务有望持续恢复，我们调整 2023-2024 年归母净利润预测分别为 8.37 和 9.83 亿元（原值 7.48 和 8.93 亿元），并预计 2025 年归母净利润为 11.65 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 31、26 和 22 倍，维持“买入”评级。风险提示：CBCT 出货量不及预期、色选机海外出口出现波动等。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：黄瑞连）

**首旅酒店（600258）：2022 年报点评：业绩低点已过，有望逐季向好**  
**投资要点** 事件：2023 年 3 月 30 日晚，首旅酒店发布 2022 年年度报告。公司 2022 年全年实现收入 50.89 亿元，同比-17.3%；归母净利润 -5.82 亿元；扣非归母净利润-6.74 亿元。处于此前业绩预告中值偏下位置。2022 年 Q4 收入为 12.52 亿元，同比-12.3%；归母净利润为-2.51 亿元；扣非归母净利润为-2.78 亿元。受疫情影响，2022 年 Q4 营收利润承压。受 2022 年 Q4 全国疫情的影响，居民出行意愿持续走低，拖累多个出行相关细分行业。2022 年 Q4 全国公路/铁路/民航运送旅客量分别为 7.6/2.9/0.5 亿人次，为 2019 年同期的 34%/24%/29%。低迷的出行状况对酒店行业造成较大负面影响。首旅酒店 2022 年 Q4 收入相应为 2019 年同期的 60%，较出行状况相对较优，但酒店行业营业成本较为刚性，营收的大幅下滑带来实际亏损。2022 年 Q4 首旅酒店 RevPar 仅为疫情前 63%，系需求下滑所致。2022 年 Q4 首旅酒店 OCC/ADR/RevPar 分别为 52.3%/182 元/96 元，为 2019 年同期的 67%/93%/63%。即 RevPar 的承压主要原因是需求低迷。2022 年 Q1-Q4 的 RevPar 恢复程度分别为 63%/56%/66%/63%，全年均处相对低位。

根据相关出行数据跟踪，居民出行意愿已有较好恢复，预期 2023 年酒店行业 RevPar 恢复程度将有大幅回升。2022 年期末储备店上升至 2085 家，支持公司 2023 年新开 1500-1600 家酒店目标。公司 2022 年开店为 879 家，其中直营 29 家、特许加盟 850 家，仍以轻资产扩店模式为主。年末储备店上升至 2085 家，为公司 2023 年新开 1500-1600 家酒店目标提供支持。随着需求的快速修复，开店有望在 2022 年基础上大幅提升，同时关店数有望收窄，形成净开店的触底回升。盈利预测与投资评级：首旅酒店作为中国第三大酒店连锁集团，背靠首旅集团协同整合资源，在新冠疫情酒店行业整体承压的背景下，龙头逆势扩张，市场格局显著向好。基于更新的财务数据，我们微调首旅酒店 2023/2024 年及新增 2025 年盈利预测，预期 2023-2025 年归母净利润分别为 10.23/12.29/13.85 亿元（前值 2023/2024 年为 10.38/12.77 亿元），对应 2023-2025 年 PE 估值为 26/22/19 倍，2023 年随着酒店行业进入 Q2、Q3 旺季，有望持续兑现业绩逐季向好，维持“买入”评级。风险提示：居民消费意愿恢复不及预期、行业竞争加剧、门店扩张不及预期等

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：石旖璿）

### 贵州茅台（600519）：2022 年年报点评：22 年高质量兑现，23 年延续 15% 增速目标

投资要点 事件：2022 年营业总收入 1276 亿元，同比+16.5%，归母净利润 627 亿元，同比+19.6%。符合前期的公告披露。全年直销占比 40%，产品价格提升幅度超预期。全年分产品看，茅台酒实现 1078 亿元，同比+15.4%，量 3.8 万吨，同比+4.5%，销量增加 0.16 万吨，我们预计主要增量在精品（+500t）、珍品（+300t）、生肖酒及 100ml，吨价 285 万元/吨，同比+10.4%；系列酒全年 159 亿元，同比+26.5%，量+0.3%/价+26.1%，主要系茅台 1935 放量全年预计贡献销售额 50 亿左右，其他系列酒下滑 10% 左右。分渠道来看，直销 494 亿元，同比+105%，量+95%/价+5%，占营收比重提升到 40%，同比大幅提升 17pct。i 茅台自去年 3.31 上线以后，全年实现不含税销售收入 118.83 亿元，截至 22 年末注册用户超 3000 万，更重要的是成为茅台直营体系中非常重要抓手。税金率保持稳定，现金流优秀。公司 22 年销售毛利率 91.87%，同比+0.33pct，其中茅台酒毛利率 94.19%/+0.16pct 系列酒毛利率 77.22%/+3.53pct；四个季度的税金率分别为 13.1%、16.7%、16.2%、12.9%，全年税金率 14.5%，维持正常区间；期间费用率 8.91%，保持稳定；销售净利率实现 52.68%，稳步提升+0.21pct。公司销售实现 1407 亿元，同比+17.9%，截至到 22 年末，合同负债 154.7 亿元，同比+27.5 亿元，环比+36.3 亿元。增速中枢有望延续 15%，持续学习求变。公司持续稳健，明确 2023 年总收入较上年度增长 15%，从 22 年表现来看公司量价齐升仍有多种排列组合方式，技改后茅台酒未来实际产能有望从 5.6 万吨提升至 7.6 万吨左右；通过产品结构调整和丰富、i 茅台+直营渠道（去年新增 7 家直营门店）持续提升价格体系；长期渠道利润仍有望逐步收回。在营销方面，第三代专卖店、线上“巽风数字世界”、茅台冰淇淋&雪泥新品、二十四节气等都是持续学习的体现，积极求变，走好每一步高质量的发展。盈利预测与投资评级：公司发展势能充足，为龙头典范，我们上调 2023-2024 年归母净利润实现 730/845 亿元（前值为 729、845 亿元），同比+16%/16%（前值为 16%、16%），预计 2025 年归母净利润为 971 亿元，同比+15%，当前估值对应 PE 分别为 31/27/23 倍，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济波动、需求恢复不及预期、食品安全问题。

（证券分析师：汤军 证券分析师：王颖洁）

### 华熙生物 (688363): 2022 年年报点评: 持续加码研发投入, 盈利能力趋势向好

**投资要点** 2022 年营收同增 28.5%, 扣非归母净利润同增 28.5%: 2022 年公司实现营收 63.6 亿元 (同比+28.5%, 下同), 实现归母净利润 9.7 亿元 (+24.1%), 实现扣非归母净利润 8.5 亿元 (+28.5%)。2022Q4 实现营收 20.4 亿元 (+5.3%), 实现归母净利润 2.9 亿元 (+29.3%), 实现扣非归母净利润 2.5 亿元 (+16.0%)。2022 年扣非归母净利润增速略超市场预期。净利率基本稳定, 研发投入有所提升: 2022 年公司毛利率/净利率分别是 77.0%/15.1%, 分别同比微降-1.1pct/-0.6pct。2022 年销售/管理/研发/财务费用率分别为 48.0%/6.2%/6.1%/-0.8%, 分别同比变化-1.3pct/+0.1pct/+0.4pct/-0.8pct。公司对销售费用管控加强。另外, 研发费用率有所提升, 2022 年研发人员也同比增加 256 人至 827 人, 公司在济南研发中心新场地已投入使用, “合成生物技术国际创新产业基地”已落户北京大兴。化妆品板块持续快速增长, 多品牌建设迎来新突破: 2022 年公司化妆品板块实现营收 46.1 亿元 (+38.8%), 主营收入占比 72.5%, 毛利率达 78.4% (-0.61pct)。其中, 润百颜/夸迪/米蓓尔/BM 肌活分别实现营收 13.8/13.7/6.1/9.0 亿, 分别同增 12.6%/39.7%/44.1%/106.4%。夸迪成为第二个 10 亿量级品牌, 肌活有望即将买入 10 亿大关, 多品牌初步完成 1~10 的目标, 将继续向 30~50 亿目标迈进。原料业务稳增, 药械疫情下历经调整有望触底回升: (1) 原料业务: 2022 年实现营收 9.8 亿元 (+8.3%), 主营收入占比 15.4%, 毛利率 71.5% (-0.65pct)。医药级透明质酸表现亮眼, 实现营收 3.4 亿 (+33.7%)。此外, 非透明质酸原料种类大幅增加, 重组人源胶原蛋白完成中试生产。(2) 医疗终端业务: 2022 年实现营收 6.9 亿元 (-2%), 主营收入占比 10.8%, 毛利率 80.9% (-1.19pct)。其中, 皮肤类/骨科/其他分别实现营收 4.7/1.6/0.7 亿, 营收规模分别同比变化 -7.6%/+23.0%/-5.8%。盈利预测与投资评级: 华熙生物是全球透明质酸产业龙头, “四轮驱动”下一体化优势稳固, 2023 年公司原料、医疗终端、化妆品有望实现全面恢复, 且盈利能力有望持续改善。基于年初以来较好的恢复趋势, 我们维持公司 2023-24 年归母净利润为 13.08/17.34 亿元, 预计 2025 年归母净利润为 22.51 亿元, 分别同增 35%/33%/30%, 当前市值对应 2023~25 年 PE 为 42x/32x/25x, 维持“买入”评级。风险提示: 市场竞争加剧, 研发进展不及预期等。

(证券分析师: 吴劲草 证券分析师: 张家璇 证券分析师: 汤军)

### 吉比特 (603444): 2022 年年报点评: 业绩超我们预期, 持续高额分红回馈股东, 多元新游蓄势待发

**投资要点** 事件: 2022 年公司实现营收 51.68 亿元, yoy+11.88%, 归母净利润 14.61 亿元, yoy-0.52%, 扣非归母净利润 14.68 亿元, yoy+19.79%。其中, 2022Q4 公司实现营收 13.38 亿元, yoy+17.97%, qoq+1.37%, 归母净利润 4.49 亿元, yoy+70.78%, qoq+38.88%, 扣非归母净利润 4.66 亿元, yoy+108.62%, qoq+39.20%, 业绩大超我们预期。同时公司宣布, 向全体股东每 10 股派发现金红利 30 元 (含税), 公司自 2017 年 1 月上市以来现金分红累计金额为 47.93 亿元 (包含已公布但尚未实施的 2022 年度分红金额), 分红率高达 78%, 持续高额分红回馈股东。多因素推动 2022Q4 业绩大超预期。2022Q4 公司收入及归母净利润同比/环比均大幅增长, 大超我们预期, 主要系: 1) 销售费用: 同比来看, 2021Q4 《一念逍遥 (港澳台)》《地下城堡 3》上线致营销投入增长; 环比来看, 《奥比岛: 梦想国度》《一念逍遥》(韩国版、东南亚版) 于 2022Q3 上线, 步入 Q4 营销投入有所下滑,

综合奖金相关影响，对应 2022Q4 销售费用同比减少 34.76%，环比减少 35.83%，销售费用率 21.39% (yoy-17.29pct, qoq-12.40pct)。2) 2022Q1-3 公司预提奖金较为充足，Q4 有所冲回，对应 Q4 研发费用率 9.60% (yoy-1.97pct, qoq-2.96pct)，管理费用率 3.31% (yoy-3.40pct, qoq-3.59pct)。3) 玩家数据更加充足后，《一念逍遥》于 2022Q4 进行流水摊销周期调整，相应增加 Q4 的收入和净利润。4) 2022Q4 子公司雷霆互动冲回 2021 年按 25% 计提的所得税与实际汇算清缴税额间差额，对应 Q4 所得税费用为 -0.02 亿元。展望 2023 年，《问道手游》《一念逍遥》有望延续出色表现。2022 年《问道手游》(2016 年 4 月上线)、《一念逍遥》(2021 年 2 月上线) 营收同比均有所增加，公司产品类扩张及精品游戏长周期运营的能力持续获得验证。2023 年《问道手游》春节活动期间 iOS 游戏畅销榜排名最高回至第 12 名，3 月《一念逍遥》开启西湖景区联动，iOS 游戏畅销榜排名最高升至第 7 名，我们看好两款游戏于 2023 年持续版本迭代，通过开启联名活动、多样宣发等方式，持续贡献稳定收益，构筑业绩基本盘。新游储备丰富，积蓄增长动能。公司自研新游储备有家族题材放置养成《M66》、西幻题材放置类《BUG》、修仙题材放置 MMO《M88》等产品，代理新游储备有《新庄园时代》《这个地下城有点怪》等已获版号产品，多元产品储备将于海内外陆续上线，贡献业绩增量。盈利预测与投资评级：公司存量产品运营稳健，新游储备丰富，但考虑到重点储备产品《M66》尚在申请版号，我们维持此前盈利预测，并新增 2025 年盈利预测，预计 2023-2025EPS 为 22.97/27.09/33.19 元，对应当前股价 PE 分别为 19/16/13 倍。我们认为公司“小步快跑”研发模式和长线运营能力有望持续获验，高分红具备吸引力，维持“买入”评级。风险提示：老游长线运营不及预期，新游接续不力，行业监管趋严风险

(证券分析师：张良卫 证券分析师：周良玖 研究助理：陈欣)

### 中信证券 (600030)：2022 年报点评：行业翘楚稳扎稳打，投行业务方兴未艾

事件：公司发布 2022 年报，2022 年公司实现营业收入 651 亿元，同比下降 14.92%；归母净利润 213 亿元，同比下降 7.72%。投资要点投行业务表现亮眼，自营业务逆势增长：1) 投行业务行业领先，IPO 市占率持续提升。据 Wind，2022 年市场 IPO/再融资/债承规模分别同比+7.89%/-16.92%/-1.66% 至 5,872/7,827/104,373 亿元；公司 IPO/再融资/债承规模同比 74.38%/-7.93%/0.93% 至 1,498/2,264/15,785 亿元，市占率分别为 25.53%/20.60%/6.32%，位列市场第 1/1/1 位（年报口径）。2022 年投行业务收入实现同比+6.11% 至 86.54 亿元。1) 自营业务逆势增长。2022 年，上证指数/创业板指/沪深 300 涨跌幅分别为 -14.64%/-29.37%/-21.33%（2021 年同期分别为 +4.21%/+12.02%/-5.56%），市场大幅波动，但公司自营业务收入同比+32% 至 299 亿元（表现明显优于行业），主要系公司运用多种工具和策略来平滑市场波动。资管业务相对稳健，经纪业务暂时承压：1) 资管业务稳健发展，私募资管优势凸显。公司资管业务净收入同比-6.51% 至 109 亿元，受托资产管理规模较去年同期-12.79% 至 14,178 亿元。子公司华夏基金（参股比例 62.2%）管理规模较去年同期+4% 至 17,216 亿元，实现收入同比-3.2% 至 78.39 亿元。2) 经纪业务受挫，未来前景可期。2022 年市场日均股基交易额同比-10.65% 至 10,132 亿元，公司经纪业务净收入同比-20% 至 111.69 亿元。但受益于探索一二级市场的联动，与市场股权投资机构及金融同业等财富管理机构深层

次多维度的合作，2022 年公司经纪业务整体仍处于行业领先地位。内扩外延双管齐下，巩固行业龙头地位：1) 设立资产管理公司，加速财富管理转型。2022/12/30，证监会核准中信证券设立中信证券资产管理有限公司从事证券资产管理业务，并核准中信证券资管作为合格境内机构投资者，从事境外证券投资管理业务。中信证券成为首家通过设立子公司实现“一控一牌”的券商，我们认为：资管子公司的设立将为中信在公募业务上提供强大动力（推动资管业务形成增量）。2) 公司内部管理打通，垂直管理中国香港业务。中信证券国际（全资子公司）2022 年净利润约 12,523 万美元；截至 2022/12，公司在香港拥有 5 家分行，全球员工 1937 人，经纪人 85 人。中信证券逐渐确立了由总部各个业务线垂直管理全球业务的管理机制，整合中信证券的综合资源加强为全球客户提供跨境服务的能力。公司 2022 年境外业务收入为 81 亿元（占比营收 13%）/营业利润率 44.25%（同比+11.8pct）。我们认为：远期角度来看，公司国际业务将形成业绩增量。盈利预测与投资评级：我们预计资本市场改革持续优化，中信证券作为龙头券商有望抓住机遇强者恒强，但因宏观经济疲弱，经济波动回升，我们预计公司 2023-2025 年的归母净利润为 250.37/284.12/324.51 亿元（2023-2024 年前值为 284.52/329.12 亿元），对应 2023-2025 年 PB 为 1.21/1.15/1.09 倍，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济不及预期；政策趋紧抑制行业创新；市场竞争加剧。

（证券分析师：胡翔 证券分析师：朱洁羽 证券分析师：葛玉翔）

#### **广发证券（000776）：2022 年报点评：市场波动影响公司业绩，财富管理仍为推荐主逻辑**

**投资要点** 事件：公司发布 2022 年报，2022 年公司实现营业收入 251 亿元，同比-26.62%；归母净利润 79 亿元，同比-26.95%。两融/投行业务发展稳健，经纪/资管表现不佳：1) 经纪及资管业务承压。2022 年市场日均股基交易额同比-10.65%至 10,132 亿元，公司经纪及资管业务受市场影响，分别同比-19.87%/-10.12%至 63.87/89.39 亿元。2) 市场波动影响自营业务：2022 年，上证指数/创业板指/沪深 300 涨跌幅分别为 -14.64%/-29.37%-21.33%（2021 年同期分别为 +4.21%/+12.02%/-5.56%）；公司自营业务收入同比-70.23%至 17.15 亿元，主要系公司投资收益同比-35.71%至 43.83 亿元，公允价值变动亏损 21.83 亿元。3) 投行业务持续复苏。公司投行业务收入 6.10 亿元（同比+41%），占比营收 2.4%（较 2021 年+1.17pct），维持良好的复苏势头。据 Wind，2022 年市场 IPO/再融资/债承规模分别同比 +7.89%/-16.92%/-1.66%至 5,872/7,827/104,373 亿元；公司 2021 年无 IPO 业务，而 2022 年 IPO 规模达 30 亿元，同时再融资/债承规模同比分别+932%/+234%至 113/1539 亿元。4) 两融业务市占率提升。2022 年 A 股市场交投情绪低迷，市场两融余额 15,404 亿元（同比-15.93%），公司两融余额为 830 亿元（同比-11.7%），降幅略小于市场，市占率同比+0.26pct 至 5.39%；公司利息收入同比-16.8%至 41.01 亿元。业务发展多措并举，财富管理稳扎稳打。2023 年 2 月 24 日，公司调整组织架构，将零售业务管理总部更名为“财富管理与经纪业务总部”，调整后该部门下设四个一级部门：财富管理部、数字平台部、机构客户部、运营管理部；我们认为该项调整凸显：在居民资产迁徙至金融资产的背景下，公司对财富管理（零售）、机构及金融科技业务的重视。1) 代销金融产品发展稳健：2021-2022 年，公司代销金融产品业务占经纪业务收入比重小幅回撤，由 14.1%下降至 12.7%，但代销金融产品保有规模较上年末增长 0.77%。据协会数据，广发证券 2021

年代销金融产品净收入同比增长 85.3%至 10.95 亿元，跃居于行业第二位。2) 投顾能力位于前列：2021-2022 年，广发证券投顾团队连续获得新财富最佳投资顾问团队称号，两年获奖投顾来自广发证券的占比分别为 14/90 和 13/83。3) 重视场外衍生品业务发展：随着国内衍生品业务的规范化发展及持续创新，广发证券也对衍生品业务进行整合，将权益及衍生品投资部更名为权益投资部，柜台交易市场部更名为股权衍生品业务部，提高了衍生品业务的地位。盈利预测与投资评级：广发证券作为券商行业龙头，财富管理业务突出，资管业务优势显著，公司各项主营业务增长稳健，未来有较高的成长性。我们对公司 2023-2025 年的归母净利润的预测为 98.92/112.09/124.93 亿元（2023-2024 前值为 105.84/127.61 亿元），对应 2023-2025 年 EPS 分别为 1.30/1.47/1.64 元，当前市值对应 2023-2025 年 PB 为 1.02/0.96/0.90 倍。虽 2022 年市场表现低迷，但公司各项主营业务回撤幅度有限，我们依旧看好公司的成长性，维持“买入”评级。风险提示：1) 市场成交活跃度下降；2) 股市波动冲击自营投资收益。3) 疫情控制不及预期。

（证券分析师：胡翔 证券分析师：朱浩羽 证券分析师：葛玉翔）

### 中国中免（601888）：2022 年报点评：Q4 经营承压，需求复苏将迎高速增长

**投资要点** 事件：2023 年 3 月 30 日晚，中国中免发布 2022 年年度报告。公司 2022 年全年实现收入 544.33 亿元，同比-19.6%；归母净利润 50.30 亿元，同比-47.9%；扣非归母净利润 49.02 亿元，同比-48.6%。其中 2022 年 Q4 收入为 150.68 亿元，同比-17.1%；归母净利润为 4.02 亿元，同比-65.4%；扣非归母净利润为 3.18 亿元，同比-72.2%。符合此前业绩快报披露值。受疫情影响，2022 年 Q4 营收利润下滑。受 2022 年 11/12 月海南封控和 12 月全国大面积疫情的影响，2022 年 Q4 海南赴岛客流量明显回落，2022Q4 三亚+海口两机场旅客吞吐量合计 440.3 万人，同比下滑 41%海南离岛免税购物受到明显压制，公司 2022Q4 营收利润均现下滑。线上占比较 2021 年大幅提升，主要系疫情原因线下承压。2022 年公司线下业务遭受严重冲击，公司着力提升线上业务布局，2022 年实现线上营收（有税商品销售）279.7 亿元，同比+16.5%，线上收入（有税商品）占总营收的 51.4%，较 2021 年线上收入占比提升 15.1 个百分点。全年免税、有税毛利率分化显著，三费率因销售承压有所提升。2022 年公司毛利率为 28.4%，较上年年同期下降 5.3 个百分点，其中免税商品销售和有税商品销售的毛利率分别为 39.4%/17.4%，分别比上年同期+1.6/-7.2 个百分点，呈现分化态势。2022 年的三费率为 11.9%，毛利率下滑及三费率提升导致归母净利率有所下滑，2022 年为 9.42%。海南市场实现销售额占总收入近七成，仍是最大利润贡献区域。海南市场贡献营收占总营收的 66%；归母净利润占 2022 年总归母净利润的 75%，较 2021 年提升 24 个百分点。据海南省商务厅披露，2022 年海南离岛免税店销售额 487 亿元，估算中免市占率为 74%，仍为行业龙头。盈利预测与投资评级：海南客流的逐步恢复、疫情管控放开、国际航线的恢复有利于旅游零售行业市场规模扩张再次提速。中免市场地位稳固，随着海口国际免税城业绩持续爬坡、三亚海棠湾一期二号地于 2023 年投入运营，公司将重新进入市场份额提升通道，中长期看好中国中免作为旅游零售龙头受益跨省及出境游的逐步恢复。考虑海口国际免税城投运及出境游修复过程中机场租金上涨，调整公司 2023/2024 年盈利预期分别为 123.27/151.33 亿元（前值 132.31/154.44 亿元），新增 2025 年盈利预期

为 184.83 亿元，对应 PE 为 31/26/21 倍，维持“买入”评级。 风险提示：宏观经济风险、海南自贸港建设进度不及预期等。

(证券分析师: 吴劲草 证券分析师: 石旻瑄)

### 中微公司 (688012): 2022 年报点评: 全年新接订单高速增长, 产品线持续丰富完善

事件: ①公司发布 2022 年业绩预告。②公司发布股权激励草案。 2022 年收入端实现快速增长, 新接订单持续高增 2022 年公司营业收入 47.40 亿元, 同比+52.50%, 其中 Q4 实现营业收入 16.97 亿元, 同比+63.88%, 符合市场预期。分业务来看: 1) 刻蚀设备: 公司刻蚀设备在国内外市场占有率不断提高, 在国际最先进的 5nm 芯片生产线及下一代更先进的生产线上均实现了多次批量销售。2022 年刻蚀设备收入为 31.47 亿元, 同比增长 57.07%, 细分产品结构来看, CCP 设备龙头地位持续稳固, 2022 年共生产付运 475 个 CCP 刻蚀反应腔, 同比增长 59.40%, ICP 设备快速放量, 截止 2022 年底, Primo Nanova®系列产品在客户端安装腔体数已达到 297 台。2) MOCVD 设备: 2022 年实现收入 7.00 亿元, 同比增长 39.05%, MOCVD 设备在新一代 Mini-LED 产业化中, 在蓝绿光 LED 生产线上取得了绝对领先的地位。截至 2022 年末, 公司存货和合同负债分别达到 34.02 和 21.95 亿元, 分别同比+93.04%和+59.96%。2022 年公司新签订单约 63.2 亿元, 同比+53.0%, 进一步验证在手订单充足。随着订单陆续交付, 公司 2023 年收入有望延续高增长。 毛利率持续提升&规模效应驱动下, 扣非后净利率明显提升 2022 年公司实现归母净利润 11.70 亿元, 同比增加 15.66%; 2022 年实现扣非归母净利润 9.19 亿元, 同比增加 183.44%。2022 年公司销售净利率和扣非销售净利率分别为 24.64%和 19.40%, 同比-7.90pct 和+8.96pct, 真实盈利水平明显提升。①毛利端, 2022 年公司销售毛利率达 45.74%, 同比+2.38pct, 其中半导体设备毛利率达到 47.00%, 较上年增加 2.38pct, MOCVD 毛利率达到 37.01%, 同比+3.24pct; ②费用端, 2022 年期间费用率为 23.18%, 同比-3.38pct, 主要受益于规模效应下期间费用率下降。2022 年公司销售净利率有一定下降, 主要系 2022 年非经常性收益同比减少约 4.37 亿元, 其中包括: 1) 2022 年计入非经常性损益的政府补助收益同比减少约 1.65 亿元; 2) 2022 年公司因股权投资产生的公允价值变动收益和处置收益同比减少约 3.42 亿元, 主要系部分股权投资于 2021 年产生较大的公允价值变动收益, 2022 年收益相对较小, 以及公司持有的中芯国际的股票价格 2022 年有所下降。 2023 年股权激励草案落地, 利好公司中长期发展 公司发布股权激励草案, 拟向激励对象共计 1390 人授予 550 万股限制性股票, 约占本激励计划草案公告时公司股本总额约 6.16 亿股的 0.89%。①本激励计划涉及的激励对象占公司全部职工人数的 99.43%, 可见覆盖范围之广; ②本激励计划授予的限制性股票考核年度为 2023-2026 四个会计年度, 每个会计年度考核一次。以公司 2022 年度的营业收入为基数, 根据各考核年度的营业收入累计值定比基数的年度累计营业收入增长率 (X), 确定各年度的业绩考核目标对应的公司层面归属比例, 同时设定个人层面绩效考核要求, 考核指标设定具有良好的科学性和合理性。③2023-2027 年股权激励成本摊销为 1.76/1.81/0.98/0.48/0.11 亿元, 整体费用可控。 积极持续推进新品研发, 新基地建设打开成长空间 公司在巩固现有产品竞争优势的同时, 积极推进新产品研发, 打开市场空间。①CCP 设备: 积极与主流客户合作, 定义下一代 CCP 刻蚀机的主要功能及技术指标, 持续提升市占率, 并公司自主开发了极高深比刻蚀机。②ICP 设备: Primo nanova® ICP 刻蚀产品已在超过 20 家客户生产线上进行 100 多个 ICP

刻蚀工艺的验证，工艺覆盖 3D NAND、DRAM 和逻辑芯片，并持续获得国际先进 3D NAND 客户批量订单。③MOCVD 设备：积极布局第三代半导体设备，开发 GaN 功率器件量产应用的 MOCVD 设备，已交付国内外领先客户进行生产验证。④薄膜沉积设备：基于金属钨 CVD 设备，公司正进一步开发 CVD 和 ALD，实现更高深宽比和更小关键尺寸结构填充，同时外延设备（EPI）研发进展顺利，已经进入样机制造和调试阶段。在产能方面，2021 年公司连续启动南昌、临港产业基地、临港研发暨总部等建设项目，随着产能加速释放，为公司中长期增长奠定基础。盈利预测与投资评级：考虑到公司在手订单饱满，我们调整 2023-2024 年归母净利润预测分别为 15.24 和 19.31 亿元（原值 15.44 和 20.28 亿元），并预计 2025 年归母净利润为 24.64 亿元，当前市值对应动态 PE 分别为 57、45、35 倍。基于公司的高成长性，维持“买入”评级。风险提示：晶圆厂扩产节奏不及预期，新品研发&产业化不及预期。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：黄瑞连）

### 新风鸣（603225）：2022 年年报点评：产能释放，业绩迎拐点

**投资要点** 事件：公司发布 2022 年年度报告：2022 年营业收入 507.87 亿元（同比+13.44%），归母净利润-2.05 亿元（同比-109.10%），扣非后归母净利润-3.79 亿元（同比-117.48%）。2022 年 Q4，公司营业收入 128.44 亿元（同比+56.62%，环比-9.73%），归母净利润-4.89 亿元（同比-253.00%，环比-346.50%），扣非后归母净利润-5.58 亿元（同比-277.01%，环比-177.49%）。原料上涨与需求疲软，涤纶长丝盈利承压：2022 年国际原油价格保持高位，原材料成本大幅上升。受疫情影响，市场需求低迷，下游开工率受到较大承压。2022 年江浙地区涤纶长丝平均开工率为 73.62%，同比下降约 16%；2022 年 POY 行业平均库存水平约为 29.5 天，同比增长约 62%；2022 年 POY 行业平均加工价差约 1142 元/吨，同比下降约 29%。受产销与价格影响，2022 年业绩出现亏损。需求逐渐回暖，涤纶长丝盈利有望好转：国内：伴随疫情好转，居民出行及消费需求将快速释放，国内长丝需求或将迎来反转。海外：虽然短期有衰退风险，但长期来看，伴随海外需求复苏，长丝出口需求或将持续发力。终端需求预期回暖，库存压力减少，公司业绩有望扭亏为盈。产能持续释放，增长空间可期：公司作为聚酯行业龙头企业，截至 2022 年底，共计涤纶长丝产能 630 万吨，涤纶短纤产能 90 万吨，PTA 产能 500 万吨。未来公司将建设 540 万吨 PTA 项目，投产后 PTA 产能将突破 1000 万吨，与公司的涤纶长丝、短纤等产品相匹配，从而提高 PTA 的自给率，增强公司核心竞争力。配套项目建设，优化公司产业布局：公司将于 2023 年 Q2 开工建设年产 15 万吨表面活性剂及 10 万吨纺丝油剂项目，总投资 20 亿元，预计 2024 年 Q4 投产运营。作为产业链配套辅材料项目，该项目有助于实现公司辅材料油剂自供，进一步建立成本优势，提升公司盈利水平。盈利预测与投资评级：由于疫后下游需求的复苏节奏缓于预期，我们调整公司 2023-2024 年归母净利润预测值为 13.30、19.83 亿元（此前为 20.98、26.75 亿元），同比增速为 748%、49%；新增 2025 年归母净利润预测值为 23.49 亿元，同比增速为 18%，对应 2023-2025 年 EPS（摊薄）为 0.87、1.30 和 1.54 元/股，按 2023 年 3 月 30 日收盘价对应的 PE 分别为 12.16、8.15 和 6.88 倍。我们看好公司项目投产后产能将进一步扩张，公司业绩将迎来拐点，未来盈利空间可期，维持“买入”评级。风险提示：公司新建产能投产不及预期；下游需求修复不及预期。

（证券分析师：陈淑娴 证券分析师：郭晶晶）

**联创光电 (600363): 2022 年业绩快报点评: 22 年全年业绩符合预期, 激光+超导驱动长期成长**

事件: 公司发布 2022 年业绩快报。 业绩符合预期, 核心主业支撑公司盈利能力持续改善: 2022 年全年, 公司实现营收 33.1 亿元, yoy-7.8%, 实现归母净利润 2.8 亿元, yoy+21.3%, 扣非归母净利润 2.2 亿元, yoy+27.3%。业绩符合市场一致预期。其中单四季度营收 3.2 亿元, yoy+3.5%, 归母净利润 0.13 亿元, 较去年四季度归母净利润亏损实现转亏为盈。公司 2022 年营收有所下降主要是剥离背光源板块中部分手机业务所致, 受益于公司激光业务板块高速增长、期间费用下降及投资收益提升, 公司利润实现稳健增长。 无人机反制系统需求高增, 激光系统器件及整机供应商有望充分受益: 无人机井喷发展改变战争模式, 俄乌战争中无人机身影频现驱动国内外激光系统加速研发与列装。公司目前是国内激光系统上游器件泵浦源及整机核心供应商, 2022 年公司泵浦源及激光器产能订单饱满, 今年该板块订单进一步实现高速增长, 同时产能稳步扩张, 有望充分受益国内外激光系统发展。同时公司具备激光系统整机生产能力, 出口许可资质正加速办理, 有望于今年打开国内外整机销售空间, 进一步增厚营收。 高温超导感应加热设备开启量产交付, 新领域应用拓展打开长期空间: 公司高温超导感应加热设备已在中铝东轻举办交付仪式, 进一步收获广亚铝业等客户订单, 成功实现市场 0-1 突破, 目前公司在手订单超 60 台, 今年开启量产交付, 公司正积极布局高温超导技术向熔炼炉、晶硅生长炉等领域的产业化拓展, 并持续实现可观突破, 预计将进一步打开公司长期成长空间。 智能控制器加速向汽车电子领域拓展, 高端光耦国产替代空间广阔: 据 QY Research 预测, 高端光耦市场规模将于 2027 年达到 24.9 亿美元。目前中国大陆厂商市占率不足 3%, 国产替代空间大。公司高端光耦产品性能媲美国外厂商, 已进入头部客户的重要供应链体系, 积累了 50 家相关应用行业的企业客户。同时公司智能控制器产品加速向汽车电子领域拓展推进, 有望稳健增厚营收。 盈利预测与投资评级: 公司聚焦激光与超导主业, 加速剥离传统低盈利业务, 基于此, 我们将公司 23-24 年归母净利润从 5.2/7.8 亿元下调至 4.8/7.1 亿元, 当前市值对应 PE 分别为 31/21 倍, 维持“买入”评级。 风险提示: 背光源及线缆业务剥离不及预期, 高温超导感应加热设备市场拓展不及预期, 激光系统终端行业发展不及预期

(证券分析师: 马天翼 证券分析师: 唐权喜 研究助理: 王润芝)

## 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>