

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2023-04-04

宏观策略

2023年04月04日

宏观点评 20230403: 不要忽视了经济的亮点和预期的拐点

回顾第一季度,从市场情绪周期看,1月是乐观、2月是怀疑,3月则是失望,往后看,随着3月和第一季度数据陆续公布,我们认为市场情绪会出现修复。

宏观点评 20230402: 第二季度存量博弈如何破局?

我们认为第二季度国内存量博弈的程度会有所缓解,存在三条值得关注的线索:以半导体为代表的数字经济高端制造板块;以民营经济和外资流入为线索的板块;业绩和外资支持下相关复苏板块的阶段性机会。

晨会编辑 曾朵红

执业证书: S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

固收金工

固收周报 20230402: 同业杠杆监管尚不值得担忧

需要警惕同业杠杆了吗?近期海外金融风险的频繁演绎和国内资本新规征求意见稿的发布,使得同业风险再次受到关注。从债券市场的狭义杠杆率来看,债市杠杆率自2020年4月升高至110.89%后,一直呈现波动小幅下行趋势。2022年全年债市杠杆率基本维持在107%至109%之间,年末上行至109.51。2023年2月,债市杠杆约为107.36%,环比下降2.12个百分点,同比上升0.19个百分点,杠杆率并无明显冲高态势。从银行同业业务规模来看,银行与非银之间的同业业务规模保持平稳态势,与银行之间的同业业务规模有所扩张,银行同业规模总体较2017年显著收缩。总体来看,银行同业规模并未大幅攀升,仍处在合理范围内。从监管政策来看,我国同业业务经历了几轮强监管。2014年前,具体问题具体处理,无系统性监管文件;2014年-2016年,“127号文”出台,同业业务得到规范。2017年-2019年,多项同业监管政策文件密集出台。2023年,资本新规间接影响同业业务。综合以上分析,在经过前几轮强监管后,当前同业市场有着较为平稳健康的运行环境,同时债市杠杆率和同业规模仍处在合理可控的范围内,因此无需过度忧虑金融同业之间的杠杆风险。美国2月核心PCE超预期降温,未来加息节奏怎么看?美国2月核心PCE超预期降温。3月31日美国商务部公布美国2月PCE物价指数数据:2月PCE物价指数同比上涨5%,低于预期5.1%和前值5.3%;环比上涨0.3%,与预期一致,低于前值0.6%。剔除波动较大的食品和能源价格后,美联储青睐的通胀指标——核心PCE物价指数2月同比上涨4.6%,低于预期和前值4.7%,创2021年10月以来的新低;环比上涨0.3%,低于预期0.4%和前值0.5%。从结构上看,2月PCE数据与此前公布的2月CPI数据表现接近。2月能源PCE价格再次转跌,环比下降0.4%。我们认为对于美联储5月的加息预期还需观察接下来一个月美国的通胀走势及此次银行业危机的后续进展,若此次风险事件能够妥善解决,我们预计联储5月将再次加息25bp后停止加息,但降息时点或不会较快开启,联储或将于今年年末或明年开启降息。

固收点评 20230401: 绿色债券周度数据跟踪 (20230327-20230331)

一级市场发行情况: 本周(20230327-20230331)银行间市场及交易所

市场共新发行绿色债券 24 只，合计发行规模约 285.87 亿元，较上周减少 510.27 亿元。发行年限以 7 年及以下中短期为主；发行人性质以中央国有企业、中央国有企业和地方国有企业为主；主体评级以 AA、AA+和 AAA 为主。发行人地域以北京市、广东省、湖北省、江苏省、山东省、上海市和天津市为主。发行债券种类为公司债、企业债、超短期融资券、券商专项资产管理、商业银行普通债、政策性银行债、中期票据和资产支持票据。

固收点评 20230401：二级资本债周度数据跟踪（20230327-20230331）

一级市场发行与存量情况：本周（20230327-20230331）银行间市场及交易所市场共新发行二级资本债 5 只，发行规模为 176.00 亿元，较上周减少 1,356.00 亿元，发行年限为 10Y，发行人性质为地方国有企业和民营企业，发行人以农商行和城商行为主，主体评级为 AAA、AA+、AA-，发行人地域为广东省、河北省和浙江省。截至 2023 年 3 月 31 日，二级资本债存量余额达 35,968 亿元，较上周末（20230324）增加 187 亿元。

行业

食品饮料行业跟踪周报：白酒渠道改革持续，餐饮降本增效弹性显著

白酒：针对经销商渠道改革各有千秋。1) 金种子酒：头号种子将打破白酒运营顽疾，与华润渠道强强联合。头号种子有望与华润强势的啤酒渠道强强联合，从终端来看，华润在全国深度合作的终端有 230+万家，此外公司将头号种子作为解决白酒价格倒挂和渠道压货等问题的第一炮。2) 贵州茅台：22 年高质量兑现，直销占比 40%，23 年延续 15%增速目标。全年直销占比 40%，产品价格提升幅度超预期，公司明确 2023 年总收入较上年度增长 15%，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。

AI 时代新起点，寻新投资方向（二）海内外 AI 应用之游戏篇

AI 技术进步持续超预期，应用端也有诸多创新玩法落地，我们认为在行业快速发展阶段，应当紧密跟踪海内外“AI+”玩法，把握行业发展方向，有助于挖掘下一个新创意、新爆款品类。映射至国内投资标的，我们建议关注具备大模型或接入大模型能力，积极尝试布局 AI，且游戏产品力出众的厂商，我们推荐昆仑万维、恺英网络、三七互娱、吉比特、名臣健康、创梦天地、完美世界等，建议关注盛天网络、汤姆猫、中文在线等。

汽车行业点评报告：新势力跟踪之 3 月销量点评：9 家新势力合计交付环比+11.88%

投资建议：综合基本面和估值比较分析，2023 年板块配置目前排序：客车>重卡/两轮车>乘用车/零部件。1) 客车板块：上行周期或刚开始。2023 年或开始新一轮上行周期（国内大中客均值回归+出口进入持续快车道等）。受益排序：龙头率先【宇通客车】，后期或扩散龙二/龙三【金龙汽车/中通客车】等。2) 重卡板块：迎小周期的复苏阶段。2016 年重卡迎来了一轮周期的上行阶段（国标切换&治超&集中换车等共同驱动），2021-2022 年进入了这轮周期的下行阶段，2023 年或迎来小周期的复苏阶段&下一轮大周期的准备期（经济稳增长+国标切换+出口增长+新能源转型等）。受益排序：中国重汽/潍柴动力/汉马科技/中集车辆等。3) 电动两轮车板块：上行周期的业绩兑现阶段。2017-2022 年迎来上行周期（新国标实施+配送服务需求）且头部企业集中度持续提升，2023 年总体趋势

或仍延续。核心受益头部企业：雅迪控股/爱玛科技。4) 乘用车板块：价格战正在进行时。投资层面，短期（1年内）视角板块仍需消化价格战。长期（1-2年以上）视角依然对自主品牌全球崛起充满信心【比亚迪/理想/长城/吉利/蔚来/小鹏/长安/上汽/广汽】等。5) 零部件板块：基本与乘用车一荣俱荣，一损俱损。短期（1年内）视角优选业绩与国内乘用车价格战相关度较低的品种【中国汽研/岱美股份/爱柯迪】等。中长期（1-2年以上）视角建议核心围绕“具备出海综合优势”布局优质零部件品种（福耀/拓普/旭升/文灿/爱柯迪/新泉/岱美/继峰/德赛/华阳/伯特利/星宇等）。风险提示：全球地缘政治不确定性增大；全球经济复苏低于预期等

锂电回收行业跟踪周报：锂价&折扣系数持续下降，再生盈利稳定

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。

石油石化行业点评报告：OPEC+突发减产，削减规模超过160万桶/日

OPEC+突发减产，削减规模超过160万桶/日

环保行业跟踪周报：数字化助力环境技术龙头份额&附加值双升，中特估推动环保国企价值重估

数字化赋能生态环保发展，关注环保核心技术龙头份额+附加值双升。数字中国建设加速，2023年2月《数字中国建设整体布局规划》发布，2023年3月能源局要求加快推进能源数字化智能化发展。数字技术应用于环境监测有助于精准识别及时追踪环境问题，同时智能电网、智慧水务、物联网等提升环境治理效率。数字化应用助力核心技术龙头提升份额+附加值，建议关注【金科环境】水务数字化软件促智慧化应用升级，市场加速推广。重点推荐【三联虹普】合作华为AI技术植入客户纺丝。建议关注【大禹节水】深耕“移动互联网+智慧水务服务”；【雪迪龙】【力合科技】【聚光科技】自动化智能化环境监测，高端科学仪器迎国产化突破。

钢铁行业跟踪周报：库存降幅略有扩张，供给限产待落地

行业观点：库存降幅略有扩张，供给限产待落地。本周上海终端线螺走货量1.7万吨，环比增16.3%，同比增36.8%，需求表现良好。唐山市启动重污染天气Ⅱ级应急响应，鼓励企业自主减排，多家钢厂表示计划烧结限产30%-50%，但尚未落地。因此，本周五大钢材品种产量未受明显影响，环比增1.5%。本周去库幅度略有扩张，总库存环比降2.4%。同时本周进口矿价格上涨4.7%，对钢价形成一定支撑，国内钢材指数环比上涨0.79%。五大品种即时毛利为785元/吨，环比涨6.2%。叠加当前估值、价格低位，我们对周期股的观点逐步转向乐观。周期标的首推柳钢股份、华菱钢铁、宝钢股份、河钢资源、鄂尔多斯；新材料股继续推荐广大特材、望变电气等。

商贸零售行业跟踪周报：化妆品龙头业绩表现坚挺，板块估值低位建议关注

推荐标的：珀莱雅，贝泰妮，华熙生物，巨子生物，鲁商发展，丸美股份等。

国防军工行业跟踪周报：外交与军事博弈持续密集，报告季业绩扰动因素行将落地，中期调整有望带来行业贝塔

考虑军费增速超预期，外交与军事博弈升级，从主题向基本面切换的需

求，建议关注核心赛道，尤其是下游主机厂标的。两个条线值得关注：（1）军工集团下属标的的兼顾改革增效可挖掘的点：中航西飞、江航装备、中航沈飞、中航高科；（2）新订单、新概念、新动量：中无人机、航天电子、华如科技、康拓红外、中天火箭。

有色金属行业跟踪周报：基本金属去库持续，关注电解铝企业盈利扩张
行业观点：基本金属去库延续，关注电解铝企业盈利扩张。美国 2 月核心 PCE 略低于预期，欧元区 3 月 CPI 为 22 年 2 月以来最小升幅。

1) 基本金属：旺季延续，铜、铝去库幅度分别为 4%、3%；铜、铝价运行状态仍需关注供应端释放情况。由于动力煤、预焙阳极价格偏弱运行，本周电解铝企业吨盈利小幅扩张 600 元。2) 贵金属：美国银行风险事件得到部分解决，避险情绪有所消退，贵金属价格小幅回调；但美国加息尾声渐进，我们仍然看好贵金属上行趋势。3) 小金属方面，由于钢招较为平淡，钼、五氧化二钒价格均持续下探；后续钢招回暖有望拉升钼和五氧化二钒价格。锑价或受极地黄金拍卖库存影响延续，价格小幅回调；看好光伏需求充分释放后锑价中枢上移。4) 稀土：2023 年第一批指标发布，轻稀土相对宽松，而重稀土指标有所下滑；看好后续稀土价格探底回升。继续首推贵金属板块的浩通科技；建议关注山东黄金、紫金矿业。关注具备高成长性的铜标的和高弹性的铝标的：洛阳钼业、金诚信、西部矿业、云铝股份和神火股份。稀土板块建议关注三川智慧，广晟有色和中国稀土。

【周期轮回】视角看 2023 年汽车：理性与感性的平衡

板块整体：站在大周期视角下，汽车板块正处于第 4 个周期中（2005 年开始算起），目前板块估值（以 SW 汽车 PB 口径）处于历史中等偏下水平（约 2 倍 PB），板块内部基本面分化明显。综合基本面和估值比较分析，2023 年板块配置目前排序：客车>重卡/两轮车>乘用车/零部件。风险提示：终端价格战超出预期；新能源汽车行业发展增速低于预期等

电力设备行业跟踪周报：锂电和光伏估值预期均低位，需求逐步弱复苏
当前市场预期悲观，估值回调至历史低位，看好电动车板块酝酿反转，第一条主线看好盈利向上叠加储能加持的电池，龙头宁德、亿纬、比亚迪、派能，关注欣旺达、蔚蓝锂芯；第二条为盈利稳定的龙头：结构件（科达利）、隔膜（恩捷、星源）、前驱体（中伟、华友）、负极（璞泰来、杉杉，关注贝特瑞、中科）、铝箔（关注鼎胜）；第三条为盈利下行但估值低的电解液（天赐、新宙邦，关注多氟多）、铁锂（德方）、添加剂（天奈）、三元（容百、当升、振华，关注厦钨）、勃姆石（关注壹石通）、铜箔（嘉元、诺德）；第四为价格持续维持高位低估值的锂（关注天齐、赣锋等）。

汽车行业跟踪周报：3 月第四周上险量环比+20%

站在大周期视角下，汽车板块正处于第 4 个周期中（2005 年开始算起），目前板块估值（以 SW 汽车 PB 口径）处于历史中等偏下水平（约 2 倍 PB），板块内部基本面分化明显。综合基本面和估值比较分析，2023 年板块配置目前排序：客车>重卡/两轮车>乘用车/零部件。1) 客车板块：上行周期或刚开始。2023 年或开始新一轮上行周期（国内大中客均值回归+出口进入持续快车道等）。受益排序：龙头率先【宇通客车】，后期或扩散龙二/龙三【金龙汽车/中通客车】等。2) 重卡板块：迎小周期的复苏阶段。2016 年重卡迎来了一轮周期的上行阶段（国标切换&治超&集中换车等共同驱动），2021-2022 年进入了这轮周期的下行阶段，2023 年或

迎来小周期的复苏阶段&下一轮大周期的准备期（经济稳增长+国标切换+出口增长+新能源转型等）。受益排序：中国重汽/潍柴动力/汉马科技/中集车辆等。3）电动两轮车板块：上行周期的业绩兑现阶段。2017-2022年迎来上行周期（新国标实施+配送服务需求）且头部企业集中度持续提升，2023年总体趋势或仍延续。核心受益头部企业：雅迪控股/爱玛科技。4）乘用车板块：价格战正在进行时。投资层面，短期（1年内）视角板块仍需消化价格战。长期（1-2年以上）视角依然对【自主品牌全球崛起】充满信心【比亚迪/理想/长城/吉利/蔚来/小鹏/长安/上汽/广汽】等。5）零部件板块：基本是与乘用车【一荣俱荣，一损俱损】。短期（1年内）视角优选业绩与国内乘用车价格战相关度较低的品种【中国汽研/岱美股份/爱柯迪】等。中长期（1-2年以上）视角建议核心围绕“具备出海综合优势”布局优质零部件品种（福耀/拓普/旭升/文灿/爱柯迪/新泉/岱美/继峰/德赛/华阳/伯特利/星宇等）。

建筑材料行业跟踪周报：顺周期地产链的复苏仍可期待

周观点：3月百强地产数据出炉，增长态势明显。去年二季度基数较低，回暖趋势具备持续性。从过往几轮周期来看，地产销售转正是地产链 beta 的开始，短期建议关注业绩超预期个股，中期继续推荐零售板块。地产销售对投资的传导尚不明显，但地产链龙头加大品类和渠道拓展或逐渐看到成效。（1）零售端定价能力强、现金流好，龙头企业持续下沉渠道和提升品牌，推荐伟星新材、兔宝宝、北新建材、蒙娜丽莎、东鹏控股，建议关注箭牌家居。（2）基建链条实物需求加速落地，利好水泥混凝土产业链，长三角水泥价格底部已现，龙头的强定价权、高分红和现金流价值提供充足安全边际，推荐华新水泥、海螺水泥、上峰水泥。（3）工程端供给侧持续出清，推荐龙头坚朗五金、旗滨集团、东方雨虹、科顺股份、凯伦股份等，建议关注三棵树。

建筑装饰行业跟踪周报：建筑 PMI 仍处高景气区间，基建实物量落地可期，继续看好板块机会

建筑行业基本面共振向上，估值有多重催化因素，我们建议从以下几个方向关注建筑板块的投资机会：（1）新一轮国企改革有望推动基本面持续优化，看好建筑央企估值持续修复机会：2022年四季度以来建筑业 PMI 和央企订单增速高于近年来中枢，反映行业景气度维持高位。23年2月建筑业景气水平升至高位景气区间，业务活动预期指数为 65.8%，连续三个月位于高位景气区间。行业景气度持续回暖且保持高位，结合基建开复工加快回暖，我们预计稳增长继续发力下基建市政链条景气有望加速提升；同时，新一轮国有企业改革正在谋划实施，2023年国务院国资委开始试行“一利五率”指标体系，提升净资产收益率和现金流考核权重，将指引建筑央企持续提升经营效率，结合此前证监会提出的探索建立中国特色估值体系，建筑央企有望迎来基本面和估值共振，我们继续看好估值仍处历史低位、业绩稳健的基建龙头企业估值持续修复机会，建议关注中国交建、中国中铁、中国铁建、中国建筑、中国电建等。（2）“一带一路”方向：二十大报告提出共建“一带一路”高质量发展，将进一步深化交通、能源和网络等基础设施的互联互通建设，开展更大范围、更高水平、更深层次的合作，为建筑央企参与一带一路沿线市场打开更大空间；今年是一带一路倡议提出 10 周年，第三届“一带一路”高峰论坛召开可期，在丰富成果的基础上，预计更多政策支持有望出台，叠加近期多重外事活动事件催化，海外工程业务有望受益，建议

关注国际工程板块，个股建议关注中工国际、北方国际、中材国际、中钢国际等。（3）需求结构有亮点，新业务增量开拓下的投资机会：在双碳战略、绿色节能建筑等政策推进下，装配式建筑、节能降碳以及新能源相关的基建细分领域景气度较高，有相关转型布局的企业有望受益。推荐铝模板租赁服务商志特新材；建议关注装配式建筑方向的鸿路钢构、华阳国际；新能源业务转型和增量开拓的中国电建、中国能建等；硅料价格回落带动光伏产业链价格下行，利好地面项目需求，建筑光伏市场有望持续受益，建议关注布局光伏 EPC 和运营业务的标的，精工钢构、森特股份等。

建议关注新一轮国企改革下预期改善、价值重估的国央企机械标的

建议关注乘产业政策东风、盈利上修、估值低位的国央企

非银金融行业跟踪周报：券商险企年报陆续披露，业绩符合市场预期

在近期 GPT 和 AI 的创新和应用层出不穷的背景下，我们依然建议关注 AI 方向下的非银板块相关投资机会。综合来看，考虑估值性价比和主题相关性，AI 方向下，我们建议关注【东方财富】、【同花顺】、【指南针】和【财富趋势】。

医药生物行业跟踪周报：创新中药业绩加速兑现，持续重点推荐方盛制药、康缘药业

具体配置思路：1) 创新药领域：百济神州、恒瑞医药、海思科、荣昌生物、康诺亚、泽景制药-U 等；2) 中药领域：佐力药业、方盛制药、太极集团、康缘药业等；3) 耗材领域：惠泰医疗、威高骨科、新产业等；4) 低值耗材及消费医疗领域：康德莱、鱼跃医疗等；5) 科研服务领域：金斯瑞生物、药康生物、皓元医药、诺禾致源等；6) 眼科服务：华夏眼科、爱尔眼科、普瑞眼科等；7) 其它医疗服务领域：三星医疗、海吉亚医疗、固生堂等；8) 医美领域：爱美客、华东医药等；9) 其它消费：三诺生物，建议关注我武生物等；10) 血制品领域：博雅生物等。

NK 细胞为免疫系统先锋队，关注其细胞免疫疗法

NK 细胞为免疫系统先锋队，关注其细胞免疫疗法

石油石化行业跟踪周报：大炼化周报：化工价差收紧，PTA 持续走强
大炼化周报

石油石化行业跟踪周报：原油周报：供应担忧，国际油价震荡上涨
原油周报

机械设备行业跟踪周报：建议关注机械板块国企改革标的；推荐位于估值底部的光伏设备

建议关注机械板块国企改革标的；推荐位于估值底部的光伏设备

海外点评报告：互联网行业步入融资扩张宽松期，看好互联网板块持续释放利好

未来互联网公司子版块业务的上市和公司治理的提升有望持续催化，看好恒生科技板块性机会：自下而上来看，目前互联网公司在营收端高增长不再，无法保证对亏损业务的大量输血，需要依靠子公司单独上市来保证投入实现业务的高增长。自上而下来看，互联网公司能够创造大量就业岗位，平台经济的繁荣发展有利于经济回暖，目前融资环境趋向宽松，未来互联网公司有望纷纷效仿拆分融资。中概股公司在流量红利见顶之后，互联网企业治理和子公司上市融资扩张有望迎来迭代浪潮，其通过自身治理的优化和独立上市融资的方式有望为整体互联网企业带来运营效率和业绩的提升。这样的改革突破也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。我们看好恒生科技板块性机会，并推荐阿里巴巴-SW、腾讯控股、美团-W、快手-W、百度集团-SW、京东集团、哔哩哔哩-W 等互联网标的。风险提示：宏观经济波动风险。

环保行业点评报告：国家能源局关于加快推进能源数字化智能化发展的若干意见

全国碳市场碳排放配额（CEA）行情：2023年3月31日，CEA 涨跌幅-1.23%；收盘价 56.00 元/吨；成交量 2,737 吨；成交额 153,272.00 元。

推荐个股及其他点评

理想汽车-W (02015.HK)：3月交付同比+88.7%，单月交付突破2万辆

公告要点：2023年3月，理想汽车共计交付新车 20,823 辆，同比+88.7%。自交付以来，理想汽车累计交付量已达到 31.00 万辆。L7 交付贡献较大增量，3月交付超 2 万辆，品牌累计交付破 30 万辆。3月理想交付同环比表现均出色，3月共交付新车 20,823 辆，同环比分别+88.7%/+25.3%，重新回到 2 万+的月销水平。截止 3 月 31 日，理想凭借优秀的产品力与用户满意度，实现累计交付 31 万辆，成为累计销量最快突破 30 万辆的中国豪华新能源品牌。在 30~50 万 SUV 市场中，市场占有率达到近 20%。新车方面，理想 L7 Air 和理想 L8 Air 车型也即将于 4 月启动交付。渠道方面，3 月理想汽车新开门店 1 家，截至 2023 年 3 月 31 日，理想汽车在全国有 299 家零售中心，环比 2 月+1 家，共覆盖 123 个城市；售后维修中心及授权钣喷中心 318 家，覆盖 223 个城市。3 月理想零售中心单店效能为 70 辆/家，环比+24.4%。展望未来，基于产品精准定位核心竞争力，理想汽车新品周期依然强势：理想 L7 定位中大型五座 SUV 市场，进一步开拓差异化细分领域，3 月开启交付后用户满意度超预期。新车持续导入，理想 L7 Air 与 L8 Air 版本将于 4 月陆续开启交付，随着理想产品矩阵持续丰富，终端需求有望保持快速增长。此外，我们预计 2023 年 L8/L9 将继续发力，理想汽车整体终端订单需求将持续旺盛；2024 年起理想持续完善纯电/增程领域产品矩阵，整体销量水平有望进一步突破。长期来看，根据公司战略，为进一步驱动公司从 1 到 10 的健康发展促使公司收入迈向千亿甚至万亿级别，公司正式开始全面启动矩阵型组织升级，在战略和产品两个横向实体部门基础上，新增商业、供应、流程、组织、财经等五大部门，确保全流程管理质量，致力于达成爆款成功的必然性。盈利预测与投资评级：我们维持理想汽车 2023~2025 年营业收入预期为 947/1599/2215 亿元，分别同比+109%/+69%/+38%；归母净利润为 25.23/80.05/190.65 亿元，2024/2025 年同比+217%/+138%；2023~2025 年对应 PE 分别为 71/22/9 倍。看好后续多款新车有望带来销量持续高增长，对比行业龙头特斯拉 PS 估值，给予 2023 年 3 倍的目标 PS，对应目标价 155.25 港币，当前股价 97.45 港币。维持理想汽车“买入”评级。

比亚迪 (002594)：3月销量同比高增，腾势持续强劲增长

考虑公司销量持续高增，我们维持公司 2023-2025 年归母净利润预测 257/337/445 亿元，同增 55%/31%/32%，对应 PE29x/22x/17x，给予 2023 年 35 倍 PE，目标价 309 元，维持“买入”评级。

欧普康视 (300595)：2022 年报点评：短期业绩承压，OK 镜有望恢复性增长

事件：公司发布 2022 年报，全年实现营收 15.25 亿元（+17.78%，表示

同比增速，下同)；归母净利润 6.24 亿元 (+12.44%)；扣非归母净利润 5.60 亿元 (+14.69%)。由于疫情影响患者线下验配，收入利润低于我们预期。疫情影响下单四季度增速放缓，2022 年下半年未能实现快速恢复。2022Q4 公司实现收入 3.14 亿元 (+5.11%)；单季度归母净利润 1.18 亿元 (+6.01%)。四季度放开导致潜在就诊群体线下就诊受阻，公司视光服务受到限制，订单下滑。2022Q4 毛利率环比下降 5.74pct 至 73.77%，净利率环比下降 11.85pct 至 41.50%。三明联盟 OK 镜集采有望今年落地，关注行业渗透率提升带来的结构性机会。2022 年 10 月，河北省医保局发布了包括角膜塑形镜在内的 20 种集采医用耗材产品信息填报工作的通知，并在 12 月发布了带量采购文件的公开征求意见稿，三明采购联盟随后也加入了河北的带量采购。三明联盟 OK 镜集采有望今年落地，我们认为 OK 镜行业渗透率仍有较大提升空间，随着行业渗透率提升，公司作为行业龙头有望继续扩大市占率。此外，公司计划未来 5 年新增 1000 多家终端建设。我们认为公司前期已有 300 多家终端的建设经验和人才培养经验，相信公司未来随着终端建设不断推进，盈利能力有望稳步提升。盈利预测与投资评级：我们将 2023-2024 年归母净利润由 8.41/10.40 亿元调整至 7.61/9.44 亿元，预计 2025 年为 11.67 亿元，对应当前市值的 PE 分别为 39/31/25 倍，维持“增持”评级。

凯莱英 (002821)：2022 年报点评：业绩符合预期，常规业务恢复高增速

盈利预测与投资评级：考虑到新冠订单交付波动等因素，我们将 2023-2024 年公司归母净利润由 26.1/29.9 亿元调整为 23.7/23.8 亿元，预计 2025 年归母净利润为 30.6 亿元，当前市值对应 2023-2025 年 PE 分别为 21/21/16 倍，公司短期业绩受到新冠业绩扰动，我们看好公司长期业绩增长动力，维持“买入”评级。

威高骨科 (688161)：2022 年报点评：疫情与渠道去库存导致短期业绩承压，看好平台型骨科龙头长期发展

事件：公司发布 2022 年报，全年实现营收 18.48 亿元 (-14.18%，表示同比增速，下同)；归母净利润 5.44 亿元 (-21.17%)；扣非归母净利润 5.33 亿元 (-21.43%)。由于 2022 年创伤、关节执行集采渠道去库存，疫情封控影响择期手术量，收入利润低于我们预期。渠道换货及疫情封控影响较大，2022 年四季度收入利润承压。2022Q4 公司实现收入 4.55 亿元 (-21.93%)；单季度归母净利润 1.02 亿元 (-48.0%)。渠道改革有效降低销售费用，2022 年销售费用 6.01 亿 (-19.50%)，销售费用率 32.54%，研发费用 1.08 亿 (-11.10%)，研发费用率 5.83%。毛利率 74.77%，同比下降 6.4pct；净利率 29.43%，同比下降 2.67pct。公司积极应对集采，实现全产品线中标。脊柱领域，公司威高骨科、威高亚华、威高海星三个脊柱品牌和明德生物一个骨水泥品牌，合计报量约 14.1 万台，为行业第一，公司参与报量的所有产品全部中标，首年采购需求量总计 12.7 万套。创伤领域，威高骨科、威高海星、健力邦德三个创伤品牌合计报量约 26.6 万台，市占率进一步提升。关节领域，2022 年 3 月起各省陆续执行 2021 年人工关节集中带量采购结果，威高亚华、威高海星两个关节品牌合计手术需求量约 5.2 万台，占全国集采需求量 9%，较集采前手术量提升 36.8%。拟收购新生医疗，丰富公司产品管线。2022 年 12 月，公司拟以现金方式购买威高生物科技、威高富森、威高医疗影像和威高齐全持有的山东威高新生医疗 100% 股权，交易金额为 10.3 亿元。本次收购完

成后，新生医疗将成为公司的全资子公司，此次收购系同一控制下的企业合并。新生医疗主营业务为富血小板血浆（PRP）制备用套装和封闭创伤负压引流套装的研发、生产和销售，并购后有望提升公司盈利能力。盈利预测与投资评级：考虑到今年脊柱执行集采，我们将 2023-2024 年归母净利润由 9.68/11.56 亿元调整至 6.03/7.32 亿元，预计 2025 年为 8.47 亿元，对应当前市值的 PE 分别为 38/31/27 倍，维持“买入”评级。风险提示：院内手术量恢复不及预期，新产品推广不及预期等。

海底捞 (06862.HK): 2022 年报点评: 业绩回暖符合我们预期, 看好复苏弹性

持续降本增效成效显著，业绩表现符合预期。经营表现稳健，新开门店&中国港澳台地区门店表现良好。毛利率优化，灵活用工降本显著。单店模型精进，业绩拐点已现，强烈看好经营向上弹性。

奈雪的茶 (02150.HK): 2022 年报点评: 23 年加速开店, 复苏潜力可期
公司发布 2022 年年报，业绩符合预期。22 年受疫情影响，公司单店店效受损较为严重，但公司稳健展店，积极降本增效。23 年以来公司复苏势头较好，23 年指引积极，复苏潜力可期。

晶盛机电 (300316): 2022 年报点评: 业绩持续高增, 看好光伏&半导体、设备&材料平台化布局

2022 年公司实现营收 106.4 亿元，同比+78.5%，归母净利润 29.2 亿元，同比+70.8%，扣非归母净利润为 27.4 亿元，同比+67.9%。分产品来看，材料业务增长较快，2022 年设备及其服务营收 84.7 亿元，同比+70.2%，占比 79.6%，材料营收 14.5 亿元，同比+273.6%，占比 13.7%，其他营收 7.2 亿元，同比+20.2%，占比 6.7%。2022Q4 单季营收 31.8 亿元，同比+61.2%，环比+2.7%，归母净利润 9.2 亿元，同比+52.1%，环比+14.2%，扣非归母净利润 8.3 亿元，同比+43.2%，环比+4.3%。

德方纳米 (300769): 2022 年报点评: 业绩符合市场预期, 加码布局锰铁锂产能

考虑碳酸锂跌价产生减值损失，我们下修公司 2023-2025 年的归母净利润至 20/28/39 亿元（23-24 年原预期 25.6/33.6 亿元），同比增长 -16%/41%/39%，对应 17/12/9X，给予 2023 年 28 倍 PE，目标价 323.1 元，维持“买入”评级。

颐海国际 (01579.HK): 2022 年报点评: 业绩超预期, 期待第三方成长潜力

2022H2 第三方增速回暖，2023 复调发力 B 端，产研创新持续。管理架构优化，渠道改革持续。2022H2 毛利率优化，下半年费控成效良好。

新泉股份 (603179): 2022 年年报点评: Q4 业绩符合预期, 自主内饰龙头持续成长

我们维持公司 2023-2024 年归母净利润分别为 8.02 亿、11.22 亿的预测，预计公司 2025 年归母净利润为 13.90 亿，对应 EPS 分别为 1.65 元、2.30 元、2.85 元，市盈率分别为 26.43 倍、18.89 倍、15.25 倍，维持“买入”评级。

新强联 (300850): 2022 年报点评: 资产减值拖累业绩表现, 看好 2023 年风电装机大年业绩回暖

盈利预测与投资评级：考虑到产品降价等影响，出于谨慎性原则，我们调整公司 2023-2024 年归母净利润预测分别为 5.86 和 9.00 亿元（原值 8.79 和 11.98 亿元），并预计 2025 年归母净利润为 12.42 亿元，当前市值对应

动态 PE 分别为 26/17/12 倍。考虑到公司募投产能快速扩张，大功率主轴轴承快速突破，维持“买入”评级。风险提示：风电装机量不及预期，市场竞争加剧，原材料价格上涨等。

九号公司 (689009): 2022 年报点评: 电动两轮车加速放量, 2023 年盈利水平有望进一步提升

盈利预测与投资评级: 考虑到消费复苏及公司销售投入力度加大, 我们调整 2023-2024 年归母净利润预测分别 7.35 和 12.05 亿元 (原值 10.14、15.70 亿元), 并预计 2025 年归母净利润为 17.96 亿元, 当前市值对应动态 PE 分别为 37、22、15 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 新品推广不及预期, 海外市场销量下滑, 盈利能力下滑等。

金风科技 (002202): 2022 年报点评: 风机制造承压, 风场开发和后服务成为重要增长点

投资要点 事件: 公司发布 2022 年年报, 营收 464.37 亿元, 同降 8.8%; 归母净利润 23.83 亿元, 同降 36.1%; 毛利率 17.7%, 同降 5.3pct; 归母净利率 5.1%, 同降 2.2pct。其中 2022Q4 营收 202.73 亿元, 同/环比 +18.7%/+113.4%; 实现归母净利润 0.19 亿元, 同/环比 -96.2%/-95.8%。22Q4 毛利率 11.2%, 同/环比 -4.2pct/-7.2pct; 22Q4 归母净利率 0.1%, 同/环比 -2.8pct/-4.6pct。风机业务收入同比下滑, 风电服务增长明显, 风电场开发持续增长。22 年风机制造销售、风电服务、风电场开发、其他业务收入分别为 326/56.5/69.1/12.8 亿元, 占比 70%/12%/15%/3%, 同比 -18%/+38%/+22%/+4%。分部来看, 贡献 -3.1/8.8/33.2/10.2 亿元净利润 (调整和抵销 -24.8 亿元), 同比 -112%/+9181%/+13%/+300%。大型化价格竞争、机型切换等因素导致毛利率下滑, 中速永磁成为主力机型, 国内外订单快速增长。22 年风机销售 13.9GW, 同比 +29.8%, 其中 MSPM 机型 8.6GW, 同比 +7847%, 占比由 21 年的 1% 提至 62%, 成为主力机型。风机制造毛利率 6.23%, 同比 -11.5pct。截至 22 年末, 风机在手订单 27.1GW, 同比 +55.5%, 其中外部订单 26.6GW (海外 4.5GW, 同比 +97%), 包括 MSPM 机型 18.2GW、3/4S 机型 5.4GW 等。风电服务产品类型不断丰富, 迎来量利齐升。随着公司风机体量增长和运维技术积累, 22 年风电服务实现营收 56.5 亿元, 同增 38.3%, 其中后服务收入 24.6 亿元, 同增 25.2%, 在运容量约 28GW, 同比 +20.9%。风电服务毛利率同增 11.8pct 至 23.8%。风电场开发持续扩张, 在建和核准项目规模同比高增, 将成为公司利润重要来源。22 年国内外自营风场权益并网新增 1.74GW (21 年 1.4GW), 转让 685MW (21 年 827MW), 累计 7.08GW。转让风场项目股权投资收益 11.2 亿, 同比 +18%。权益在建容量 2.64GW, 同比 +31%, 核准项目计划装机 3.92GW, 同比 +98%, 其中国际项目 1.16GW, 集中在澳洲。

雅生活服务 (03319.HK): 2022 年年报点评: 摆脱周期业务依赖, 巩固市场拓展优势

盈利预测与投资评级: 公司作为行业龙头, 规模增长稳健, 市场外拓能力突出, 收入结构持续优化, 2022 年受内外多因素影响致业绩承压。我们认为随着不利因素逐渐消失, 公司未来有望恢复稳健增长。基于公司年报最新业绩情况, 我们下调其 2023/2024 年归母净利润至 20.6/23.5 亿元 (前值为 25.9/30.8 亿元), 预测 2025 年利润为 26.5 亿元, 对应的 EPS 为 1.45 元/1.66 元/1.87 元, 对应 PE 分别为 4.1X/3.6X/3.2X, 维持“增持”评级。风险提示: 市场化外拓不及预期; 利润率修复不及预期; 疫情反复影响超预期。

三一重工 (600031): 2022 年报点评: 全球化战略进入兑现期, 看好利润及估值双升

考虑行业景气度, 我们调整公司 2023-2024 年归母净利润为 68 (原值 69) /94 (原值 85) 亿元, 预计 2025 年归母净利润 130 亿元, 当前市值对应 PE 为 21/15/11 倍, 维持“买入”评级。

济民医疗 (603222): 高政策壁垒、新技术的博鳌医院等, 高端医疗服务启动第二成长曲线

博鳌国际医院为 A 股稀缺资产, 高政策壁垒、日本顶级专家团队、国际化新技术及新设备、高利润率; 疫后博鳌国际医院及湖北鄂州二医院等高端医疗服务放量、23 年器械及大输液等拐点明确、IPO 后第一次股权激励落地, 不良资产剥离完毕、商誉计提完毕, 2023-2025 年或将超高速增长。

保利发展 (600048): 2022 年年报点评: 经营稳健市占率提升, 投拓积极未来业绩可期

盈利预测与投资评级: 保利发展作为地产龙头央企, 财务稳健融资优势显著, 积极拿地聚焦核心城市。尽管 2022 年公司受前周期影响业绩承压, 但随着前期低毛利项目逐步结算完成, 我们预计公司未来毛利率有望得到修复, 下调其 2023/2024 年归母净利润至 205.6/234.9 亿元 (前值为 211.4/240.7 亿元), 预测 2025 年利润为 266.2 亿元, 对应的 EPS 为 1.72 元/1.96 元/2.22 元, 对应 PE 分别为 8.4X/7.3X/6.5X, 维持“买入”评级。风险提示: 毛利率修复不及预期; 市场景气度恢复不及预期; 疫情反复影响超预期。

威胜信息 (688100): 国家能源局推进能源数字化智能化发展, 公司作为电力信息化龙头率先获益

事件: 3 月 31 日, 国家能源局发布《关于加快推进能源数字化智能化发展的若干意见》。3 月 31 日, 国家能源局发布《关于加快推进能源数字化智能化发展的若干意见》, 要求重点推进在智能电厂、新能源及储能并网、输电线路智能巡检及灾害监测、智能变电站、自愈配网、智能微网、氢电耦合、分布式能源智能调控、虚拟电厂、电碳数据联动监测、智慧库坝、智能煤矿、智能油气田、智能管道、智能炼厂、综合能源服务、行业大数据中心及综合服务平台等应用场景组织示范工程承担系统性数字化智能化试点任务。

鲁商发展 (600223): 2022 年年报点评: 大健康发展稳健, 地产剥离顺利推进

鲁商发展聚焦大健康产业, 化妆品业务高成长, 渠道精细化运营、产品力趋于提升。基于行业跟踪和 2022 年业绩, 我们将公司 2023-24 年归母净利润从 4.93/5.98 亿元下调为 4.11/5.33 亿元, 分别同增 805%/30%, 预计 2025 年归母净利润为 6.39 亿元, 同增 20%, 当前市值对应 2023~25 年 PE 为 26x/20x/17x, 维持“买入”评级。

美埃科技 (688376): 美埃科技 2022 年年报点评: 核心产品毛利率&净利率齐升, 盈利能力增强

盈利预测与投资评级: 公司在手订单饱满, 募投项目扩建完成后公司产能将大幅提升, 成长加速。我们维持 2023-2024 年公司归母净利润 1.72/2.49 亿元, 同比 40%/45%, 预计 2025 年公司归母净利润 3.21 亿元, 同比 29%; 2023-2025 年 EPS 为 1.28/1.85/2.39 元, 对应 PE 29/20/16 倍 (估值日期 2023/3/31), 维持“买入”评级。

盈康生命 (300143): 2022 年报点评: 并购实现器械板块高速增长, 医疗服务有望实现疫后修复

事件: 公司发布 2022 年报, 全年实现营收 11.56 亿元 (+6.1%, 表示同比增速, 下同); 归母净利润-5.96 亿元 (-63.7%); 扣非归母净利润-5.97 亿元 (-26%); 经营现金流净额 1.61 亿元 (+27.91%)。剔除商誉减值影响, 实现净利润 7213 万元。收入利润低于预期, 主要由于疫情扰动、需求端萎缩等。盈利预测与投资评级: 考虑到医疗服务业务完全修复仍需时间及费用摊销等, 我们将 2023-2024 年归母净利润由 2.46/3.00 亿元下调至 1.38/1.95 亿元, 预计 2025 年为 2.26 亿元, 对应当前市值的 PE 分别为 51/36/31 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 医院经营和盈利或不及预期; 医院事故风险; 医药行业政策不确定性风险。

快手-W (01024.HK): 2022Q4 业绩点评: 寒冬已过, 迈向春天

盈利预测与投资评级: 我们看好公司独特的社区文化及持续的利润释放。我们将公司 2023-2024 年经调整净利润预测由 56/162 亿调整至 10.6/126 亿, 并引入 2025 年经调整净利润预测 183 亿, 对应 2024-2025 年经调整 PE 为 18/12.5x, 维持“买入”评级。

冀东水泥 (000401): 2022 年年报点评: 景气筑底, 关注东北市场格局优化

行业供需平衡重建, 景气底部回升, 北方市场节后逐步启动, 且区域竞争态势有望进一步优化, 公司盈利有望自二季度起逐季改善。基于地产投资缓慢修复, 煤价维持高位, 下调 2023-2025 年归母净利润至 17.9/25.2/25.7 亿元 (2023-2024 年预测前值为 48.9/52.4 亿元), 3 月 31 日收盘价对应市盈率 12.9/9.2/9.0 倍, 维持“增持”评级。

都市丽人 (02298.HK): 22 年业绩点评: 盈利能力逆势提升, 战略变革逐步显效

公司为国内内衣龙头, 近年来业绩承压, 21 年底创始人回归经营一线后, 进行产品、渠道、营销等全方位改革升级, 22 年疫情扰动下逆势亏为盈、盈利能力回升明显但仍处相对较低水平, 期待后续改革效果继续显现。我们维持 23-24 年归母净利润预测 0.67/1.37 亿元、增加 25 年预测值 1.64 亿元, 对应 PE12/6/5 倍, 维持“中性”评级。

上海医药 (601607): 2022 年年报点评: 维持高质量发展, 主业增长稳健

维持高质量发展, 主业增长稳健。2022 年, 公司经营稳健, 实现营业收入 2,319.81 亿元 (币种为人民币, 下同), 同比增长 7.49%。其中: 医药工业实现销售收入 267.58 亿元, 同比增长 6.61% (其中 60 个重点品种销售收入 157.27 亿元, 同比上升 13.12%); 医药商业实现销售收入 2,052.24 亿元, 同比增长 7.60%。公司实现归属于上市公司股东的净利润 56.17 亿元, 同比增长 10.28%。扣除一次性特殊收益后归属于上市公司股东的净利润为 46.78 亿元, 同比增长 11.12%, 扣除一次性特殊收益及联合营企业贡献利润后归属于上市公司股东的净利润为 41.51 亿元, 同比增长 21.37%。其中: 工业板块贡献利润 22.47 亿元, 同比增长 10.55%; 商业板块贡献利润 30.97 亿元, 同比增长 12.56%; 主要参股企业贡献利润 4.35 亿元, 同比下降 38.78%。归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为 42.97 亿元, 同比增长 7.40%。

绿色动力 (601330): 2022 年报点评: 业绩平稳增长, 国补回款加速现金流大幅改善

事件：2022 年公司实现营收 45.67 亿元，同减 9.69%；归母净利润 7.45 亿元，同增 6.73%；扣非归母净利润 7.33 亿元，同增 6.78%；加权平均 ROE 同比降低 0.42pct 至 10.64%，略低于此前预期。

雍禾医疗 (02279.HK)：2022 年年报点评：疫情下门店仍逆势扩张，期待疫后持续恢复增长

公司是国内最大毛发服务提供商，上市后加速扩张渠道。基于 2022 年业绩表现和疫后恢复情况，我们将公司 2023-24 年归母净利润从 2.23/2.97 亿元下调为 1.00/1.95 亿元，分别同增 216.3%/95.4%，预计 2025 年归母净利润为 3.13 亿元，同增 60.2%，当前市值对应 2023~25 年 PE 为 40x/20x/13x，维持“买入”评级。

长春高新 (000661)：2022 年年报点评：公司经营稳健，业绩持续增长

公司经营稳健，核心医药企业收入、净利润持续增长。2022 年公司及各子公司经营稳健，实现营业收入 126.27 亿元，较上年同期增长 17.50%；实现归属于上市公司股东净利润 41.40 亿元，同比增长 10.18%；研发投入 16.63 亿元，同比增长 52.26%。金赛药业：2022 年实现收入 102.17 亿元，实现归属于母公司所有者的净利润 42.17 亿元。百克生物：2022 年实现收入 10.71 亿元，实现归属于母公司所有者的净利润 1.82 亿元。华康药业：2022 年实现收入 6.58 亿元，实现归属于母公司所有者的净利润 0.31 亿元。

中金公司 (03908.HK)：2022 年年报点评：王牌券商逆水行舟，数字赋能财富管理

盈利预测与投资评级：我们预计随着资本市场改革与注册制全面推行，公司投行业务和财富管理业务将步入良好发展；同时，配股资金的注入将全面加速中金各业务发展，未来发展前景广阔；我们预计公司 2023-2025 年的归母净利润为 106.29/120.00/133.77 亿元（2023-2024 年前值为 111.52/131.81 亿元），对应 2023-2025 年 EPS 分别为 2.20/2.49/2.77 元，当前市值对应 2023-2025 年 PB (H) 为 0.60/0.53/0.47 倍。我们依旧看好公司长期在投行及财富管理业务方面的优势，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。

信立泰 (002294)：2022 年年报点评：新药研发稳步推进，慢病领域厚积薄发

业绩稳中有进，经营质量提升。2022 年，公司实现营收 34.8 亿元（同比 +13.9%），其中制剂业务实现营收 29.3 亿元（同比 +13.4%）。归母净利润 6.4 亿元（同比 +19.3%），扣非归母净利润 5.5 亿元（同比 +94.8%）。2022 年，销售费用率为 31.4%（同比 -2.4 pct），研发费用率为 15.3%（同比 +3.65 pct），管理费用率为 6.8%（同比 -3.1 pct），财务费用率为 -3.0%（同比 -2.0 pct）。销售毛利率 71.5%（同比 -2.6 pct），销售净利率 18.2%（同比 +1.0 pct）。

广汽集团 (601238)：2022 年年报点评：资产减值影响 Q4 业绩，看好自主新能源转型

自主能源生态产业链实现闭环布局，合资品牌电动转型加速。1) 自主双品牌新能源布局完善：广汽埃安上市进程顺利推进，设立动力电池/电驱产业化项目+组建广汽能源完善能源产业链闭环，2023 年 Hyper 品牌车型上市助力埃安产品结构改善；广汽传祺坚持“XEV+ICV”技术路线，转型速度加快。2) 合资公司电动转型加速，产品组合持续优化。盈利预

测与投资评级：考虑行业竞争加剧，我们将 2023-2024 年归母净利润预期由 90.79/101.00 亿元下调至 88.5/100.32 亿元，2025 年归母净利润预期为 120.31 亿元，对应 PE 分别为 13/12/10 倍。维持买入评级。风险提示：乘用车终端价格战超出预期；需求复苏低于预期

泡泡玛特 (09992.HK)：2022 年年报点评：IP 价值持续凸显，23 年业绩有望修复

盈利预测与投资评级：我们仍对公司产品能力和 IP 价值保持信心，考虑到公司 Q1 正明显修复，我们将 23/24 年经调整 EPS 预测从 0.65/0.81 元调整至 0.68/0.88 元，预计 25 年经调整 EPS 为 1.10 元，维持“买入”评级。（人民币兑港元汇率取 2023/3/31 数据 1 港币=0.8756 人民币）

荣昌生物-B (09995.HK)：2022 年年报点评：RC18 授权有望实现，RC48 临床有望加速

盈利预测与投资评级：由于 RC48 在乳腺癌领域竞争的加剧，我们将 2023-2024 年的销售收入从 13.7/24.7 亿元下调至 13.5/22.4 亿元，预计 2025 年销售收入为 30.0 亿元。考虑 RC18 海外授权的紧迫性提升，有望年底达成；RC48 海外临床有望加速，催化剂不断兑现，维持“买入”评级。

继峰股份 (603997)：2022 年年报点评：减值计提拖累业绩，看好公司长期成长

考虑到公司正大力开拓乘用车座椅业务，成长空间广阔，因此维持“买入”评级

海格通信 (002465)：2022 年年报点评：细分市场份额保持领先，拓展新领域构建新优势

基于十四五期间军工行业高景气，并考虑公司在无线通信领域优势地位，预计 2023-2025 年归母净利润分别为 8.35(-1.89)/9.88(-2.76)/11.50 亿元；对应 PE 为 29/24/21 倍，维持“买入”评级。

宏观策略

宏观点评 20230403: 不要忽视了经济的亮点和预期的拐点

3月市场对于经济的悲观情绪存在预期差。为人处世，我们总是强调包容，强调不要一味批评，而要学会发现亮点。但是对于3月的经济，市场的观点似乎过于苛刻，总是盯着汽车相对疲弱的销售、盯着部分地区和行业悲观的出口调研。回顾第一季度，从市场情绪周期看，1月是乐观、2月是怀疑，3月则是失望，往后看，随着3月和第一季度数据陆续公布，我们认为市场情绪会出现修复。从周度高频数据看，居民端出行消费强势修复，服务活动继续景气；地产销售略超预期；汽车消费后劲不足，“以价换量”成效有限；建筑业开工整体良好，汽车、纺服动能不足；食品价格整体上涨，非食品价格较温和，工业品价格呈现“外需降，内需涨”的态势。政策方面“民营经济”成为最近总量政策空窗期的最大边际变化点。消费：汽车销量环比连周好转，观影持续火热。乘用车销量周度环比连续两周录得两位数正值，自3月上旬的低位修复，同比负缺口大幅缩窄。地方政府与车企的补贴与降价政策有退坡迹象，近期汽车出口降速后抓内销压力增大，经销商进货信心好转，月末是检验3月车市修复成色的关键节点。电影市场迎来小高峰，3月相对去年同期票房翻倍，考虑到假期临近，同比高增态势有望延续。家电销量环比续增，同比降幅收窄。出行：人流量仍超过2019年同期水平。近几周拥堵延时指数整体趋于稳定但保持高位，地面交通人流量仍处于疫情前水平之上。上周轨道交通情况周度环比基本持平，10个重点市地铁客运量环比增速不变，但比去年同期同比增长高达52.7%，部分原因在于地铁路线的扩建，不过也反映出商业活动持续增长的势头。地产：商品房和二手房销售情况环比明显好转。近期房地产销售已经初显企稳迹象，上周30城商品房成交面积周度环比上升19.3%，增速度明显加快。其中，一线城市房屋销售表现最佳，率先领跑楼市复苏，其商品房成交面积周度环比提高37.7%。二、三线城市商品房成交面积环比也有改善，环比分别增长14.8%和12.2%。除商品房外，二手房销售也稳中有升，5个重要城市的二手房成交面积周度环比增长2%，3月整体销售面积比去年同期增长80.2%。土地市场也继续呈现“量价同涨”态势，土地成交面积环比增长8.3%、土地溢价率环比增长0.2pct。工业：建筑业生产节奏略有加快。上周高炉开工率仍处于83.9%高位，周环比增长1.1pct，继续保持上升趋势。3月末建筑业生产活动加快，建筑钢材产量和粗钢产量环比均有上升，环比增速分别达5.5%和4.7%。此外，沥青开工率和磨机运转率也实现环比增加，螺纹钢也继续延续近几周的库存去化趋势，反映建筑业生产节奏略有加快。上周汽车业和纺服业生产情况周度边际下行，汽车业中全钢胎开工率环比下降3.2pct，纺织业中PTA开工率及聚酯开工率分别下降1.3pct和0.3pct。食品价格月末环比转降。上周农产品批发价格环比下降-0.8%，三月同比边际降幅扩大。三月整体来看猪肉与鲜果超季节性上涨，鲜菜价格低于季节性。义乌小商品指数走势平缓，预示非食品商品价格温和。预计3月CPI环比收窄，同比增速改善。3月大宗商品价格多以震荡走低为主。有色金属、螺纹钢及水泥价格3月同比均录得负值，铁矿石维持涨势。受海外银行风险及美国原油库存回升因素影响，布伦特原油价格3月同比下跌。海外需求持续萎缩，出口集装箱运价3月同比跌幅边际扩大。流动性方面，7天利率大幅上行。DR007周内震荡上行，R007周均值上行至3.25%，周度环比增跨超80bp，凸显银行

间市场在季末供需结构性矛盾，流动性分层承压。央行近期逆回购增量续作补充跨季时期短期流动性，预计月初资金需求不大，流动性分层压力有望趋缓。风险提示：毒株出现变异，疫情蔓延形式超预期恶化、疫情反复出行意愿恢复不及预期、居民消费意愿下滑及海外衰退幅度超预期的风险。

（证券分析师：陶川 证券分析师：邵翔）

宏观点评 20230402：第二季度存量博弈如何破局？

第一季度中国股市开了个好头，但复苏交易最终“虎头蛇尾”。如图 1 和 2 所示，1 月港股和 A 股在全球主要股市中名列前茅，周期板块表现不俗；但 2、3 月差强人意的经济数据和落空的政策预期，使得市场从宏观复苏逻辑下的增量普涨行情，回到存量资金的博弈行情，最终 AI 主题引领下 TMT 板块“脱颖而出”。到了三月底，面对有点虚高的 AI 概念，资金调仓下宏观复苏的交易又“蠢蠢欲动”，但也明显底气不足。我们认为宏观经济的数据和逻辑在当前的投资中地位十分尴尬——不大超预期就是不及预期。我们判断第二季度全球市场的主线是：中国经济“稳健”+ 美联储政策更加友好 + 美欧衰退风险上升，在此背景下我们认为第二季度国内存量博弈的程度会有所缓解，存在三条值得关注的线索：以半导体为代表的数字经济高端制造板块；以民营经济和外资流入为线索的板块；业绩和外资支持下相关复苏板块的阶段性机会。国内宏观经济的尴尬：“稳健”最鸡肋。对于当前市场边际影响最小的宏观经济解读，可能就是总体稳健、存在结构性亮点。比如 3 月公布的 1 至 2 月经济数据，比如周五公布的 PMI 数据。原因上我们认为主要是两个方面：一方面是缺乏全面、可靠的数据追踪体系，自上而下主要靠领导讲话引导，自下而上主要靠切身感受和区域性、行业性的调研，难以形成一致性认知；另一方面，可能更重要的是疫情三年，市场信心受到较大的冲击，没有“矫枉过正”的经济和政策很难快速恢复。因此，我们认为缓解或是打破当前存量博弈局面的情形可能主要有三种：宏观经济好得大超预期，市场情绪全方位矫正；宏观经济大超预期的差，政策态度急转弯；或者外资增量资金成规模的流入（主要突出中国在经济和政策上的比较优势）。我们认为就第二季度而言，第三种情形的可能性相对最高，尽管我们不温不火，但是海外的情况更差，而且一带一路的突破性进展也有望持续带来增量资金。当然潜在的风险在于面对高度不确定性的环境（金融、地缘），海外资金宁愿持有现金或者类现金资产、吃高利息（美国货币基金平均 7 天收益率在 4% 以上）。第二季度全球市场主线：政策环境更友好，但 alpha 也更重要。我们在此前曾经提出过观察市场的三主线：中国经济和政策 + 美联储政策 + 美欧经济基本面。1 月的市场环境是中国强复苏（预期）+ 美联储转向（预期）+ 美欧软着陆甚至不着陆，因此全球市场情绪高涨，其中外资尤其偏好中国。与此相比，第二季度最鲜明的特点在于中国相对于海外的经济优势仍在，而美联储的政策态度也会更加缓和：中国经济和政策保持“稳健”：我们对经济的预期不如市场悲观，但是结构分化下也谈不上乐观：服务业的持续复苏和基建施工加速会成为经济复苏的重要支柱，但处于主动去库存阶段的工业制造业动能继续放缓是大概率事件。这种组合之下，总量政策很难有超预期的“发挥”，解决结构性问题，使用结构性工具可能更合适。美联储进入类似“YCC”的状态，对市场更加友好：在之前的报告《加息 25bp！美联储“躺”还是“卷”？》中，我们阐述了为了兼顾控通胀和金融稳定的需求，美联储更倾向于让 10 年期美债收益率在 3.3% 至 4% 之间震荡，并且 QT（缩表）的进程被打断。而第二季度我们很可能将迎来美联储本轮加息的

终点，至于还有一次还是两次加息，对于短期市场波动有影响，但从季度维度讲则并不是那么重要。美欧经济衰退风险上升：银行业危机的爆发基本宣告市场“软着陆”幻想的破灭，从路径上看政策紧缩+银行业冲击=信贷条件大幅收紧，历史上看信贷环境偏宽松才是软着陆的必要条件。对于大类资产，上述组合意味着什么？如图所示，美联储的转变+衰退风险上升意味着长端美债收益率进入震荡行情，美股由杀估值转入杀业绩，业绩稳健的股票会有明显的 alpha；中国经济相对表现更好，以及俄乌形势的缓和对于欧洲的正向作用更大，美元整体偏弱（但在重要数据和议息会议前后会有波动），资金会更偏好以中国为代表的新兴市场经济体；美债收益率的震荡，对于成长股的“杀伤力”下降。对于国内市场而言，第二季度重要的边际变化是行业政策发力和外资的流入。总量政策谨慎、结构政策更加积极将是第二季度政策重要的边际变化，结构性政策的关键词将是数字经济和民营经济（包括外资企业）。此外，经过 2、3 月的犹豫，在经济比较优势和政策继续大力支持对外开放的情况下，外资流入中国市场的规模很可能上升，因此，我们认为第二季度国内值得关注的市场主线可能有三条：以半导体为代表的数字经济制造板块：等风来。除了 AI 概念落地的角度外，周期、市场和政策三个角度都存在“顺风”的有利因素：周期上，全球半导体周期已经接近于底部，作为前瞻指标的费城半导体指数已经率先反弹，而且值得注意的是从历史上看，经济衰退并非一定会导致半导体周期性复苏中断，尤其是行业率先大跌的情况下。市场上，国内申万半导体指数在行情上涨上明显滞后，且估值明显也处于历史地位。政策上，2023 年以来中央对于数字经济和科技创新的支持政策层出不穷，两会后各地方明显开始加大对于企业数字转型的支持力度，例如河南郑州市颁布政策对加强数字化转型的企业给予补助和奖励，结合 2 月 27 日印发的《数字中国建设整体布局规划》中明确要求“将数字中国建设工作情况作为对有关党政领导干部考核评价的参考”，我们预计第二季度将是相关政策的密集爆发期。民营经济：政策最大的边际变化。与对数字经济一以贯之的支持不同，自 2022 年中央经济工作会议以来对于民营经济的政策边际变化是最大的。从总理到记者问明确表示民营经济的发展环境会越来越好，发展空间会越来越大，到 20 多个省市一把手密集调研民企，再到网信办铁腕维护企业家形象和马云回国、阿里分拆，民营经济支持政策也会迎来“暖春”，民企相对估值的回升可能是重要的逻辑，可以关注此前估值受监管压制影响大的企业，如部分港股互联网股，以及民企+数字经济方向。除此之外，对于开放的支持力度业和政策表态也越来越坚决（例如近期召开的中国发展高层论坛，博鳌论坛），外资很可能在第二季度重新加大对于中国的投资，民企+外资偏好也值得注意。复苏：阶段性+结构性+外资助力（可能）。尽管整体经济不温不火，但我们预计出行相关服务、基建施工、地产竣工会是三个表现可能超预期的领域，鉴于外资通常对于国内的 TMT 板块较为谨慎，食品饮料（白酒）、家电（地产后周期），医药和建筑建材等板块可能存在阶段性机会，不过外资可能更加关注个股（市值大、分红高、估值低），这一主线相较前两个在可持续性和弹性上都会更弱。风险提示：毒株出现变异，疫情蔓延形式超预期恶化、疫情反复出行意愿恢复不及预期、居民消费意愿下滑及海外衰退幅度超预期的风险。

（证券分析师：陶川 证券分析师：邵翔）

固收金工

固收周报 20230402：同业杠杆监管尚不值得担忧

观点 需要警惕同业杠杆了吗：近期海外金融风险的频繁演绎和国内资本新规征求意见稿的发布，使得同业风险再次受到关注。从债券市场的狭义杠杆率来看，债市杠杆率自 2020 年 4 月升高至 110.89% 后，一直呈现波动小幅下行趋势。2022 年全年债市杠杆率基本维持在 107% 至 109% 之间，年末上行至 109.51。2023 年 2 月，债市杠杆约为 107.36%，环比下降 2.12 个百分点，同比上升 0.19 个百分点，杠杆率并无明显冲高态势。从银行同业业务规模来看，银行与非银之间的同业业务规模保持平稳态势，与银行之间的同业业务规模有所扩张，银行同业规模总体较 2017 年显著收缩。随着资管新规的落地实施，银行与非银行同业业务自 2020 年起保持平稳态势，同比增长率均保持在 10% 以内。其他存款性公司资产负债表中的科目“对其他存款性公司债权”规模自 2021 年以来出现抬头趋势，截止 2023 年 1 月，该项规模为 3.56 万亿，同比增长 13.5%，这可能归因于商业银行之间互相持有次级债。总体来看，银行同业规模并未大幅攀升，仍处在合理范围内。从监管政策来看，我国同业业务经历了几轮强监管。2014 年前，具体问题具体处理，无系统性监管文件；2014 年-2016 年，“127 号文”出台，同业业务得到规范。2017 年-2019 年，多项同业监管政策文件密集出台。2023 年，资本新规间接影响同业业务。整体来看，本次资本新规降低同业杠杆的力度预计低于 2017 年以“同业降杠杆”为导向的监管，原因在于本次资本新规尽管上调了多数银行同业资产风险权重，但同时也下调了投资级其他金融机构债、投资级公司债的权重，相比于 2017 年金融机构整改压力较小。综合以上分析，在经过前几轮强监管后，当前同业市场有着较为平稳健康的运行环境，同时债市杠杆率和同业规模仍处在合理可控的范围内，因此无需过度忧虑金融同业之间的杠杆风险。

美国 2 月核心 PCE 超预期降温，未来加息节奏怎么看：美国 2 月核心 PCE 超预期降温。3 月 31 日美国商务部公布美国 2 月 PCE 物价指数数据：2 月 PCE 物价指数同比上涨 5%，低于预期 5.1% 和前值 5.3%；环比上涨 0.3%，与预期一致，低于前值 0.6%。剔除波动较大的食品和能源价格后，美联储青睐的通胀指标——核心 PCE 物价指数 2 月同比上涨 4.6%，低于预期和前值 4.7%，创 2021 年 10 月以来的新低；环比上涨 0.3%，低于预期 0.4% 和前值 0.5%。从结构上看，2 月 PCE 数据与此前公布的 2 月 CPI 数据表现接近。2 月能源 PCE 价格再次转跌，环比下降 0.4%。核心商品 PCE 价格有所回落，环比较 1 月回落 0.4pct 至 0.1%，其中耐用品环比下降-0.2%，非耐用品环比上涨 0.4%，美国供应链压力持续缓解。核心服务 PCE 价格环比增速小幅下行至 0.4%，其中租金价格环比增速仍维持在 0.7% 的高位。2 月 PCE 与 CPI 数据均表明通胀压力在持续缓解，但住房租金及薪资增速在短期内仍有韧性，我们认为未来几个月通胀仍将延续回落态势，但下行速度将逐渐放缓。向前看，周五核心 PCE 同比的超预期降温令市场对于联储停止加息的预期进一步升温。截止 4 月 1 日，Fedwatch 显示市场预期 5 月加息 25bp 的概率为 48.4%，不加息概率为 51.6%，并自 9 月开启降息周期。本周欧美银行业风险事件有所缓解，市场避险情绪降温。我们认为对于美联储 5 月的加息预期还需观察接下来一个月美国的通胀走势及此次银行业危机的后续进展，若此次风险事件能够妥善解决，我们预计联储 5 月将再次加息 25bp 后停止加息，但降息时点或不会较快开启，联储或将于今年年末或明年开

启降息。风险提示：变种病毒超预期传播、宏观经济增速不及预期、全球“再通胀”超预期、地缘风险超预期。

(证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭 研究助理：徐沐阳 研究助理：徐津晶)

固收点评 20230401：绿色债券周度数据跟踪（20230327-20230331）

观点 一级市场发行情况：本周（20230327-20230331）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 24 只，合计发行规模约 285.87 亿元，较上周减少 510.27 亿元。发行年限以 7 年及以下中短期为主；发行人性质以中央国有企业、中央国有企业和地方国有企业为主；主体评级以 AA、AA+和 AAA 为主。发行人地域以北京市、广东省、湖北省、江苏省、山东省、上海市和天津市为主。发行债券种类为公司债、企业债、超短期融资券、券商专项资产管理、商业银行普通债、政策性银行债、中期票据和资产支持票据。二级市场成交情况：本周（20230327-20230331）绿色债券周成交额合计 360 亿元，较上周增加 115 亿元。分债券种类来看，成交量前三为金融机构债、非金公司信用债和利率债，分别为 200 亿元、119 亿元和 30 亿元。分发行期限来看，3Y 以下绿色债券成交量最高，占比约 88.05%，市场热度持续。分发行主体行业来看，成交量前三的行业为金融、公用事业和交通运输，分别为 563 亿元、86 亿元和 14 亿元。分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、上海市和广东省，分别为 438 亿元、163 亿元和 63 亿元。估值偏离%前三十位个券情况：本周（20230327-20230331）绿色债券周成交均价估值偏离幅度不大，折价成交幅度和成交比例均低于溢价成交。折价个券方面，折价率前二的个券为 20 奉化绿色债（-0.25%）和 22 广东债 03（-0.19%），其余折价率均在 -0.1% 以内，主体行业以公用事业和金融为主，中债隐含评级以 AAA-评级为主，地域分布以北京市、广东省和浙江省居多。溢价个券方面，溢价率前三的个券为 21 潍财 G1（4.35%）、22 河钢集 GN002（1.77%）和 22 诸新绿色债 01（1.05%），其余溢价率均在 0.5% 以内。主体行业以金融和公用事业为主，中债隐含评级以 AAA-评级为主，地域分布以北京市、上海市和广东省居多。风险提示：Choice 信息更新延迟；数据披露不全。

(证券分析师：李勇 研究助理：徐津晶)

固收点评 20230401：二级资本债周度数据跟踪（20230327-20230331）

观点 一级市场发行与存量情况：本周（20230327-20230331）银行间市场及交易所市场共新发行二级资本债 5 只，发行规模为 176.00 亿元，较上周减少 1,356.00 亿元，发行年限为 10Y，发行人性质为地方国有企业和民营企业，发行人以农商行和城商行为主，主体评级为 AAA、AA+、AA-，发行人地域为广东省、河北省和浙江省。截至 2023 年 3 月 31 日，二级资本债存量余额达 35,968 亿元，较上周末（20230324）增加 187 亿元。二级市场成交情况：本周（20230327-20230331）二级资本债周成交量合计约 1,263 亿元，较上周减少 327 亿元，成交量前三个券分别为 23 农行二级资本债 01A（66.51 亿元）、20 中信银行二级（44.23 亿元）、21 建设银行二级 01（36.42 亿元）。分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、上海市和福建省，分别约为 831 亿元、128 亿元和 66 亿元。从到期收益率角度来看，截至 3 月 31 日，5Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为：-3.45BP、-4.55BP、-5.55BP；7Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为：-3.08BP、-4.34BP、-5.34BP；10Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为：-3.75BP、-5.31BP、

-6.31BP。 估值偏离%前三十位个券情况： 本周（20230327-20230331）二级资本债周成交均价估值偏离幅度整体不大，折价成交幅度低于溢价成交，折价成交比例高于溢价成交。折价个券方面，折价率前三的个券为 17 滨海农商二级 01 (-1.10%)、19 桂林银行二级 02 (-0.85%) 和 16 唐山农商二级 (-0.81%)，其余折价率均在-0.8%以内。中债隐含评级以 AAA-评级为主，地域分布以北京市、s 上海市和广东省居多。 溢价个券方面，溢价率前二的个券为 23 武义农商行二级资本债 01(6.30%)和 22 汉口银行二级 01(4.78%)，其余溢价率均在 3%以内。中债隐含评级以 AAA-评级为主，地域分布以北京市、浙江省和山东省居多。 风险提示：Choice、Wind 信息更新延迟；数据披露不全。

(证券分析师：李勇 研究助理：徐津晶)

行业

食品饮料行业跟踪周报：白酒渠道改革持续，餐饮降本增效弹性显著

投资要点 白酒：针对经销商渠道改革各有千秋。1) 金种子酒：头号种子将打破白酒运营顽疾，与华润渠道强强联合。头号种子有望与华润强势的啤酒渠道强强联合，此外公司将头号种子作为解决白酒价格倒挂和渠道压货等问题的第一炮。2) 贵州茅台：22 年高质量兑现，直销占比 40%，23 年延续 15% 增速目标。全年直销占比 40%，产品价格提升幅度超预期，公司明确 2023 年总收入较上年度增长 15%，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。 大众品：2023 年业绩均有望稳中向好。1) 蒙牛乳业：鲜奶+冰淇淋助力增长，整体利润率向好。鲜奶和冰淇淋是未来核心增长点，常温业务的基础白+特仑苏等品类稳中向好，公司未来整体利润率向好，竞争格局有望逐步改善。2) 莱茵生物：收入符合预期，植提业务稳步增长。天然甜味剂快速增长，芬美意订单顺利履约，国内客户合作陆续推进，非公开发行落地，布局合成生物夯实长期优势。3) 颐海国际：2022 年业绩超预期，期待第三方成长潜力。2022H2 第三方增速回暖，2023 复调发力 B 端，产研创新持续，管理架构优化，渠道改革持续。 泛餐饮：疫情期间降本增效成果显现，继续看好疫情后复苏。1) 奈雪的茶：23 年一季度恢复较好，全年有望加速开店至 600 家。公司生意不错所以暂不考虑加盟战略，2023Q1 是淡季但单店日销恢复较好，2023 年计划开店 600 家（高于此前预期 350-400 家），2023 年和远期净利率目标 5% 和 10%。2) 海底捞：H2 业绩大幅回暖，看好 23 年恢复弹性。持续降本增效成效显著，业绩表现符合预期，经营表现稳健，新开门店&中国港澳台地区门店表现良好。3) 特海国际：实现正向盈利，加强本土渗透。坚持本土化推进，80% 是当地雇员，成本控制显著，在 2022 年原材料成本占比从 36.4% 下降到 35.2%。4) 呷哺呷哺：2023 年继续扩张门店但缩小面积，持续改善单店成本。单店成本高企，将持续改善租售比，2023 年预期降低 3000 万元预算，此外门店继续扩张但缩小面积。5) 海伦司：发力下沉市场，完善门店迭代。22 年门店深度调整，新模式有望助力市场下沉，随着公司持续降本增效和单店日销的修复，23 年单店模型弹性可期。6) 广州酒家：业绩符合预期，看好疫后复苏潜力。2022Q4 速冻高增持续但餐饮承压，经销商渠道不断优化，省内外经销商数量均有增长。7) 华住集团：疫情后复苏良好，产品结构持续优化。规模持续扩张，品牌矩阵持续完善，坚持降本增效，疫情后 RevPar 复苏明显。 风险提示：疫情反复、宏观经济波动、食品安全问题、复苏不及预期。

(证券分析师: 汤军 证券分析师: 王颖洁 证券分析师: 李昱哲)

AI时代新起点, 寻新投资方向(二) 海内外AI应用之游戏篇

nAI 赋能内容生产, 实现游戏制作的降本增效。游戏作为集美术、动画、音乐、文字等多模态内容为一体的娱乐内容, 制作内容及流程非常复杂, 因此一直存在着“不可能三角”, 即在给定产品质量水准的前提下, 无法实现快速、低成本的制作。我们认为短中期, 诸如 Stable Diffusion、GitHub Copilot、以及育碧公布的一键生成 NPC 台词的 AI 工具 Ghostwriter 等, 将提升文本、图像、音频、代码等内容的生产效率, 提升人效天花板, 打破创意落地的产能限制, 缩短游戏制作周期, 降低游戏制作成本。n 长期看好 AI 创新玩法, 扩大玩家规模及 ARPU, 打开行业想象空间。Ø 智能 NPC 提高游戏内互动性, 有望提升玩家活跃度及流水。我们认为 AI 驱动下的智能 NPC, 将摆脱传统游戏中的工具人属性, 能实现与玩家更为多元有意义的互动, 提升游戏开放性和可玩性, 进而有望带动玩家活跃度及付费额上行, 实现增收。Ø AI 带来更为自由开放的玩法, 期待新创意、新爆款的生产。AIGC 文本的成熟已催生出 Character.AI、Glow、AI Dungeon 等 AI 互动玩法应用, 已具备文字冒险类游戏、乙女游戏的雏形, 但玩法自由度远超传统游戏, 我们期待 AIGC 图像、3D 资产、代码等技术逐步成熟, 有望产生更多 AI 原生玩法。n 投资建议: AI 技术进步持续超预期, 应用端也有诸多创新玩法落地, 我们认为在行业快速发展阶段, 应当紧密跟踪海内外“AI+”玩法, 把握行业发展方向, 有助于挖掘下一个新创意、新爆款品类。映射至国内投资标的, 我们建议关注具备大模型或接入大模型能力, 积极尝试布局 AI, 且游戏产品力出众的厂商, 我们推荐昆仑万维、恺英网络、三七互娱、吉比特、名臣健康、创梦天地、完美世界等, 建议关注盛天网络、汤姆猫、中文在线等。风险提示: AI 相关技术/应用发展不完善、AI 基础设施不及预期、AI 伦理风险。

(证券分析师: 张良卫 证券分析师: 周良玖 研究助理: 陈欣)

汽车行业点评报告: 新势力跟踪之 3 月销量点评: 9 家新势力合计交付环比+11.88%

投资要点 3 月新势力车企整体交付量环比+11.88%。9 家新能源乘用车重点车企 3 月新能源汽车交付量合计 31.41 万辆, 同环比分别+66.59%/+11.88%, 3 月工作日较 2 月增加 3 天有助产销安排+终端需求逐步恢复综合影响下新势力车企 3 月交付环比提升。一线新势力车企: 1) 理想: 3 月理想共交付新车 20823 辆, 同环比分别+88.72%/+25.29%。Q1 共交付 5.26 万辆, 同比+65.8%。新车方面, L7 Air 及 L8 Air 车型将于 4 月交付。渠道方面, 截至 3 月底理想在全国有 299 家零售中心, 环比 2 月+1 家, 单店效能为 70 辆/家, 环比+24.87%。2) 小鹏: 3 月交付 7002 辆, 同环比分别-54.57%/+16.51%, 小鹏 P7 交付 3030 辆, 环比+32%。新车方面, 改款 P7i 已于 3 月 10 日上市, 推动销量和盈利能力持续增长。3) 蔚来: 蔚来 3 月共交付新车 10378 辆, 同环比分别+3.94%/-14.63%。销售网络方面, 2023 年 3 月蔚来新增布局 5 家蔚来中心+1 家蔚来空间。补能体系方面, 新增 8 座换电站(其中 1 座高速公路换电站)。其他新势力车企: 交付环比均有明显提升。1) 哪吒汽车: 3 月交付 12293 辆, 同环比分别+2.22%/+22.04%。哪吒首个海外工厂泰国生产基地奠基, 为哪吒出口东盟做好产能准备。2) 零跑汽车: 3 月实际交付 6172 辆, 同环比分别-38.64%/+93.00%, C11 增程正式开启交付。3) 广汽埃安: 3 月终

端销量 40016 辆，再创历史新高，同环比分别+96.96%/+33.01%。4) 吉利极氪：3 月交付 6663 辆，同环比分别为+271.20%/+22.14%。补能设施方面，截至 3 月 ZEEKR Power 已在全国 119 个城市布局了 660+ 座自建充电站（不包括专用场站），补能体系不断完善。5) 问界：3 月赛力斯交付 3679 辆，同环比+16.42%/+4.96%（公司公告口径，AITO 3 月销量未披露）。投资建议：综合基本面和估值比较分析，2023 年板块配置目前排序：客车>重卡/两轮车>乘用车/零部件。1) 客车板块：上行周期或刚开始。2023 年或开始新一轮上行周期（国内大中客均值回归+出口进入持续快车道等）。受益排序：龙头率先【宇通客车】，后期或扩散龙二/龙三【金龙汽车/中通客车】等。2) 重卡板块：迎小周期的复苏阶段。2016 年重卡迎来了一轮周期的上行阶段（国标切换&治超&集中换车等共同驱动），2021-2022 年进入了这轮周期的下行阶段，2023 年或迎来小周期的复苏阶段&下一轮大周期的准备期（经济稳增长+国标切换+出口增长+新能源转型等）。受益排序：中国重汽/潍柴动力/汉马科技/中集车辆等。3) 电动两轮车板块：上行周期的业绩兑现阶段。2017-2022 年迎来上行周期（新国标实施+配送服务需求）且头部企业集中度持续提升，2023 年总体趋势或仍延续。核心受益头部企业：雅迪控股/爱玛科技。4) 乘用车板块：价格战正在进行时。投资层面，短期（1 年内）视角板块仍需消化价格战。长期（1-2 年以上）视角依然对自主品牌全球崛起充满信心【比亚迪/理想/长城/吉利/蔚来/小鹏/长安/上汽/广汽】等。5) 零部件板块：基本与乘用车一荣俱荣，一损俱损。短期（1 年内）视角优选业绩与国内乘用车价格战相关度较低的品种【中国汽研/岱美股份/爱柯迪】等。中长期（1-2 年以上）视角建议核心围绕“具备出海综合优势”布局优质零部件品种（福耀/拓普/旭升/文灿/爱柯迪/新泉/岱美/继峰/德赛/华阳/伯特利/星宇等）。风险提示：全球地缘政治不确定性增大；全球经济复苏低于预期等

（证券分析师：黄细里 研究助理：杨惠冰）

锂电回收行业跟踪周报：锂价&折扣系数持续下降，再生盈利稳定

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（2023/3/27~2023/3/31）项目平均单位碳酸锂毛利为 1.26 万元/吨（上周为 2.32 万元/吨），平均单位废料毛利为 0.20 万元/吨（上周为 0.37 万元/吨），锂回收率每增加 1%，平均单位废料毛利增加 0.035 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 2023/3/31，1) 碳酸锂价格下降。金属锂价格为 229.50 万元/吨，本周同比变动-0.9%；电池级碳酸锂（99.5%）价格为 23.8 万元/吨，本周同比变动-13.5%。2) 硫酸钴价格微降。金属钴价格为 29.80 万元/吨，本周同比变动-2.9%；前驱体：硫酸钴价格为 4.00 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 18.35 万元/吨，本周同比变动+0.1%；前驱体：硫酸镍价格为 3.70 万元/吨，本周同比变动-1.3%。4) 硫酸锰价格维持，低于 2021 年水平。金属锰价格为 1.63 万元/吨，本周同比变动-0.6%；前驱体：硫酸锰价格为 0.64 万元/吨，本周同比变动-1.5%。折扣系数持续回落。截至 2023/3/31，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 107，本周同比变动-10.0pct；2) 三元 523 极片&电池黑粉（10%<Ni<25%,6%<Co<15%）折扣系数平均 124，本周同比变动-11.6pct；3) 三元极片粉锂折扣系数平均 56，本周同比变动-1.0pct；4) 三元极片粉钴折扣系数平均 59，本周同比变动-0.5pct；5) 三元极片粉镍折扣系数平均 59，本周同比变动-0.5pct；6) 磷酸铁锂电池（1%<Li<2%）折扣系数平均 27，本周同比变动-7.0pct；7) 钴酸锂电池（20%<Co<24%）折扣系数平均 81，本周同比变动-3.0pct。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）

石油石化行业点评报告：OPEC+突发减产，削减规模超过 160 万桶/日

投资要点 事件：沙特以及其他 OPEC 和多个非 OPEC 成员国相继宣布削减产量，自 2023 年 5 月起至 2023 年年底，削减石油总量超 160 万桶/日，约占全球原油产量的 1.5%。产油国削减石油总量超 160 万桶/日，其中俄罗斯、沙特减产幅度最大：自 2023 年 5 月起至 2023 年年底，沙特以及其他 OPEC 和多个非 OPEC 成员国自愿削减石油产量，其中：1) 俄罗斯：将自愿减产 50 万桶/日的石油产量。2) 沙特：实施自愿减产 50 万桶/日的计划。3) 阿联酋：自愿将石油产量降低 14.4 万桶/日。4) 哈萨克斯坦：将为 OPEC+减产贡献 7.8 万桶/日。5) 阿尔及利亚：将削减 4.8 万桶/日的石油产量。6) 科威特：将自愿削减 12.8 万桶/日的石油产量。7) 阿曼：将减少 4 万桶/日的石油产量。8) 伊拉克：将削减 21.1 万桶/日的石油产量。多国减产，旨在支持高度波动的全球石油市场&维护能源安全：当前全球石油市场波动剧烈，截止至 2023 年 3 月 31 日当周，布伦特原油期货结算价为 79.77 美元/桶，较上月下降 4.1 美元/桶（环比-4.9%），年初至今下降 2.3 美元/桶（环比-2.8%），较去年同期下降 28.1 美元/桶（同比-26.1%）。全球石油市场需要透明的政策和措施来保障长期能源安全，因而此次多个产油国的大规模减产主要是为了支持石油市场而采取的预防性措施。从减产的基准石油产量水平来看，沙特自愿减产是在 2022 年 10 月 5 日举行的第 33 届 OPEC 和非 OPEC 部长级会议上达成的减产协议的基础上进行的，而俄罗斯则是从今年 2 月份的第三方来源评估的平均产量水平开始削减。油价观点：预计 2023 年油价仍然高位运行：供给端：紧张。能源结构转型背景下，国际石油公司依旧保持谨慎克制的生产节奏，资本开支有限，增产意愿不足；受制裁影响，俄

罗斯原油增产能力不足且会一定程度下降；OPEC+供给弹性下降，减产托底油价意愿强烈，沙特控价能力增强；美国原油增产有限，长期存在生产瓶颈，且从2022年释放战略原油库存转而进入2023年补库周期。需求端：增长。今年上半年国内经济恢复但海外经济衰退，下半年国内外经济都进一步恢复，需求端呈现前低后高的格局。综合国内外来看，全球原油需求仍保持增长态势。另外，通过复盘1970年代和1980年代两次石油危机叠加美联储加息导致经济衰退背景下的油价表现，我们认为，2023年即便发生经济衰退，但由于美联储为了复苏经济将加息趋缓甚至采取降息措施，沙特主导的OPEC+通过控制产量支撑油价、非OPEC无法大规模增产，油价出现大幅暴跌可能性较小，油价或将持续高位运行。相关上市公司：中国海油/中国海洋石油（600938.SH/0883.HK）、中国石油/中国石油股份（601857.SH/0857.HK）、中国石化/中国石油化工股份（600028.SH/0386.HK）、中海油服（601808.SH）、海油工程（600583.SH）、海油发展（600968.SH）、石化油服/中石化油服（600871.SH/1033.HK）、中油工程（600339.SH）、石化机械（000852.SZ）。风险提示：1）地缘政治因素对油价出现大幅度的干扰。2）宏观经济增速严重下滑，导致需求端严重不振。3）新能源加大替代传统石油需求的风险。4）OPEC+联盟修改石油供应计划的风险。5）美国解除对伊朗制裁，伊朗原油快速回归市场的风险。6）美国对页岩油生产环保、融资等政策调整的风险。7）全球2050净零排放政策调整的风险。

（证券分析师：陈淑娴 证券分析师：郭晶晶）

环保行业跟踪周报：数字化助力环境技术龙头份额&附加值双升，中特估推动环保国企价值重估

投资要点 重点推荐：美埃科技，景津装备，三联虹普，赛恩斯，新奥股份，天壕环境，国林科技，凯美特气，仕净科技，英科再生，高能环境，九丰能源，宇通重工，光大环境。建议关注：ST龙净，盛剑环境，再升科技，金科环境，卓越新能，华特气体。数字化赋能生态环保发展，关注环保核心技术龙头份额+附加值双升。数字中国建设加速，2023年2月《数字中国建设整体布局规划》发布，2023年3月能源局要求加快推进能源数字化智能化发展。数字技术应用于环境监测有助于精准识别及时追踪环境问题，同时智能电网、智慧水务、物联网等提升环境治理效率。数字化应用助力核心技术龙头提升份额+附加值，建议关注【金科环境】水务数字化软件促智慧化应用升级，市场加速推广。重点推荐【三联虹普】合作华为AI技术植入客户纺丝。建议关注【大禹节水】深耕“移动互联网+智慧水务服务”；【雪迪龙】【力合科技】【聚光科技】自动化智能化环境监测，高端科学仪器迎国产化突破。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。证监会提出探索建立具有中国特色的估值体系，政府工作报告要求深化国资国企改革，提高国企核心竞争力。截至2023/3/31，地方国企/中央国企仅占环保板块数量的23%/5%，贡献33%/7%市值。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2015/1/1-2023/3/31 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%。温室气体自愿减排项目方法学公开征集，扫清CCER重启技术障碍。我国已备案的方法学有200个，涉及16个领域，随双碳目标实施到更新、扩容关键时期，具备条件的项目业主、行业协会以及科研机构、大专院校等企事业单位均可提出，可以是原有已备案方法学的修订或新的方法学。关注泛半导体等环保设备+再生资源+天然气投资机

会。(1) 技术驱动设备龙头：① 半导体配套：A) 耗材：进入高端制程/外资客户，重点推荐【美埃科技】电子洁净过滤设备，海外大厂+耗材占比提升驱动加速成长；建议关注半导体洁净室上游滤材和过滤器设备【再升科技】；电子特气新品类突破、制程升级，重点推荐【凯美特气】，建议关注【华特气体】。B) 设备：国产化，份额显著突破：建议关注半导体制程废气处理【盛剑环境】；重点推荐【国林科技】臭氧发生器介入半导体清洗，国产化从 0 到 1。② 压滤设备：重点推荐【景津装备】全球压滤机龙头，下游新兴领域促成长，配套设备+出海贡献新增长极。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，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，数字化软件促智慧化应用升级，促份额提升。光伏再生水开拓者，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、污废水治理新技术，政策驱动下游应用打开+紫金持股。欧洲碳需求驱动：再生塑料减碳显著，欧盟强制立法拉动需求，重点推荐【三联虹普】尼龙&聚酯再生 SSP 技术龙头，携手华为云首个纺丝 AI 落地；【英科再生】。生物油原料供应修复单位盈利回升。欧盟减碳加码&生柴原料限制下，UCOME 迎替代性成长良机。建议关注【卓越新能】。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) 天然气：重点推荐【新奥股份】龙头转口气稳定性提升，【天壕环境】稀缺管道资产+布局气源，【九丰能源】。最新研究：美埃科技：核心产品毛利率&净利率齐升，盈利能力增强。绿动动力：业绩平稳增长，国补回款加速现金流大幅改善。锂电回收周报：锂价&折扣系数持续下降，再生盈利渐企稳。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)

钢铁行业跟踪周报：库存降幅略有扩张，供给限产待落地

行业观点：库存降幅略有扩张，供给限产待落地。本周上海终端线螺走销量 1.7 万吨，环比增 16.3%，同比增 36.8%，需求表现良好。唐山市启动重污染天气 II 级应急响应，鼓励企业自主减排，多家钢厂表示计划烧结限产 30%-50%，但尚未落地。因此，本周五大钢材品种产量未受明显影响，环比增 1.5%。本周去库幅度略有扩张，总库存环比降 2.4%。同时本周进口矿价格上涨 4.7%，对钢价形成一定支撑，国内钢材指数环比上涨 0.79%。五大品种即时毛利为 785 元/吨，环比涨 6.2%。叠加当前估值、价格低位，我们对周期股的观点逐步转向乐观。周期标的的首推柳钢股份、华菱钢铁、宝钢股份、河钢资源、鄂尔多斯；新材料股继续推荐广大特材、望变电气等。行情回顾：本周（3 月 26 日-3 月 31 日）申万钢铁环比减 1.2%，落后上证综指 1.0%。涨幅居前的个股为云鼎科技（28.5%）、上海钢铁（28.3%）、法尔胜（26.4%）。本周螺纹钢、热卷、铁矿石、焦炭期货主力合约最新报价分别为 4161 元/吨、4292 元/吨、907 元/吨、2744 元/吨，较上周（3 月 19 日-3 月 24 日）分别变动 1.3%、0.9%、4.7%、0.3%。行业动态：普钢：本周钢材社会库存 1478 万吨，环比减 2.3%；其中长材库存 996 万吨，环比减 2.3%；板材库存 482 万吨，环比减 2.5%。三月中旬钢厂库存均值 1896 万吨，环比增 7.1%。本周全国 237 家钢贸商出货量 16.8 万吨，环比减 13.4%；本周上海终端线螺走销量 1.7 万吨，环比增 16.3%。本周跟踪的螺纹、热轧、冷轧、中厚板成本滞后毛利分别为 652 元/吨、678 元/吨、467 元/吨、779 元/吨。铁矿：本周澳、巴、印铁矿石发货量 2403 万吨，环比减 0.1%；北方 6 港到港量 995.4 万吨，环

比减 11.7%。本周铁矿石港口库存 13461 万吨，环比减 1.1%。本周港口进口矿日均疏港量 315.9 万吨，环比增 4.1%。 焦煤焦炭：焦炭市场价格弱稳运行，焦企出货基本正常，部分焦企保持限产；本周炼焦煤市场中偏弱运行，产地端价格下调 40-200 元不等。 硅铁硅锰：本周硅锰现货市场承压运行，各方谨慎观望，整体市场交投氛围清淡；本周硅铁期货波动较大，供给偏低，后期有望提振信心。 特钢：本周模具钢市场价格震荡下行，需求较为孱弱，整体成交偏弱；本周全国优特钢价格窄幅震荡，市场整体表现有所改观；国内工业线材旺季需求期未迎来明显突破。 不锈钢：镍矿价格继续下跌；铬矿市场平稳运行，实际成交有限；不锈钢期货盘面跌幅拉大，下游企业谨慎观望。 风险提示：房地产下滑，制造业回暖不及预期。

(证券分析师：杨件)

商贸零售行业跟踪周报：化妆品龙头业绩表现坚挺，板块估值低位建议关注

本周行业观点（本周指 2023 年 3 月 27 日至 3 月 31 日，下同） 近期多家化妆品龙头上市公司公布 2022 年年报，业绩表现总体坚挺。(1) 贝泰妮：2022 年实现营收 50.1 亿元（同比+24.7%，下同），实现归母净利润 10.5 亿元（+21.8%），基本符合市场预期。其中，护肤/医疗器械/彩妆/其他分别实现营收 45.6/3.9/0.5/0.2 亿元，分别同增 26%/19%/0.1%/10%。(2) 华熙生物：2022 年实现营收 63.6 亿元（+28.5%），实现归母净利 9.7 亿元（+24.1%），实现扣非归母净利 2.5 亿元（+16.0%）。2022 年扣非归母净利润增速略超市场预期。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%。(3) 巨子生物：2022 年实现营收 23.6 亿元（+52.3%），实现归母净利 10.0 亿元（+21.0%），实现经调整净利 10.6 亿元（+24.1%）。营收、经调整净利增速均超此前市场预期。其中，可复美/可丽金分别实现营收 16.1/6.2 亿元，分别同增 80%/18%。线上 D2C 渠道高速增长，同增 111%。(4) 鲁商发展：2022 年实现营收 129.5 亿元（+4.8%），实现归母净利润 0.5 亿元（-87.4%）。其中，颐莲/瑗尔博士分别实现营收 7.1/10.6 亿元，分别同增 10.3%/42.3%。 展望 2023 年趋势向好，贝泰妮发布股权激励计划，板块估值相对低位建议关注。展望 2023 年板块内主要龙头公司均呈现较快的增长趋势，其中贝泰妮于 3 月 30 日发布 股权激励计划，激励考核目标是以 2022 年为基数，2023~2025 年营收&归母净利润均分别同增 28%/26%/24%（实际考核累积值，并剔除激励费用）。本次股权激励对象包括董事、高管、核心技术&管理人员共 298 人，覆盖范围交广。从估值角度看，我们预计 2023 年贝泰妮/华熙生物/巨子生物/鲁商发展的归母净利润分别为 13.5/13.1/13.2/4.1 亿元，对应 PE 分别为 40x/42x/32x/26x，板块估值总体位于相对低位，建议持续关注。 推荐标的：珀莱雅，贝泰妮，华熙生物，巨子生物，鲁商发展，丸美股份等。 风险提示：行业渗透率增速不及预期，行业竞争加剧，宏观经济周期等。

(证券分析师：吴劲草 证券分析师：石旻瑄 证

券分析师：张家璇 证券分析师：谭志千 证券分析师：阳靖)

国防军工行业跟踪周报：外交与军事博弈持续密集，报告季业绩扰动因素行将落地，中期调整有望带来行业贝塔

投资要点 上周行业走势情况 上周军工（申万）全周涨跌幅为 -3.09%，行业涨幅排名 30/31 位。近期以军工信息化为代表的新域新质方向持续为结构性的强势所在；国资委表态支持居于链长环节的央企军工发展，为军工中长期发展提供政策确定性，行业有望迎来“军工信息化科技成长+军工央企改革增效”双轮内生驱动。军工行业后

续有两点变化预期。一是四月份是年报和一季报的密集披露期，近期某些个股不及预期的年报业绩披露也造成了二次下跌，行业有望在本月业绩靴子最终落地后消除压制因素；二是今年是十四五中期调整年份，调整的方向依然是对首战即用的装备，进行作战效能的提升以及成本的不断优化，在恰当的性价比之下进行提速扩量，可能在二季度形成增量订单下达，将有望为军工带来行业性的贝塔机会。上周几个重点事项 多国政要与商业代表开启访华热。近期，多国政要争相或者计划访华。上周，新加坡、马来西亚和西班牙三国首脑同步访华，后续还有巴西、中亚四国、法国、欧盟、日本等等，美国国务卿布林肯，也派出中国事务协调办公室的负责人来访中国铺路。访华热开启表明部分西方国家不愿意在中美之间选边站，看好中国经济发展的中长期前景，意识到与中国作为努力推动世界和平与稳定的主要动力合作的重要性。马英九返陆祭祖增进交流，蔡英文窜美或将引爆新一轮台海热点。3月27日至4月7日，马英九返大陆祭祖。3月29日，蔡英文启程过境美国前往中美洲，4月4日和5日还要第二次过境美国。对于倚美谋独的蔡英文窜台，我外交部和国台办发出了严正警告。去年8月份佩洛西窜台，解放军回应以的围台军演，此次大陆同样将以坚决措施回击，解放军多架次军机分五路跨越“海峡中线”，并驱离了分别于“海峡中线”南北端接近中国大陆空域的2架美军侦察机和1架空中加油机。全球武器弹药加速扩产，弹药供应与储备尤为紧迫。近期各国都在提高军费抢购武器装备，为未来可能的战争做准备。当地时间3月29日，美军参谋长联席会议主席马克·米利在众议院发出警告称，如果美国和另外一个大国爆发战争，美军需要小号的军火和弹药量将达到一个“难以置信”的水平，美国需要加紧增产弹药来补足军火库。这种“言论”无疑会制造地区紧张氛围，甚至可能引发大国之间的军备竞赛。俄罗斯在白俄部署核武器，美海空编队对华挑衅，军事博弈持续升级。随着瑞典、芬兰入约已经成为定局，北约可能要部署30万军队到俄边境，普京宣布在白俄罗斯部署核武器。美国空军在3月30日和4月1日出动B-52H战略核轰在第一岛链附近跨洋巡航挑衅。4月份美菲联合演习也将开启，中国也在不久前设下了长达38天的军演禁航令，针对性升级的意味浓厚。关注标的：考虑军费增速超预期，外交与军事博弈升级，从主题向基本面切换的需求，建议关注核心赛道，尤其是下游主机厂标的。两个条线值得关注：（1）军工集团下属标的兼顾改革增效可挖掘的点：中航西飞、江航装备、中航沈飞、中航高科；（2）新订单、新概念、新动量：中无人机、航天电子、华如科技、康拓红外、中天火箭。风险提示：成飞借壳审批风险、业绩不及预期风险、改革不及预期风险。

（证券分析师：苏立赞 证券分析师：钱佳兴 研究助理：许牧）

有色金属行业跟踪周报：基本金属去库持续，关注电解铝企业盈利扩张

行业观点：基本金属去库延续，关注电解铝企业盈利扩张。美国2月核心PCE略低于预期，欧元区3月CPI为22年2月以来最小升幅。1）基本金属：旺季延续，本周铜、铝去库幅度分别为4%、3%；铜、铝价运行状态仍需关注供应端释放情况。由于动力煤、预焙阳极价格偏弱运行，本周电解铝企业吨盈利小幅扩张600元。2）贵金属：美国银行风险事件得到部分解决，避险情绪有所消退，贵金属价格小幅回调；但美国加息尾声渐进，我们仍然看好贵金属上行趋势。3）小金属方面，由于钢招较为平淡，钼、五氧化二钒价格均持续下探；后续钢招回暖有望拉升钼和五氧化二钒价格。镉价或受极地黄金拍卖

库存影响延续，价格小幅回调；看好光伏需求充分释放后铜价中枢上移。4) 稀土：2023 年第一批指标发布，轻稀土相对宽松，而重稀土指标有所下滑；看好后续稀土价格探底回升。继续首推贵金属板块的浩通科技；建议关注山东黄金、紫金矿业。关注具备高成长性的铜标的和高弹性的铝标的：洛阳钼业、金诚信、西部矿业、云铝股份和神火股份。稀土板块建议关注三川智慧，广晟有色和中国稀土。行情回顾：本周（3 月 27 日—3 月 31 日），沪深 300 指数上涨 0.59%，收于 4050.93 点。有色金属（申万）指数下滑 0.85%，收于 4865.39 点。有色金属细分子行业中，按申万三级指数：铜、铝、铅锌、黄金、小金属、金属新材料分别收于 560.55、770.66、561.95、1233.02、1198.20 和 1195.03 点，涨跌幅分别为 0.52%、-1.65%、-0.09%、1.57%、-0.38% 和 0.03%。个股涨幅前五的公司为西部材料、盛达资源、中金黄金、豫光金铅、金钼股份。行业动态：稀土磁材：本周稀土价格震荡调整，轻稀土价格弱势调整，中重稀土价格上涨，预计短期内稀土价格稳中小幅震荡。锂：金属锂价格回落，下游需求疲软，铁锂厂观望情绪较浓唯恐高位采购锂盐与前驱体。钴：国际市场表现平稳，国内钴矿市场行情偏稳运行。铝：本周国产铝矾土市场价格重心暂无明显调整，较上周市场报价基本持平。铜：铜价高位抑制消费，季度末期下游需求表现不佳，铜板带下游需求乐观，市场供需缓慢增长。贵金属：本周金银价格震荡运行，重心较上周上移。其他金属：本周央行降准全面落地，加大经济刺激力度，预计将给整体有色带来更多利多驱动。风险提示：房地产下滑；制造业回暖不及预期。

（证券分析师：杨件 证券分析师：王钦扬）

【周期轮回】视角看 2023 年汽车：理性与感性的平衡

板块整体：站在大周期视角下，汽车板块正处于第 4 个周期中（2005 年开始算起），目前板块估值（以 SW 汽车 PB 口径）处于历史中等偏下水平（约 2 倍 PB），板块内部基本面分化明显。综合基本面和估值比较分析，2023 年板块配置目前排序：客车>重卡/两轮车>乘用车/零部件。风险提示：终端价格战超出预期；新能源汽车行业发展增速低于预期等

（证券分析师：黄细里）

电力设备行业跟踪周报：锂电和光伏估值预期均低位，需求逐步弱复苏

投资要点 电气设备 9315 上涨 1.02%，表现强于大盘。本周（3 月 27 日-3 月 31 日，下同）光伏涨 1.58%，发电设备涨 1.39%，风电涨 1.35%，新能源汽车涨 1.02%，电气设备涨 1.02%，发电及电网跌 0.02%，核电跌 0.08%。涨幅前五为宇通客车、中际旭创、三变科技、三花智控、露笑科技；跌幅前五为*ST 融捷、通达股份、华仪电气、必康股份、银星能源。行业层面：储能：广东：印发新型储能参与电力市场交易方案，明确源网荷各侧储能交易规则；云南：发布加快光伏发电发展通知，要求按 10% 配置调节资源可自建或购买储能服务；浙江：发布促进新能源高质量发展实施意见，规划新型储能装机达 4GW；广西：印发 2023 年储能项目投资计划，2023 年规划装机 2.02GW/4.43GWh；英国：英国基础设施银行将投资 2 亿英镑，以支持能源转型的储能技术。电动车：韩国政府积极评价美国《通胀削减法案》细则指南；知情人士称特斯拉寻求与宁德时代合作在美建厂；西班牙将于 7 月为电动汽车和电池提供欧盟资金；巴西总统将推动比亚迪收购福特巴西工厂的计划；特斯拉柏林工厂实现周产 5000 辆目标；宁德时代与 HGP 建立合作伙伴关系，共同推动 5GWh 电池储能应用落地；埃安发布弹

匣电池 2.0 电池安全技术，成功通过枪击试验；4 月广汽埃安销 4 万辆，同环比+97%/+33%；蔚来销 1.04 万辆，同环比+4%/-15%；小鹏销 0.70 万辆，同环比-55%/+17%；理想销 2.08 万辆，同环比+89%/+25%；零跑销 0.62 万辆，同环比-39%/+93%；创维销 0.13 万辆，同环比-37%/-13%；极氪销 0.67 万辆，同环比+271%/+22%；长江有色金属钴 29.8 万元/吨，本周-2.9%；MB 钴（高级）18.25 美元/磅，本周环比持平；MB 钴（低级）16.90 美元/磅，本周+0.1%；上海金属网镍 18.30 万元/吨，本周环比持平；长江有色金属锰 1.63 万元/吨，本周-0.6%；百川工业级碳酸锂 20.8 万元/吨，本周-7.6%；SMM 电池级碳酸锂 23.8 万元/吨，本周-13.5%；SMM 国产氢氧化锂 33.25 万元/吨，本周-9.8%；百川磷酸铁锂电解液材料 3.4 万元/吨，本周-8.1%；百川六氟磷酸锂 9.5 万元/吨，本周-24.0%；三元 523 型前驱体材料 9.05 万元/吨，本周-2.7%；SMM 磷酸铁锂动力正极材料 9.15 万元/吨，本周-13.3%；百川石油焦 0.25 万元/吨，本周-16.3%；SMM 国产 9um 湿法隔膜 1.2 元/平，本周环比持平；SMM 方形铁锂电池 0.74 元/wh，本周-3.9%；8 μm 国产铜箔加工费 20.5 元/公斤，本周环比持平。新能源：能源局重磅政策《国家能源局关于加快推进能源数字化智能化发展的若干意见》出炉；光伏用地新标准：三部委发文明确农、林、草使用规则；欧盟敲定临时协议：到 2030 年可再生能源占比目标由 32%提高至 42.5%；英国启动 1.6 亿英镑漂浮式海上风电制造投资计划；1-2 月光伏各环节产量再创新高；新工艺，加速钙钛矿太阳能电池商业化；硅料价格 5 连降，最大降幅 4.58%；华创国控集团光伏电池片等项目签约落地盐城；突破预期，国电投 N 型西北大基地 100MW 5.12%发电增益；根据 Solarzoom，本周单晶硅料 210 元/kg，环降 4.55%；单晶硅片 182/210mm 6.50/8.20 元/片，环平；单晶 PERC182/210 电池 1.09/1.12 元/W，环降 0.91%/环涨 0.90%；单面单晶 PERC182 组件/双面 TOPCon182 组件 1.74/1.85 元/W，环降 1.14%/环平；玻璃 3.2mm/2.0mm 25.5/18.5 元/平，环平。2022 年全国（除港澳台地区外）累计风电吊装容量 3.96 亿千瓦。本周风电招标 0.8GW，均为陆上。本周开/中标 1.08GW，陆上 1.03GW，海上 0.05GW。按美元计价，1 月太阳能电池（含组件）国内出口金额为 40.32 亿美元，同环比+24.5%/+29.0%；2 月国内出口金额为 37.66 亿美元，同环比-7.7%/-6.6%。1-2 月累计出口 77.99 亿美元，累计同增 6.5%（22Q1 印度抢装基数较高）。电网：2023 年 1-2 月电网累计投资 319 亿元，同比+2.2%。公司层面：璞泰来：22 年营收 154.6 亿元，同增 72%；归母净利 31 亿元，同增 78%。宏发股份：22 年营收 117.3 亿元，同增 17%；归母净利 12.5 亿元，同增 17%。新宙邦：22 年营收 96.6 亿元，同增 39%；归母净利 17.6 亿元，同增 35%。华友钴业：拟引入福特汽车对 KNI 公司增资并共同开发波马拉 HPAL 项目。赣锋锂业：1）22 年营收 418.2 亿元，同增 275%；归母净利 205.0 亿元，同增 292%；2）与锡林郭勒盟签署合作协议，携手打造锂电新能源产业链。天齐锂业：22 年营收 404.5 亿元，同增 428%；归母净利 241.3 亿元，同增 1060%。德方纳米：22 年营收 225.6 亿元，同增 355%；归母净利 23.8 亿元，同增 188%。比亚迪：22 年营收 4240.6 亿元，同增 96%；归母净利润 166.2 亿元，同增 446%。良信股份：22 年营收 41.6 亿元，同增 3%；归母净利 4.2 亿元，同增 0.8%。TCL 中环：22 年营收 670.1 亿元，同增 63%，归母净利 68.2 亿元，同增 69%。福莱特：1）22 年营收 154.6 亿元，同增 77%；归母净利 21.2 亿元，同增 0.1%；2）控股股东、实际控制人之一阮泽云质押约 621 万股，占总股份 1.77%。投资策略：储能：22 年美国储能装机 4.8GW/12.18Gwh，同增 34/12%，

Q4 低于预期主要是有 3GW 项目延期, 23 年 2 月底备案量达 26.5GW, 环增 17%, ITC 延期十年首次明确独立储能给与抵免, 美国大储 23 年重回 150% 以上增长; 国内储能 22 年 13-15Gwh, 同增 150%+, 今年 1-3 月招标超 10Gwh, 23 年大储装机预计 150% 以上增长。欧洲居民 23 年电价合约普遍在 45 欧分左右, 一季度淡季需求平稳预计全年需求旺盛; 非洲因缺电光储需求旺盛; 全球储能三年的 CAGR 为 60-80%, 成长确定, 继续强烈看好储能逆变器/PCS 和储能电池龙头。光伏: 本周致密料成交均价降至每公斤 208.8 元左右, 环跌 4.3%, 单晶 PERC 电池 (182) 降至 1.09 元/W; 排产来看, 1 月起预期上修外, 2 月大体持平, 3 月大厂排产预计环增 10%+, 4 月预计环比持平略增; Topcon 投产持续加速, 晶科速度和效率均领先, 率先将 N 型出货占比提升至 60%+, 行业平均 30%+, 今年光伏产业链供给瓶颈解决, 储备项目释放, 美国和中国市场确定高增, 欧洲和其他保持稳健增长, 预计 23 年全球光伏装机 375GW+, 同增 45% 以上, 继续全面看好光伏板块成长, 看好逆变器、组件、topcon 新技术龙头。电动车: 3 月国内已披露 8 家车企销 10.2 万辆, 同环比+24%/20%, 相对亮眼, 预计 3 月销量 63 万辆+, 环增 20%, 4 月车展后, 订单有望逐步恢复, 预期 23 年全年增长 30% 至 900 万辆。美国 ira 法案细则与 22 年底发布的大纲基本相同, 电池龙头已通过与企业技术授权和管理服务方式进入美国市场, 后续有望逐步突破。排产看, 4 月产业链预计弱复苏, 环增 5%, 预计 5-6 月随库存消耗完毕及终端需求恢复, 排产有望恢复; 价格方面, 碳酸锂加速下降, 期货价格跌破 18 万/吨, 电池成本明显下降, 有望拉动动力及储能需求。盈利看, 电池盈利依然稳中略升, 结构件等相对稳定, 其余价格均有下降, 市场已充分预期, 锂电材料 23 年仅 15-20 倍 PE, 电池 20-25 倍 PE, 叠加储能爆发加持, 看好 Q2 锂电反转, 首推盈利确定的电池环节及盈利趋势稳健的结构件、隔膜 & 负极龙头。工控: 1-2 月工控公司订单均微增, 我们预计 Q2 行业有望拐点向上, 国产替代持续加速, 看好汇川技术及国内龙头。风电: 陆风 22 年需求旺盛, 海风 22 年招标放量, 23 年恢复持续高增长, 重点推荐零部件 & 海风龙头。电网: 投资整体稳健, 22 年投资小年、23 年大年, 关注特高压和储能等结构性方向。重点推荐标的: 宁德时代 (动力 & 储能电池全球龙头、优质客户、领先技术和成本优势)、阳光电源 (逆变器全球龙头、储能集成业务进入爆发期)、亿纬锂能 (动力 & 储能锂电上量盈利拐点、消费类电池稳健)、固德威 (组串逆变器高增长, 储能电池和集成明年有望爆发)、晶澳科技 (一体化组件龙头、2022 年利润弹性可期)、璞泰来 (负极全球龙头、隔膜涂敷龙头)、比亚迪 (电动车销量和盈利超预期、刀片电池外供加速)、晶科能源 (一体化组件龙头、topcon 明显领先)、德业股份 (并网逆变高增、储能逆变器和微逆成倍增长)、天合光能 (210 组件龙头战略布局一体化、户用系统和储能爆发)、汇川技术 (通用自动化开始复苏龙头 Alpha 明显、动力总成国内外全面突破)、科达利 (结构件全球龙头、结构创新受益)、锦浪科技 (组串式逆变器龙头持续高增、储能逆变器爆发式增长)、禾迈股份 (微逆龙头出货有望连续翻番、欧洲 & 美国等出货超预期)、科士达 (UPS 全球龙头、户储 ODM 绑定大客户起量弹性大)、隆基绿能 (单晶硅片和组件全球龙头、新电池技术值得期待)、昱能科技 (微逆龙头有望连续翻番、代工模式弹性大超预期)、三花智控 (热管理全球龙头、布局机器人业务)、恩捷股份 (湿法隔膜全球龙头、盈利能力强且稳定)、星源材质 (隔膜龙二、量利双升)、派能科技 (户储电池龙头翻番以上增长、盈利能力超预期)、华友钴业 (镍钴龙头、前驱体龙头)、容百科技 (高镍正极龙头、产能释放高增可

期)、天赐材料(电解液&六氟龙头、新型锂盐领先)、通威股份(硅料和 PERC 电池龙头、大局布局组件)、钧达股份(Topcon 电池龙头、扩产上量)、福斯特(EVA 和 POE 胶膜龙头、感光干膜上量)、宏发股份(继电器全球龙头、高压直流翻倍增长)、新宙邦(电解液&氟化工齐头并进)、德方纳米(铁锂需求超市场预期、锰铁锂技术领先)、中伟股份(前聚体龙头、镍冶炼布局)、天奈科技(碳纳米管导电剂龙头, 进入上量阶段)、东方电缆(海缆壁垒高格局好, 龙头主业纯粹)、大金重工(自有优质码头, 双海战略稳步推进)、日月股份(铸件龙头盈利修复弹性大)、金雷股份(陆上需求旺盛, 锻造主轴龙头量利齐升)、平高电气、当升科技、许继电气、尚太科技、TCL 中环、爱旭股份、天顺风能、思源电气、国电南瑞、福莱特、中信博、振华新材、雷赛智能、美畅股份、上机数控、三一重能、新强联、贝特瑞、禾川科技、嘉元科技、诺德股份、大全能源、九号公司、金风科技。

建议关注: 聚和材料、亿晶光电、盛弘股份、华电重工、昇辉科技、通合科技、帕瓦股份、科陆电子、东方日升、通灵股份、快可电子、宇邦新材、元琛科技、欣旺达、厦钨新能、信捷电气、岱勒新材、赣锋锂业、天齐锂业、中科电气、明阳智能、海力风电、泰胜风能等。

风险提示: 投资增速下滑, 政策不及市场预期, 价格竞争超市场预期
(证券分析师: 曾朵红 证券分析师: 阮巧燕)

汽车行业跟踪周报: 3月第四周上险量环比+20%

投资要点 每周复盘: 终端需求呈现逐步回暖趋势, 叠加板块超跌后情绪反弹, SW 汽车上涨 2.2%, 跑赢大盘 2.0pct。子板块均上涨。申万一级 31 个行业中, 本周汽车板块排名第 7 名, 排名靠前。估值上, 自 2011 年以来, SW 乘用车的 PE/PB 分别处于历史 86%/76%位, 分位数环比上周-2pct/-2pct; SW 零部件的 PE/PB 分别处于历史 79%/38%分位, 分位数环比上周+0pct/+2pct; SW 商用载客车的 PE/PB 分别处于历史 94%/48%分为, 分位数环比上周-4pct/+7pct。基本面跟踪: 1) 周度销量: 乘联会周度数据口径: 3 月第四周批发日日均 5.7 万辆, 同比+4%, 环比-39%。根据交强险数据, 3 月第四周行业层面交强险零售: 整体 38.1 万辆, 同比+34%, 环比+20%。2 月狭义乘用车产量实现 166.4 万辆(同比+11.2%, 环比+23.6%), 批发销量实现 161.8 万辆(同比+10.2%, 环比+11.7%)。库存: 2 月乘用车行业整体企业库存+4.6 万辆, 2 月乘用车行业渠道库存+11.5 万辆。2) 重点新车: 飞凡 F7 上市 3) 上游成本: 原材料价格小幅上涨。本周(3.27-4.2) 环比上周(3.20-3.26) 乘用车总体原材料价格指数+0.60%, 玻璃、铝材、塑料、天胶、钢材价格指数环比分别 +4.26%/+2.56%/+0.96%/+1.78%/+0.19%。个股基本面更新: 整车板块: 比亚迪/长城汽车/广汽集团发布 2022 年年报, 业绩符合我们预期; 比亚迪/理想汽车/小鹏汽车/蔚来汽车/长安深蓝/吉利极氪/广汽埃安发布 3 月交付数据, 符合我们预期。零部件板块: 德赛西威发布 2022 年年报, 业绩略超我们预期; 继峰股份/星宇股份/新泉股份发布 2022 年年报, 业绩符合我们预期。投资建议: 站在大周期视角下, 汽车板块正处于第 4 个周期中(2005 年开始算起), 目前板块估值(以 SW 汽车 PB 口径)处于历史中等偏下水平(约 2 倍 PB), 板块内部基本分化明显。综合基本面和估值比较分析, 2023 年板块配置目前排序: 客车>重卡/两轮车>乘用车/零部件。1) 客车板块: 上行周期或刚开始。2023 年或开始新一轮上行周期(国内大中客均值回归+出口进入持续快车道等)。受益排序: 龙头率先【宇通客车】, 后期或扩散龙二/龙三【金龙汽车/中通客车】等。2) 重卡板块: 迎小周期的复苏阶段。2016 年重卡迎来了一轮周期的上行阶段(国标切换&治超&集中换车等共

同驱动), 2021-2022 年进入了这轮周期的下行阶段, 2023 年或迎来小周期的复苏阶段&下一轮大周期的准备期(经济稳增长+国标切换+出口增长+新能源转型等)。受益排序: 中国重汽/潍柴动力/汉马科技/中集车辆等。3) 电动两轮车板块: 上行周期的业绩兑现阶段。2017-2022 年迎来上行周期(新国标实施+配送服务需求)且头部企业集中度持续提升, 2023 年总体趋势或仍延续。核心受益头部企业: 雅迪控股/爱玛科技。4) 乘用车板块: 价格战正在进行时。投资层面, 短期(1 年内)视角板块仍需消化价格战。长期(1-2 年以上)视角依然对【自主品牌全球崛起】充满信心【比亚迪/理想/长城/吉利/蔚来/小鹏/长安/上汽/广汽】等。5) 零部件板块: 基本是与乘用车【一荣俱荣, 一损俱损】。短期(1 年内)视角优选业绩与国内乘用车价格战相关度较低的品种【中国汽研/岱美股份/爱柯迪】等。中长期(1-2 年以上)视角建议核心围绕“具备出海综合优势”布局优质零部件品种(福耀/拓普/旭升/文灿/爱柯迪/新泉/岱美/继峰/德赛/华阳/伯特利/星宇等)。风险提示: 芯片短缺影响超出预期, 乘用车产销低于预期

(证券分析师: 黄细里 证券分析师: 刘力宇 研究助理: 谭行悦 研究助理: 杨惠冰)

建筑材料行业跟踪周报: 顺周期地产链的复苏仍可期待

投资要点 本周(2023.3.27-2023.3.31, 下同): 本周建筑材料板块(SW)涨跌幅-1.92%, 同期沪深 300、万得全 A 指数涨跌幅分别为 0.59%、0.27%, 超额收益分别为-2.51%、-2.19%。大宗建材基本面与高频数据: (1) 水泥: 本周全国高标水泥市场价格为 439 元/吨, 较上周持平, 较 2022 年同期-71 元/吨。较上周价格持平的地区: 长三角地区, 长江流域, 泛京津冀地区, 两广地区, 华北地区, 东北地区, 西南地区, 西北地区; 较上周价格上升的地区: 西南地区(+7 元/吨); 较上周价格下降的地区: 中南地区(-5 元/吨)。本周全国样本企业平均水泥库位为 64.5%, 较上周+4.2pct, 较 2022 年-0.6pct。全国样本企业平均水泥出货率(日发货率/在产产能)为 60.5%, 较上周-0.1pct, 较 2022 年同期+2.2pct。(2) 玻璃: 卓创资讯统计的全国浮法白玻原片平均价格为 1806 元/吨, 较上周+27 元/吨, 较 2022 年同期-252 元/吨。卓创资讯统计的全国 13 省样本企业原片库存为 5476 万重箱, 较上周-389 万重箱, 较 2022 年同期-148 万重箱。(3) 玻纤: 无碱 2400tex 直接纱成交中位数 4060 元/吨, 较上周-2 元/吨, 较 2022 年同期-2090 元/吨。周观点: 3 月百强地产数据出炉, 增长态势明显。去年二季度基数较低, 回暖趋势具备持续性。从过往几轮周期来看, 地产销售转正是地产链 beta 的开始, 短期建议关注业绩超预期个股, 中期继续推荐零售板块。地产销售对投资的传导尚不明显, 但地产链龙头加大品类和渠道拓展或逐渐看到成效。(1) 零售端定价能力强、现金流好, 龙头企业持续下沉渠道和提升品牌, 推荐伟星新材、兔宝宝、北新建材、蒙娜丽莎、东鹏控股, 建议关注箭牌家居。(2) 基建链条实物需求加速落地, 利好水泥混凝土产业链, 长三角水泥价格底部已现, 龙头的强定价权、高分红和现金流价值提供充足安全边际, 推荐华新水泥、海螺水泥、上峰水泥。(3) 工程端供给侧持续出清, 推荐龙头坚朗五金、旗滨集团、东方雨虹、科顺股份、凯伦股份等, 建议关注三棵树。弱复苏下主题投资更加受重视, 国企改革和一带一路相关标的有天山股份、北新建材等。大宗建材方面: 玻璃: 终端需求延续缓慢回暖, 但得益于前期供给的收缩, 产业链库存压力加速缓解, 虽然库存仍处中高位置, 价格弹性较弱, 但是中期来看, 行业大范围亏损持续压制玻璃窑炉开工率甚至加快供给出清, 2023 年竣工需求有前期高开工体量支撑, 随着终端需求的启动, 将支持玻璃库存中

枢加快下行，价格弹性有望增加，我们预计5月和三季度有望看到涨价持续落地。若保交付落地，库存去化斜率加快，价格弹性更大，叠加纯碱产能投放利好玻璃在产业链的利润分配，企业盈利有望大幅修复。浮法玻璃龙头企业享有中长期成本优势，叠加新业务拓展的估值弹性，继续推荐旗滨集团，建议关注南玻A等。玻纤：短期需求缓慢恢复，但库存压力尚未出现明显缓解之前价格上升动力尚显不足。我们判断中期仍是一个供需平衡持续修复的过程，得益于产能投放节奏放缓，稳增长政策发力带来的内需回升，价格弹性的增强仍需看到库存加速去化。若外需韧性或者风电需求弹性超预期，有望带来行业库存的超预期去化和价格弹性。推荐中国巨石，建议关注中材科技、山东玻纤、长海股份等。水泥：本周水泥出货受雨水影响整体平稳，同比仍维持略好于去年同期的态势，其中基建是结构性亮点，但资金链紧张仍对需求强度形成制约。短期来看，开窑后行业库存有所反复，价格涨跌互现，说明对于产能过剩地区，库存稳定在低位以及价格的推涨仍然需要基建需求的继续发力、房建需求的回暖或错峰的配合。中期来看，投资继续作为稳增长重要抓手，随着财政政策继续发力配合金融工具支持加速信贷落地，2022年四季度以来信贷持续改善，狭义基建投资尤其是交通投资明显加速，2023年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有望企稳回升，旺季价格弹性有望增强。水泥企业市净率估值处于历史底部，受益稳增长继续加码和地产景气改善，有望迎来估值修复。推荐受益沿江景气反弹，中长期产业链延伸有亮点的华新水泥、海螺水泥和上峰水泥等，中长期推荐基建需求占比更高、市场格局优化的北方区域产能占比较大的水泥标的，如冀东水泥、天山股份等。装修建材方面：年后复工部分品类经销渠道反馈出货速度加快，总体需求结构来看零售好于工程，非房好于地产，市场逐步回暖。成本端例如铝合金、不锈钢、PVC、沥青等价格已有回调，预计23年盈利继续修复。在地产放松政策效果逐步显现、坏账计提和现金流风险预期逐渐释放之下，板块整体有望迎来业绩及估值修复。参考消费建材板块历史经验和当前的竞争态势来看，在地产行业资金缓和+信心从底部逐渐恢复的阶段，部分公司或将率先借助渠道领先布局、经营效率优势或融资加杠杆等进一步提升份额、进入新的扩张周期，发货或订单增速的拐点可作为右侧信号。推荐坚朗五金、东方雨虹、伟星新材、兔宝宝、科顺股份、北新建材、凯伦股份、东鹏控股、蒙娜丽莎、垒知集团，建议关注三棵树、中国联塑、苏博特、公元股份等。风险提示：地产信用风险失控、政策定力超预期。

（证券分析师：黄诗涛 证券分析师：房大磊 证券分析师：石峰源 证券分析师：任婕 研究助理：杨晓曦）
建筑装饰行业跟踪周报：建筑 PMI 仍处高景气区间，基建实物量落地可期，继续看好板块机会

投资要点 本周（2023.3.27-2023.3.31，下同）：本周建筑装饰板块（SW）涨跌幅-3.1%，同期沪深300、万得全A指数涨跌幅分别为0.59%、0.27%，超额收益分别为-3.69%、-3.37%。行业重要政策、事件变化、数据跟踪点评：（1）国家统计局发布2023年3月中国采购经理指数运行情况：经季调后，3月建筑业商务活动指数为65.6%，比上月上升5.4个百分点。其中建筑业新订单指数为50.2%，比上月下降11.9个百分点，但仍然保持扩张区间，而业务活动预期指数为63.7%，连续4个月位于高位景气区间，反映企业较好的业务预期，实物工作量有望加速落地。周观点：建筑行业基本面共振向上，估值有多重催化因素，我们建议从以下几个方向关注建筑板块的投资机

会：（1）新一轮国企改革有望推动基本面持续优化，看好建筑央企估值持续修复机会：2022 年四季度以来建筑业 PMI 和央企订单增速高于近年来中枢，反映行业景气度维持高位。23 年 2 月建筑业景气水平升至高位景气区间，业务活动预期指数为 65.8%，连续三个月位于高位景气区间。行业景气度持续回暖且保持高位，结合基建开复工加快回暖，我们预计稳增长继续发力下基建市政链条景气有望加速提升；同时，新一轮国有企业改革正在谋划实施，2023 年国务院国资委开始试行“一利五率”指标体系，提升净资产收益率和现金流考核权重，将指引建筑央企继续提升经营效率，结合此前证监会提出的探索建立中国特色估值体系，建筑央企有望迎来基本面和估值共振，我们继续看好估值仍处历史低位、业绩稳健的基建龙头企业估值持续修复机会，建议关注中国交建、中国中铁、中国铁建、中国建筑、中国电建等。（2）“一带一路”方向：二十大报告提出共建“一带一路”高质量发展，将进一步深化交通、能源和网络等基础设施的互联互通建设，开展更大范围、更高水平、更深层次的区域合作，为建筑央企参与一带一路沿线市场打开更大空间；今年是一带一路倡议提出 10 周年，第三届“一带一路”高峰论坛召开可期，在丰富成果的基础上，预计更多政策支持有望出台，叠加近期多重外事活动事件催化，海外工程业务有望受益，建议关注国际工程板块，个股建议关注中工国际、北方国际、中材国际、中钢国际等。（3）需求结构有亮点，新业务增量开拓下的投资机会：在双碳战略、绿色节能建筑等政策推进下，装配式建筑、节能降碳以及新能源相关的基建细分领域景气度较高，有相关转型布局的企业有望受益。推荐铝模板租赁服务商志特新材；建议关注装配式建筑方向的鸿路钢构、华阳国际；新能源业务转型和增量开拓的中国电建、中国能建等；硅料价格回落带动光伏产业链价格下行，利好地面项目需求，建筑光伏市场有望持续受益，建议关注布局光伏 EPC 和运营业务的标的，精工钢构、森特股份等。（4）建工检测板块：检测行业是长坡厚雪的好赛道，建工建材检测市场规模超千亿，2015-2021 年建工建材市场复合增速超过 12%，龙头企业市场份额仍然较低，内生外延成长空间大；近日住建部发布《建设工程质量检测管理办法》（住建部 57 号令），新规自 2023 年 3 月 1 日起施行，新规在规范建设工程质量检测活动、完善建设工程质量检测责任体系、加强政府监督管理等方向进行了进一步加强，我们认为有利于行业行为规范和竞争环境优化，龙头企业有望受益，推荐垒知集团、建科股份，建议关注国检集团。风险提示：地产信用风险失控、政策定力超预期、国企改革进展低于预期等。

（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）

建议关注新一轮国企改革下预期改善、价值重估的国央企机械标的

新一轮国企改革新变化：重点突出盈利能力与盈利质量。为解决国央企业体制僵化、市场活力不足等问题，我国自 2003 年开始推行国企改革。近年来，为推动中央企业加快实现高质量发展，国资委探索建立了中央企业经营指标体系。2020 年首次形成“两利三率”指标体系，包括净利润、利润总额、营业收入利润率、资产负债率和研发经费投入强度。2021 年为引导中央企业提高生产效率，增加了全员劳动生产率指标，完善为“两利四率”。2023 年 1 月国资委对中央企业经营指标体系进行了调整，将“两利四率”调整为“一利五率”。新一轮改革的“一利五率”指标发生的主要改变为用净资产收益率替换净利润指标，用营业现金比率替换营业收入利润率指标，重点突出企业盈利能力与盈利质量。机械板块央国企估值偏低，关注国企改革背景下

盈利修复和估值上行。由于央国企盈利水平及市场活力低于民企，2015年以来机械板块央国企估值整体弱于民营企业。截至2023年3月31日，央企/国企/民企PE(TTM)分别为19/23/36x，PB估值分别为1.5/2.2/4.1x，央国企估值显著低于民企，半数以上央国企当前估值处于历史估值均值以下，提升空间较大。2023年新一轮国企改革新增对ROE和现金流考核指标，重点关注央国企盈利质量与现金流安全。本轮改革有望带动央国企盈利能力上行、现金流能力提升，带动估值修复。基于市值规模、ROE、2022-2024年归母净利润年复合增速三大指标，本文筛选出26家有望在新一轮国企改革下预期改善、价值重估的国央企机械标的。按照市值规模排序为：中国中车、徐工机械、杭氧股份、铁建重工、华工科技、天地科技、中铁工业、陕鼓动力、锐科激光、中钨高新、川仪股份、安徽合力、赢合科技、广电计量、一拖股份、秦川机床、国检集团、恒润股份、中国电研、建设机械、航天晨光、国机精工、铁科轨道、润邦股份、钢研纳克、东杰智能。建议关注【徐工机械】【铁建重工】【中钨高新】【安徽合力】【秦川机床】【建设机械】。u投资建议 建议关注乘产业政策东风、盈利上修、估值低位的国央企。风险提示：宏观经济波动风险、汇率波动风险、地缘政治影响供应链。

(证券分析师：周尔双 证券分析师：黄瑞连 证券分析师：罗悦)

非银金融行业跟踪周报：券商险企年报陆续披露，业绩符合市场预期
投资要点 本周主要上市保险公司和券商完成披露2022年年报，业绩表现整体符合此前市场较低的预期。年报披露后，本周非银金融板块下跌0.96%，其中券商板块下跌0.82%，保险板块下跌1.18%。从寿险来看，2022年上市险企合计实现NBV同比下降25.1%。归因来看NBV-FYP(量)同比基本持平，同比小幅0.4%，主要系各公司通过银保渠道稳住业务量贡献，但个险期缴仍有两位数下滑压力；NBV-Margin(价)同比大幅下滑6.17个pct.至18.68%，是拖累价值增长的主要因素。年报披露后，市场关注点在于：①对于2023年全年价值和新单展望；②新旧会计准则切换对于报表的影响；③个险渠道能否在疫后尽快企稳回升；④2022年低迷的投资端拖累能否于2023年出清。从业绩交流会交流来看，公司管理层对2023年整体反馈积极。从财险来看，承保盈利指引彰显强大信心。受益于疫情封控使得出行率同比明显下降，2022年中国财险车险业务COR为95.6%，同比下降1.7个pct.(1Q22至4Q22单季度COR分别为96.0%、94.8%、94.5%和96.9%)，贡献承保利润113.05亿元，同比增长69.4%。展望2023年，虽然面临车辆出险率回归疫情前平均水平，但公司管理层有信心通过未决赔款准备金调整及定价和渠道的综合优势实现承保盈利同比平稳，甚至优于2022年的历史较好水平。从券商来看，受权益市场全年低迷拖累，2022年已披露券商走低。2022年已披露年报的24家上市券商平均营收同比-22%，平均归母净利润同比-28%，平均杠杆率由3.48升至3.68，平均ROE同比-3.61pct至6.71%。头部券商中，中信/中信建投/中金/国泰君安归母净利润增速分别为-8%/-27%/-30%/-23%。对于市场较为关注的平均薪酬水平。2022年已披露年报券商人均薪酬同比-17%至57万元/年，其中仅有东方财富、光大证券、红塔证券、华林证券人均薪酬实现正增长(增速14%/1%/10%/13%)，头部券商中，中信/中信建投/中金/国泰君安人均薪酬分别同比-8%/-15%/-20%/-15%至82/59/79/64万元。投资建议：在近期GPT和AI的创新和应用层出不穷的背景下，我们依然建议关注AI方向下的非银板块相关投资机会。综合来看，考虑估值性价比

和主题相关性，AI 方向下，我们建议关注【东方财富】、【同花顺】、【指南针】和【财富趋势】。风险提示：1) 宏观经济不及预期；2) 政策趋紧抑制行业创新；3) 市场竞争加剧。流动性及行业高频数据监测：

高频数据监测	本周	上周环比
中国内地日均股基成交额(亿元)	11,205	0.91%
中国香港日均股票成交额(亿港元)	1,033	12.14%
两融余额(亿元)	16,103	-13.09%
基金申购赎回比	0.60%	-4.13%
开户平均变化率	0.95	1.15
数据来源: Wind, Choice, 东吴证券研究所	18.08%	14.51%

注：中国内地股基成交额和中国香港日均股票成交额 2022 同期比为 2023 年初至今日均相较 2022 年同期日均的同比增速；基金申购赎回比和开户平均变化率上周环比/2022 年同期比分别为上周与 2022 年同期（年初至截止日）的真实数据（比率）

（证券分析师：胡翔 证券分析师：朱洁羽 证券分析师：葛玉翔）

医药生物行业跟踪周报：创新中药业绩加速兑现，持续重点推荐方盛制药、康缘药业

投资要点 本周、年初至今医药指数涨幅分别为 1.24%、1.86%，相对沪指的超额收益分别为-0.64%、-2.77%；本周中药、器械及化药等股价涨幅较大，生物制品、医疗服务及商业等股价跌幅较大；本周涨幅居前太极集团(+23.57%)、中新药业(+18.55%)、成都先导(+17.78%)，跌幅居前和佳医疗(-16.02%)、康龙化成(-15.25%)、博腾股份(-10.63%)。涨跌表现特点：医药板块小市值个股相对于大市值个股跌幅更加明显；中药板块集采落地，子行业领涨；医疗服务等整体涨幅不大。NK 细胞免疫疗法再次成为市场研究焦点，尤其针对肿瘤高危人群效果更为显著。NK 细胞为免疫系统先锋队，关注其细胞免疫疗法。NK 细胞是淋巴细胞的一个亚群，是人体固有免疫的重要组成部分，也是抵御病毒感和肿瘤细胞的第一道防线。NK 细胞无需抗原致敏、或抗体参与，通过分泌杀伤介质、表达膜 TNF 家族分子、介导 ADCC 效应、分泌细胞因子等发挥杀伤作用。目前，NK 细胞疗法在日本应用较为广泛，东京“濑田诊所”累及治疗患者超过 2.3 万人，并且保持“零医疗事故”。中药板块再次领涨：其一政策对中药支持从政策口号过度到业绩提现阶段；其二中药标的股价还有空间；其三对中药认同机构投资者人边际变多。CDE 拟将强生/Genmab CD3/GPRC5D 双抗 Talquetamab 纳入突破性疗法；艾乐明（巴瑞替尼片）正式获得药监局批准，用于成人重度斑秃的系统性治疗；第一三共宣布 Enhertu 在日本获批第 4 项适应症，用于二线治疗化疗失败的不可切除或转移性 HER2 低表达乳腺癌患者；据 CDE 官网显示，拟将强生/Genmab CD3/GPRC5D 双抗 Talquetamab 纳入突破性疗法，用于治疗接受过至少 3 种既往治疗（包括一种蛋白酶体抑制剂、一种免疫调节剂和一种抗 CD38 抗体）的复发或难治性多发性骨髓瘤（RRMM）成人患者（受理号：JXSL2101051）；礼来制药宣布，艾乐明（巴瑞替尼片）正式获得药监局批准，用于成人重度斑秃的系统性治疗。艾乐明是国内首个且唯一用于系统性治疗重度斑秃的创新靶向药物；第一三共宣布 Enhertu 在日本获批第 4 项适应症，用于二线治疗化疗失败的不可切除或转移性 HER2 低表达乳腺癌患者。此前，Enhertu 已在日本已获批 3 项适应症。具体配置思路：1) 创新药领域：百济神州、恒瑞医药、海思科、信达生物、康诺亚、泽璟制药-U

等；2) 中药领域：佐力药业、方盛制药、太极集团、康缘药业等；3) 耗材领域：惠泰医疗、威高骨科、新产业等；4) 低值耗材及消费医疗领域：康德莱、鱼跃医疗等；5) 科研服务领域：金斯瑞生物、药康生物、皓元医药、诺禾致源等；6) 眼科服务：华夏眼科、爱尔眼科、普瑞眼科等；7) 其它医疗服务领域：三星医疗、海吉亚医疗、固生堂等；8) 医美领域：爱美客、华东医药等；9) 其它消费：三诺生物，建议关注我武生物等；10) 血制品领域：博雅生物等。 风险提示：

(证券分析师：朱国广)

NK 细胞为免疫系统先锋队，关注其细胞免疫疗法

自然杀伤细胞 (Natural killer cell, NK 细胞) 是淋巴细胞的一个亚群，是人体固有免疫的重要组成部分，也是抵御病毒感染和肿瘤细胞的第一道防线。NK 细胞无须抗原的预先刺激与活化即能够直接杀伤被病毒感染的自身细胞或者肿瘤细胞，因此称为自然杀伤细胞。NK 细胞主要通过以下机制实现其杀伤功能：1. 分泌杀伤介质：穿孔素 (Perforin)、颗粒酶 (Granzyme)、颗粒溶素 (Granulysin) 等具有细胞毒性的溶解性颗粒，诱导靶细胞凋亡。2. 释放可溶性 NK 细胞毒因子 (NKCF)：NKCF 与靶细胞表面的 NKCF 受体结合后，可选择性杀伤和裂解靶细胞。3. 通过表达膜 TNF 家族分子的杀伤效应：NK 细胞可以通过膜 TNF 家族分子 (FASL, TRAIL, mTNF 等) 与靶细胞膜配体结合诱导靶细胞凋亡。4. 介导 ADCC 效应：NK 细胞表面表达 Fc γ R 受体，与靶细胞表面的 IgG 抗体结合，产生抗体依赖的细胞介导的细胞毒作用 (ADCC)。5. 分泌细胞因子，发挥免疫调节功能：合成多种小分子蛋白质，比如淋巴因子等，与其他免疫细胞相互作用形成免疫应答。 风险提示：Ø 研发进展不及预期 Ø 政策环境变化不及预期 Ø 成本控制不及预期 Ø 商业化进展不及预期。

(证券分析师：朱国广)

石油石化行业跟踪周报：大炼化周报：化工价差收紧，PTA 持续走强
投资要点 【六大炼化公司涨跌幅】截至 2023 年 03 月 31 日，6 家民营大炼化公司近一周股价涨跌幅：荣盛石化 (环比+30.09%)、恒逸石化 (环比+8.12%)、桐昆股份 (环比+3.31%)、恒力石化 (环比+2.27%)、东方盛虹 (环比+2.10%)、新凤鸣 (环比+0.84%)。近一月涨跌幅为荣盛石化 (环比+11.33%)、恒逸石化 (环比+0.74%)、恒力石化 (环比-8.68%)、桐昆股份 (环比-12.06%)、东方盛虹 (环比-13.03%)、新凤鸣 (环比-14.63%)。 【国内外重点炼化项目价差跟踪】国内重点大炼化项目本周价差为 2854.22 元/吨，环比减少 104.79 元/吨 (环比-3.54%)；国外重点大炼化项目本周价差为 1480.09 元/吨，环比减少 27.76 元/吨 (环比-1.84%)，本周布伦特原油周均价为 78.62 美元/桶，环比增加 3.72 美元/桶 (环比+4.97%)。 【聚酯板块】本周聚酯板块继续走强。本周原油供给收紧，价格小幅攀升，板块成本端支撑良好。本周 PTA 市场奠定了聚酯板块价格的走强基调：PTA 开工率显著上升拉高上游 PX 需求和价格；聚酯下游的涤纶长丝、涤纶短纤和聚酯瓶片也随成本端 PTA 上升市场上行。本周 MEG 先涨而后回落。 【炼油板块】本周汽柴煤价格小幅降低。伊拉克库尔德斯坦原油出口受阻，加之美国原油库存骤降，具有供应收紧的迹象，但市场对银行业危机的担忧挥之不去，限制原油涨幅，本周国际原油价格震荡上涨。成本端支撑强势，但前期价格下降过多，成品油限价下调预期较强导致场内交投氛围一般。叠加成品油需求不及预期，本周汽柴煤价格小幅降低。国内市场：本周国内汽油、柴油、航煤周均价分别为 8815.86 (环比-74.71)、7807.86 (环比-112.29)、7223.57 (环比-263.29) 元/吨，

折合 174.93 (环比-1.71)、154.93 (环比-2.43)、143.34 (环比-5.42) 美元/桶。国内汽油、柴油、航煤与原油价差分别为 4870.05 (环比-266.35)、3862.05 (环比-303.92)、3277.77 (环比-454.92) 元/吨, 折合 96.32 (环比-5.43)、76.31 (环比-6.15)、64.72 (环比-9.14) 美元/桶。【化工板块】本周化工板块受原油价格上涨影响价差收紧。本周聚乙烯走势偏弱。EVA 价格平稳。纯苯及苯乙烯高位整理。PC 和 MMA 市场偏弱整理。聚丙烯市场保持平稳。丙烯腈价格小幅下滑。风险提示: 1) 大炼化装置投产, 达产进度不及预期。2) 宏观经济增速严重下滑, 导致需求端严重不振。3) 地缘政治以及厄尔尼诺现象对油价出现大幅度的干扰。4) PX-PTA-PET 产业链产能的重大变动。

(证券分析师: 陈淑娴 证券分析师: 郭晶晶)

石油石化行业跟踪周报: 原油周报: 供应担忧, 国际油价震荡上涨

投资要点 【油价回顾】本周伊拉克原油库尔德斯坦地区出口受阻, 加之美国原油库存骤降, 存供应收紧的迹象, 国际油价震荡上涨。周前期, 受美方不急于收储的消息面指引, 投资者担忧潜在供应过剩或抑制需求, 且欧美经济压力仍存, 重燃市场对信贷紧缩及经济衰退的担忧, 国际油价承压下跌。周后期, 投资者对欧美银行业危机的担忧暂时消退, 叠加伊拉克库尔德地区原油出口部分停止, 市场供应收紧而需求强劲, 同时俄罗斯减产幅度小于预期, 国际油价震荡上涨。

【油价观点】预计 2023 年油价仍然高位运行: 供给端: 紧张。能源结构转型背景下, 国际石油公司依旧保持谨慎克制的生产节奏, 资本开支有限, 增产意愿不足; 受制裁影响, 俄罗斯原油增产能力不足且会一定程度下降; OPEC+ 供给弹性下降, 减产托底油价意愿强烈, 沙特控价能力增强; 美国原油增产有限, 长期存在生产瓶颈, 且从 2022 年释放战略原油库存转而进入 2023 年补库周期。需求端: 增长。今年上半年国内经济恢复但海外经济衰退, 下半年国内外经济都进一步恢复, 需求端呈现前低后高的格局。综合国内外来看, 全球原油需求仍保持增长态势。我们认为, 油价出现大幅暴跌可能性较小, 油价或将持续高位运行。

【原油价格板块】截止至 2023 年 03 月 31 日当周, 布伦特原油期货结算价为 79.77 美元/桶, 较上周上升 4.78 美元/桶 (环比+6.37%); WTI 原油期货结算价为 75.67 美元/桶, 较上周上升 6.41 美元/桶 (环比+9.25%); 俄罗斯 Urals 原油现货价为 53.93 美元/桶, 较上周上升 5.89 美元/桶 (环比+12.26%); 俄罗斯 ESPO 原油现货价为 67.66 美元/桶, 较上周上升 3.26 美元/桶 (环比+5.06%)。【美国原油板块】1) 供给端。产量板块: 截止至 2023 年 03 月 24 日当周, 美国原油产量为 1220 万桶/天, 较之前一周减少 10 万桶/天。钻机板块: 截止至 2023 年 03 月 31 日当周, 美国活跃钻机数量为 592 台, 较上周减少 1 台。压裂板块: 截止至 2023 年 03 月 31 日当周, 美国压裂车队数量为 295 部, 较上周增加 5 部。2) 需求端。截止至 2023 年 03 月 24 日当周, 美国炼厂原油加工量为 1581.3 万桶/天, 较之前一周增加 43.7 万桶/天, 美国炼厂原油开工率为 90.30%, 较之前一周上升 1.7pct。3) 原油库存。截止至 2023 年 03 月 24 日当周, 美国原油总库存为 8.45 亿桶, 较之前一周减少 748.9 万桶 (环比-0.88%); 商业原油库存为 4.74 亿桶, 较之前一周减少 748.9 万桶 (环比-1.56%); 战略原油库存为 3.72 亿桶, 与之前一周持平; 库欣地区原油库存为 3521.7 万桶, 较之前一周减少 163.2 万桶 (环比-4.43%)。4) 成品油库存。截止至 2023 年 03 月 24 日当周, 美国汽油总体、车用汽油、柴油、航空煤油库存分别为 22669.4、1545.6、11668.3、3824.9 万桶, 较之前一周分别-290.4 (环比-1.26%)、+121.9 (环比+8.56%)、+28.1 (环比+0.24%)、+140.9 (环比+3.82%) 万桶。【相关上市公司】中国

海油/中国海洋石油 (600938.SH/0883.HK)、中国石油/中国石油股份 (601857.SH/0857.HK)、中国石化/中国石油化工股份 (600028.SH/0386.HK)、中海油服 (601808.SH)、海油工程 (600583.SH)、海油发展 (600968.SH)、石化油服/中石化油服 (600871.SH/1033.HK)、中油工程 (600339.SH)、石化机械 (000852.SZ) 【风险提示】1) 地缘政治因素对油价出现大幅度的干扰。2) 宏观经济增速严重下滑, 导致需求端严重不振。3) 新能源加大替代传统石油需求的风险。4) OPEC+联盟修改石油供应计划的风险。5) 美国解除对伊朗制裁, 伊朗原油快速回归市场的风险。6) 美国对页岩油生产环保、融资等政策调整的风险。7) 全球 2050 净零排放政策调整的风险。

(证券分析师: 陈淑娴 证券分析师: 郭晶晶)

机械设备行业跟踪周报: 建议关注机械板块国企改革标的; 推荐位于估值底部的光伏设备

1.推荐组合: 三一重工、恒立液压、晶盛机电、先导智能、迈为股份、拓荆科技、华测检测、长川科技、杰瑞股份、奥特维、柏楚电子、富创精密、芯源微、杭可科技、绿的谐波、金博股份、奥普特、高测股份、海天精工、新莱应材、至纯科技、利元亨、联赢激光、纽威数控、道森股份。 2.投资要点: 光伏设备: 看好光伏各环节龙头设备商, 下游需求饱满保障业绩高增&估值处于低位 从光伏产业链各环节来看, 下游需求饱满使得硅片/电池片/组件厂持续扩产&技术迭代持续带来先进产能需求: 硅片环节我们预计 2023-2024 年年均扩产约 120-150GW, 硅料价格下跌增强技术降本非硅成本动力, 单晶炉先进产能竞争力增强, 同时 N 型化发展对切片先进产能要求提升; 电池片环节随着硅料价格下降叠加新技术拐点来临, 各厂商积极扩产先进产能, 我们预计 2022 年扩产 200GW 左右, 2023 年扩产约 250-300GW; 组件环节随着硅料价格下跌刺激需求释放、组件盈利修复, 同时 SMBB、OBB 等技术迭代持续, 组件厂扩产动力强, 我们预计组件新增产能 (纯新增扩产需求, 不含替换需求) 2022 年 40+亿元, 2023 年 60 亿元。 受益于下游高景气, 各环节龙头设备商订单充沛保障业绩高增, 2023-2024 年估值分别约 20+/10+倍, 处于低位, 硅片环节推荐单晶炉龙头晶盛机电、切片代工龙头高测股份, 电池片环节推荐 HJT 整线设备龙头迈为股份, 组件环节推荐串焊机龙头奥特维。 国企改革: 机械板块央企估值偏低, 关注国企改革背景下盈利修复和估值上行 由于央企盈利水平及市场活力低于民企, 2015 年以来机械板块央企估值整体弱于民营企业。截至 2023 年 3 月 31 日, 央企/国企/民企 PE(TTM) 分别为 19/23/36x, PB 估值分别为 1.5/2.2/4.1x, 央企估值显著低于民企, 半数以上央企当前估值处于历史估值均值以下, 提升空间较大。2023 年新一轮国企改革新增对 ROE 和现金流考核指标, 重点关注央企盈利质量与现金流安全。本轮改革有望带动央企盈利能力上行、现金流能力提升, 带动估值修复。建议关注徐工机械、铁建重工、安徽合力、秦川机床、建设机械等新一轮国企改革下预期改善、价值重估标的。 半导体设备: 日本将限制 23 项半导体设备出口, 看好设备国产替代加速 日本政府 3 月 31 日宣布计划限制 23 项半导体制造设备的出口, 包括 3 项清洗设备、11 项薄膜沉积设备、1 项热处理设备、4 项光刻设备、3 项刻蚀设备、1 项测试设备, 均为制造线路宽度在 10~14nm 以下的尖端产品所必需的设备。我们认为日本出口限制主要针对先进制程, 符合先前预期, 对当前国内成熟晶圆厂扩产影响不大, 或将加速设备进口替代进程。展望 2023 年, 除长江存储外, 国内晶圆厂依然维持较高资本开支, 好于先

前悲观预期，我们预计 Q2 有望招标启动，此外设备国产化率有望超预期提升，看好半导体设备后续行情。前道设备重点推荐精测电子、拓荆科技、芯源微，北方华创、中微公司、华海清科、至纯科技、万业企业、盛美上海；后道设备重点推荐长川科技、华峰测控。通用自动化：行业需求复苏在即，板块性回调建议积极布局 宏观数据：2023 年 3 月 PMI 指数为 51.9%；2 月人民币贷款新增 1.81 万亿元，社融新增 3.16 万亿元，均超市场预期。订单方面：尽管受 2022 年高基数&2023 年春节放假时间较长影响，2023 年 1-2 月行业订单同比增速仍整体实现正增长，主要头部企业自元宵节后经营状况持续好转，我们预计有望于二季度观测到明显的订单数据改善。海天精工年报超市场预期，看好新能源&海外加速扩张。1) 盈利能力大幅提升：2022 年毛利率 27.3%，同比+1.6pct；其中 Q4 毛利率 32%，创历史新高，主要系：①立加和龙门毛利率提升明显；②高毛利率的海外业务收入占比提升。2) 订单持续环比改善：公司月度订单自年初以来持续改善，3 月预计订单量环比提升 10-20%。我们预计随着公司在新能源和海外业务拓展加速，订单有望持续快速增长。重点推荐：一体化压铸推荐伊之密；机床推荐海天精工、纽威数控、科德数控、国盛智科、创世纪；通用减速机推荐国茂股份；刀具推荐欧科亿、华锐精密；工业机器人推荐绿的谐波、埃斯顿；FA 自动化推荐怡合达。泛半导体设备零部件：国产替代正当时，板块回调具备配置吸引力。受益泛半导体零部件国产替代加速，2022 年富创精密净利润同比增长 90%，新莱应材净利润同比增长 106%、汉钟精机净利润同比增长 33%。长期看，泛半导体零部件国产化进程整体滞后于设备，其中半导体核心零部件国产化率不足 10%，成长天花板足够高，板块回调具备配置吸引力。短期看，2023 年二季度或下半年行业需求有望复苏，下一轮周期启动有望重现 2022 年半导体零部件供不应求局面，产能优势下国产泛半导体零部件公司深度受益。推荐富创精密、新莱应材、汉钟精机、正帆科技、华亚智能，建议关注英杰电气。工程机械：CME 预计 3 月挖机行业销量 25000 台，同比下降 33%。CME 预估 2023 年 3 月挖掘机（含出口）销量 25000 台左右，同比下降 33%。其中国内市场销量 15000 台，同比下降 44%，出口市场预估销量 10000 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。目前工程机械开工保持较高水平，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，对于海外份额提升保持乐观。推荐全球工程机械龙头【三一重工】，国企改革估值弹性【徐工机械】，挖机及高机高速拓展【中联重科】，上游核心零部件【恒立液压】。风险提示：下游固定资产投资不及市场预期；行业周期性波动；疫情影响持续

(证券分析师：周尔双 证券分析师：黄瑞连 证券分析师：罗悦 证券分析师：刘晓旭)

海外点评报告：互联网行业步入融资扩张宽松期，看好互联网板块持续释放利好

投资要点 京东拟分拆旗下京东产发、京东工业于香港联交所主板独立上市：京东集团已向香港联交所提交分拆建议。各个业务板块分拆独立上市的做法从战略上来看能够减轻商城运营成本，使得核心主业能够实现更高质量的发展和更优质的财报体现。而通过子公司独立上市融资的方式，可以帮助子公司加大业务方面的投入，母公司则可减少对于子公司输血的投入，业务有望进入新一轮扩张周期。再次强

调阿里巴巴的龙头示范作用，中概股公司治理和子公司独立上市有望迎来迭代浪潮：我们在 3.29 点评报告中就强调阿里巴巴的分拆组织架构并独立上市的做法将会引领互联网行业，互联网行业有望再次进入融资上市扩张期，通过加大投入扩张的方式有望实现第二增长曲线。过往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。未来互联网公司子版块业务的上市和公司治理的提升有望持续催化，看好恒生科技板块性机会：自下而上来看，目前互联网公司在营收端高增长不再，无法保证对亏损业务的大量输血，需要依靠子公司单独上市来保证投入实现业务的高增长。自上而下来看，互联网公司能够创造大量就业岗位，平台经济的繁荣发展有利于经济回暖，目前融资环境趋向宽松，未来互联网公司有望纷纷效仿拆分融资。中概股公司在流量红利见顶之后，互联网企业治理和子公司上市融资扩张有望迎来迭代浪潮，其通过自身治理的优化和独立上市融资的方式有望为整体互联网企业带来运营效率和业绩的提升。这样的改革突破也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。我们看好恒生科技板块性机会，并推荐阿里巴巴-SW、腾讯控股、美团-W、快手-W、百度集团-SW、京东集团、哔哩哔哩-W 等互联网标的。风险提示：宏观经济波动风险。

（证券分析师：张良卫 证券分析师：张家琦）

环保行业点评报告：国家能源局关于加快推进能源数字化智能化发展的若干意见

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 31 日，CEA 涨跌幅-1.23%；收盘价 56.00 元/吨；成交量 2,737 吨；成交额 153,272.00 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、污废水治理新技术，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

理想汽车-W (02015.HK): 3月交付同比+88.7%，单月交付突破2万辆

投资要点 公告要点：2023年3月，理想汽车共计交付新车20,823辆，同比+88.7%。自交付以来，理想汽车累计交付量已达到31.00万辆。L7交付贡献较大增量，3月交付超2万辆，品牌累计交付破30万辆。3月理想交付同环比表现均出色，3月共交付新车20,823辆，同环比分别+88.7%/+25.3%，重新回到2万+的月销水平。截至3月31日，理想在30~50万SUV市场中，市场占有率达到近20%，实现累计交付31万辆，凭借优秀的产品力与用户满意度，成为累计销量最快突破30万辆的中国豪华新能源品牌。新车方面，理想L7 Air和理想L8 Air车型也即将于4月启动交付。渠道方面，3月理想汽车新开门店1家，截至2023年3月31日，理想汽车在全国有299家零售中心，环比2月+1家，共覆盖123个城市；售后维修中心及授权钣喷中心318家，覆盖223个城市。3月理想零售中心单店效能为70辆/家，环比+24.4%。展望未来，基于产品精准定位核心竞争力，理想汽车新品周期依然强势：理想L7定位中大型五座SUV市场，进一步开拓

差异化细分领域，3月开启交付后用户满意度超预期。新车持续导入，理想L7 Air与L8 Air版本将于4月陆续开启交付，随着理想产品矩阵持续丰富，终端需求有望保持快速增长。此外，我们预计2023年L8/L9将继续发力，理想汽车整体终端订单需求将持续旺盛；2024年起理想持续完善纯电/增程领域产品矩阵，整体销量水平有望进一步突破。长期来看，根据公司战略，为进一步驱动公司从1到10的健康发展促使公司收入迈向千亿甚至万亿级别，公司正式开始全面启动矩阵型组织升级，在战略和产品两个横向实体部门基础上，新增商业、供应、流程、组织、财经等五大部门，确保全流程管理质量，致力于达成爆款成功的必然性。

盈利预测与投资评级：我们维持理想汽车2023~2025年营业收入预期为947/1599/2215亿元，分别同比+109%/+69%/+38%；归母净利润为25.23/80.05/190.65亿元，2024/2025年同比+217%/+138%；2023~2025年对应PE分别为71/22/9倍。看好后续多款新车有望带来销量持续高增长，对比行业龙头特斯拉PS估值，给予2023年3倍的目标PS，对应目标价155.25港币，当前股价97.45港币。维持理想汽车“买入”评级。

风险提示：新能源汽车行业发展增速低于预期；软件OTA升级政策加严；新平台车型推进不及预期。

(证券分析师：曾朵红 证券分析师：黄细里 研究助理：杨惠冰)

比亚迪(002594)：3月销量同比高增，腾势持续强劲增长

投资要点 3月比亚迪新能源汽车销量同比高增，出口环比下滑。根据公司产销快报，比亚迪3月新能源汽车销量为20.71万辆，同环比+97%/+7%，其中新能源乘用车出口13312辆，环比-11.3%，1-3月累计销量为55.21万辆，同比增长93%，1-3月累计出口约3.9万辆。3月产量为20.98万辆，同环比+97%/+3%，1-3月累计产量为56.72万辆，同比增长97%。纯电份额环比提升，腾势品牌持续强劲增长。3月比亚迪插混乘用车销量为10.34万辆，同环比+104%/+2%，占比50.2%，同比+2pct，环比-3pct，1-3月累计销量28.33万辆，累计同比增长100%；纯电乘用车销量为10.27万辆，同环比+91%/+13%，占比49.8%，同比-2pct，环比+3pct，1-3月累计销量26.46万辆，累计同比增长85%。王朝、海洋车型3月销19.57万辆，同比增长87.6%；腾势品牌3月销10398辆，环比增长42%。23年新车型推出叠加出口贡献增量，预计销量300万辆左右，同增60%+。23Q1公司发布基于易四方技术的“仰望”品牌，年内有望推出海狮、腾势N7、宋PLUS改款等车型，预计2023年比亚迪将实现从十万元至百万元车型的全覆盖。此外，公司积极推进海外市场布局，比亚迪正式进入日本、墨西哥乘用车市场，同时纯电动大巴已正式进入印尼、毛里求斯等国，海外市场放量助力销量增长，我们预计2023年比亚迪新能源车销量300万辆左右，同增60%+，其中出口约20万辆。电池装机量同比高增，全年出货预计翻番以上增长。2023年3月动力和储能电池装机9.89GWh，同环比+85%/+10%，1-3月累计装机26.99GWh，同比增长83%。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%，贡献显著增量。

盈利预测与投资评级：考虑公司销量持续高增，我们维持公司2023-2025年归母净利润预测257/337/445亿元，同增55%/31%/32%，对应PE29x/22x/17x，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：黄细里 研

究助理：刘晓恬)

欧普康视 (300595): 2022 年报点评: 短期业绩承压, OK 镜有望恢复性增长

投资要点 事件: 公司发布 2022 年报, 全年实现营收 15.25 亿元 (+17.78%, 表示同比增速, 下同); 归母净利润 6.24 亿元 (+12.44%); 扣非归母净利润 5.60 亿元 (+14.69%)。由于疫情影响患者线下验配, 收入利润低于我们预期。疫情影响下单四季度增速放缓, 2022 年下半年未能实现快速恢复。2022Q4 公司实现收入 3.14 亿元 (+5.11%); 单季度归母净利润 1.18 亿元 (+6.01%)。四季度放开导致潜在就诊群体线下就诊受阻, 公司视光服务受到限制, 订单下滑。2022Q4 毛利率环比下降 5.74pct 至 73.77%, 净利率环比下降 11.85pct 至 41.50%。三明联盟 OK 镜集采有望今年落地, 关注行业渗透率提升带来的结构性机会。2022 年 10 月, 河北省医保局发布了包括角膜塑形镜在内的 20 种集采医用耗材产品信息填报工作的通知, 并在 12 月发布了带量采购文件的公开征求意见通告, 三明采购联盟随后也加入了河北的带量采购。三明联盟 OK 镜集采有望今年落地, 我们认为 OK 镜行业渗透率仍有较大提升空间, 随着行业渗透率提升, 公司作为行业龙头有望继续扩大市占率。此外, 公司计划未来 5 年新增 1000 多家终端建设。我们认为公司前期已有 300 多家终端的建设经验和人才培养经验, 相信公司未来随着终端建设不断推进, 盈利能力有望稳步提升。**盈利预测与投资评级:** 我们将 2023-2024 年归母净利润由 8.41/10.40 亿元调整至 7.61/9.44 亿元, 预计 2025 年为 11.67 亿元, 对应当前市值的 PE 分别为 39/31/25 倍, 维持“增持”评级。风险提示: 线下验配恢复不及预期, 集采降幅超预期等。

(证券分析师: 朱国广)

凯莱英 (002821): 2022 年报点评: 业绩符合预期, 常规业务恢复高增速

投资要点 事件: 公司发布 2022 年报, 2022 全年实现营收 102.6 亿元 (+121%, 同比增速, 下同); 归母净利润 33.0 亿 (+209%); 扣非归母净利润 32.3 亿 (+245%); 经营性现金流净额 32.9 亿元 (+2805%); 业绩符合预期。国内业务进入放量期, 在手订单充沛: 2022 年国内收入 15.64 亿元 (+144%), 其中小分子 CDMO 业务 7.82 亿元 (+108%), 国内 NDA 阶段在手订单 40 个。公司客户数持续增加, 订单客户 561 家, 活跃客户超 1000 家, 中小制药公司收入 28.79 亿元 (+70.0%)。公司在手订单充分, 截至 2022 年底, 在手订单总额达到 11.5 亿美元。小分子业务维持高增速: 公司小分子业务 2022 年收入 92.53 亿元 (+118%), 其中 1) 完成商业化项目 40 个, 收入 75.9 亿元 (+202%); 2) 完成临床阶段项目 359 个, 其中临床 III 期项目 62 个, 小分子临床 CDMO 收入 16.66 亿元 (-3.3%), 剔除 2021 年抗病毒大项目, 同比增速为 19.0%。传统批次反应釜体积达到 5300 立方米, 连续性反应产能同比增长近 400%。新兴业务持续加速, 是未来高增长的有力支撑: 公司新兴业务 2022 年收入 9.96 亿元 (+151%), 其中 1) 大分子业务收入 3.73 亿元 (+139%), 2022 年合计开发新客户 40 余家, 承接新项目 68 个, 包括 25 个推至 II 期的项目。2022 年公司完成约 1.2 万平方米研发中心和 9500 平米的 GMP 生产厂房建设。寡核苷酸是公司未来重要方向, 目前已经完成年产达数百公斤一流生产线的基建工作, 2022 年收入同比增长 464%, 承接新项目 25 个 (II 期后项目 5 个)。2) 临床研究服务收入 2.64 亿元 (+201%), 新增签署 260 余个项目合同, 其中 150 多个为创新药项目; 协助客户获得临床试验默许项目 14 个, 多个项目顺利递延至临床阶段。3) 制剂业务收入 2.29 亿元 (+84.7%),

承接超过 100 个制剂项目，包括十余项 NDA 项目。4) 生物大分子收入 1.01 亿元，服务项目达 48 个，其中 11 个 IND 项目；新建抗体 2000L、偶联药物中试及商业化原液和制剂生产车间落地投产。盈利预测与投资评级：考虑到新冠订单交付波动等因素，我们将 2023-2024 年公司归母净利润由 26.1/29.9 亿元调整为 23.7/23.8 亿元，预计 2025 年归母净利润为 30.6 亿元，当前市值对应 2023-2025 年 PE 分别为 21/21/16 倍，公司短期业绩受到新冠业绩扰动，我们看好公司长期业绩增长动力，维持“买入”评级。风险提示：新冠订单不确定性，新业务拓展不及预期，汇兑损益风险等。

(证券分析师：朱国广 证券分析师：周新明 证券分析师：徐梓煜)

威高骨科 (688161): 2022 年报点评: 疫情与渠道去库存导致短期业绩承压, 看好平台型骨科龙头长期发展

投资要点 事件：公司发布 2022 年报，全年实现营收 18.48 亿元 (-14.18%，表示同比增速，下同)；归母净利润 5.44 亿元 (-21.17%)；扣非归母净利润 5.33 亿元 (-21.43%)。由于 2022 年创伤、关节执行集采渠道去库存，疫情封控影响择期手术量，收入利润低于我们预期。渠道换货及疫情封控影响较大，2022 年四季度收入利润承压。2022Q4 公司实现收入 4.55 亿元 (-21.93%)；单季度归母净利润 1.02 亿元 (-48.0%)。渠道改革有效降低销售费用，2022 年销售费用 6.01 亿元 (-19.50%)，销售费用率 32.54%，研发费用 1.08 亿 (-11.10%)，研发费用率 5.83%。毛利率 74.77%，同比下降 6.4pct；净利率 29.43%，同比下降 2.67pct。公司积极应对集采，实现全产品线中标。脊柱领域，公司威高骨科、威高亚华、威高海星三个脊柱品牌和明德生物一个骨水泥品牌，合计报量约 14.1 万台，为行业第一，公司参与报量的所有产品全部中标，首年采购需求量总计 12.7 万套。创伤领域，威高骨科、威高海星、健力邦德三个创伤品牌合计报量约 26.6 万台，市占率进一步提升。关节领域，2022 年 3 月起各省陆续执行 2021 年人工关节集中带量采购结果，威高亚华、威高海星两个关节品牌合计手术需求量约 5.2 万台，占全国集采需求量 9%，较集采前手术量提升 36.8%。拟收购新生医疗，丰富公司产品管线。2022 年 12 月，公司以现金方式购买威高生物科技、威高富森、威高医疗影像和威高齐全持有的山东威高新生医疗 100% 股权，交易金额为 10.3 亿元。本次收购完成后，新生医疗将成为公司的全资子公司，此次收购系同一控制下的企业合并。新生医疗主营业务为富血小板血浆 (PRP) 制备用套装和封闭创伤负压引流套装的研发、生产和销售，并购后有望提升公司盈利能力。盈利预测与投资评级：考虑到今年脊柱执行集采，我们将 2023-2024 年归母净利润由 9.68/11.56 亿元调整至 6.03/7.32 亿元，预计 2025 年为 8.47 亿元，对应当前市值的 PE 分别为 38/31/27 倍，维持“买入”评级。风险提示：院内手术量恢复不及预期，新产品推广不及预期等。

(证券分析师：朱国广)

海底捞 (06862.HK): 2022 年报点评: 业绩回暖符合我们预期, 看好复苏弹性

持续降本增效成效显著，业绩表现符合预期。公司发布 2022 年年报，全年持续经营业务营收 310.4 亿元 (yoy-20.6%)，其中海底捞餐厅经营收入 289.4 亿元 (yoy-22.9%)，外卖业务 12.8 亿元 (yoy+103.3%)，实现高增。2022 年归母净利 16.4 亿元 (剔除非持续经营业务亏损，去年同期归母净利为-32.5 亿元)。由于 2022 年报口径与 22H1 中报披露口径差异，我们剔除海外部分影响测算得 2022H2 公司大中华区营

收 157 亿元，归母净利 12.2 亿元，归母净利率为 7.8%，得益于啄木鸟计划成效，公司盈利能力大幅提升，符合此前盈利预告。经营表现稳健，新开门店&中国港澳台地区门店表现良好。截至 2022 年底公司门店数达到 1371 家（全年新开 24 家，硬骨头计划复开 48 家，关停 50 家，净开 26 家，该口径已剔除特海国际门店），公司 2022 年新开门店表现良好。全年整体客单价 104.9 元（yoy+2.5%），全年翻台率 3.0 次/天（我们预计 2022H2 翻台率环比 2022H1 持平微增）。2022 年同店销售 yoy-14.4%，同店翻台率 3.1 次，yoy-8.8%。分区域来看，公司一线/二线/三线及以下营收同比分别下滑 33.3%/23.9%/19.4%，中国港澳台地区恢复较快，2022 年营收 yoy+28.2%，同店翻台率 3.6 次/天，yoy+20% 毛利率优化，灵活用工降本显著。2022 年毛利率达 58.4%（yoy+2.5pct），主要得益于公司启用部分外部食材供应链，菜单价格及结构调整所致。物业租金及折摊合计占收入比微增 0.24pct，相对稳定。得益于薪酬结构调整与灵活用工比例提升，人工占比 33%（yoy-2.7pct）。单店模型精进，业绩拐点已现，强烈看好经营向上弹性。啄木鸟计划一年有余，通过关停门店&审慎扩张、加强自上而下总部产品/培训职能等手段帮助公司化危为机，降本提效，单店模型持续精进。公司通过优化产品及人员结构、调整激励等方式，我们测算 2022H2 单店盈亏平衡点已降至 2.5 以下，业绩拐点已现。新模型门店利润弹性显著，为 2023 年复苏充分蓄能，我们预计 2023 年 1-2 月整体翻台率同比恢复度达 100%，伴随线下消费场景持续复苏，业绩向上空间有望续超市场预期。盈利预测与投资评级：考虑复苏节奏，我们微调 2023-2024 年归母净利至 38/55 亿元（前值为 37.8/56.5 亿元），并预计 2025 年归母净利为 71.3 亿元，同比增长 131.6%/43.8%/30.7%，当前收盘价对应 3 年动态 PE 为 27/19/15 倍。继续看好公司业绩弹性与较强确定性，维持“买入”评级。风险提示：疫情反复；行业竞争加剧；管理改革与经营复苏不及市场预期。食品安全与负面新闻风险。

（证券分析师：汤军 证券分析师：李昱哲）

奈雪的茶 (02150.HK): 2022 年报点评: 23 年加速开店, 复苏潜力可期

投资要点 公司发布 2022 年年报，业绩符合预期：2022 年公司收入 42.92 亿元，同比-0.1%；归母净亏损 4.69 亿元（21 年同期亏损 45.25 亿元）；经调整净亏损 4.61 亿元（21 年同期亏损 1.45 亿元）。22H2 公司收入 22.47 亿元，同比+3.5%；归母净亏损 2.12 亿元（21H2 同期亏损 2.03 亿元）；经调整净亏损 2.12 亿元（21H2 同期亏损 1.93 亿元）。22 年公司稳健展店，持续降本增效：截止到 2022 年末公司奈雪的茶门店数量 1068 家，较 22 年初净增 251 家，其中一类店/二类店分别增加 178/73 家，展店计划稳步推进。单店模型方面，公司持续推进降本增效：（1）人力成本端，公司 22 年陆续上线自动制茶机、自动排班机等，通过自动化系统降低单店员工人数；（2）租金成本端，公司积极推动保底租金模式转为纯扣点租金模式，且随着品牌议价能力提升，公司持续获得更优惠点位。尽管受疫情冲击较为严重，但 22 年奈雪的茶门店经营利润率依然达到 11.8%，仅同比下滑 2.7pct。22 年公司店效受损严重，目前复苏势头较好：根据我们测算，受疫情冲击，22 年公司奈雪的茶单店收入 372 万元，同比-25%；其中受公司新品价格带下移和疫情冲击影响，22 年客单价 34.3 元，同比-17.5%，单店日均订单量 348.2 单，同比-16%。但公司品牌势能依然强劲，22 年月活会员复购率同比+1.9pct 至 26.3%。23 年以来随着疫情好转，公司单店店效快速恢复，3 月公司平均店效同比恢复至约 115%，平均订单

量同比恢复至约 130%，当前复苏势头较好。23 年开店指引积极，复苏潜力可期：根据公司交流，展店方面，23 年公司计划开店 600 家，且主要以高线城市加密为主；单店模型方面，随着单店收入恢复，公司门店人力成本和租金成本占比短中期有望分别降低到 20%/15% 以内，门店经营利润率有望维持在 20+%，叠加摊薄总部人力成本等因素，23 年公司有望实现 5% 的归母净利率目标。盈利预测与投资评级：公司 23 年指引积极，我们上调公司 23-25 年收入预期至 81/108/141 亿元（此前 23-24 年预期为 72/97 亿元），同比+88%/33%/31%，上调归母净利润预期至 4.26/8.2/13 亿元（此前 23-24 年预期为 2.09/4.36 亿元），同比+191%/93%/58%，对应 23-25 年 PE 分别为 30/16/10x，上调至“买入”评级。风险提示：疫情反复，宏观经济下行，竞争格局恶化

（证券分析师：汤军 证券分析师：王颖洁 证券分析师：李昱哲）

晶盛机电（300316）：2022 年报点评：业绩持续高增，看好光伏&半导体、设备&材料平台化布局

投资要点 设备+材料双轮驱动，业绩持续高增：2022 年公司营收 106.4 亿元，同比+78.5%，归母净利润 29.2 亿元，同比+70.8%，扣非归母净利润 27.4 亿元，同比+67.9%。分产品来看，材料业务增长较快，2022 年设备及其服务营收 84.7 亿，同比+70.2%，占比 79.6%，材料营收 14.5 亿元，同比+273.6%，占比 13.7%，其他营收 7.2 亿元，同比+20.2%，占比 6.7%。2022Q4 营收 31.8 亿元，同比+61.2%，环比+2.7%，归母净利润 9.2 亿元，同比+52.1%，环比+14.2%，扣非归母净利润 8.3 亿元，同比+43.2%，环比+4.3%。盈利能力保持稳定，持续加大研发投入：2022 年公司综合毛利率 39.6%，同比-0.1pct，分产品来看，设备及服务毛利率 40.8%，同比-1.8pct，材料毛利率 39.0%，同比+14.5%；净利率为 28.9%，同比-0.1pct；期间费用率合计 10.4%，同比+0.9pct，其中销售费用率为 0.4%，同比-0.1pct，财务费用率为 -0.2%，同比+0.05pct，管理费用率（含研发）为 10.2%，同比+0.9pct，主要系新产品开发力度加大，包括半导体大硅片设备、第五代单晶炉、管式电池设备、叠瓦组件整线设备、第四代半导体材料 MPCVD 法金刚石晶体生长设备等，研发投入持续增加，为 8.0 亿元，同比+125%，占营收比重为 7.5%。2022Q4 单季毛利率为 38.6%，同比-4.2pct，环比-1.6pct，净利率为 30.9%，同比+0.1pct，环比+3.2pct。存货&合同负债高增，在手订单保障业绩确定性：截至 2022 年末公司合同负债为 94.7 亿元，同比+91%，存货 123.9 亿元，同比+105%，表明公司在手订单充足；2022 年经营活动净现金流 13.1 亿元，同比-24.4%，主要系 Q1 备货支出较多所致。截至 2022 年末公司未完成晶体生长设备及智能化加工设备合同 254.2 亿元（含税），其中未完成半导体设备合同 33.9 亿元（含税）；我们预计 2022Q4 公司新签订单约 52 亿元，同比+16%，环比+24%，2022 全年新签订单约 174 亿元。深化平台化布局，公司目标 2023 年全年整体营业收入同比增长 60% 以上：（1）光伏：a. 单晶炉：受益于降低非硅成本&N 型化对先进产能的需求提升；b. 电池片&组件设备：2023 年公司目标实现新签电池设备及组件设备订单超 30 亿元（含税）；c. 石英坩埚&金刚线等耗材：2023 年公司目标材料业务销售突破 50 亿元（含税），我们认为石英坩埚、金刚线等耗材有望贡献较大增量。（2）半导体：a. 设备：公司已基本实现 8-12 英寸大硅片设备的全覆盖并批量销售，6 英寸碳化硅外延设备实现批量销售且订单快速增长，我们认为 2023 年碳化硅外延设备将会有较大增长；b. 碳化硅衬底：公司已长出 8 英寸晶体，2023 年公司目标

材料业务销售突破 50 亿元（含税），我们认为碳化硅衬底也有望贡献一定增量。盈利预测与投资评级：光伏设备是晶盛机电的第一曲线，第二曲线是半导体设备放量，第三曲线是光伏耗材和半导体耗材的完全放量。我们预计公司 2023-2025 年的归母净利润为 47（原值 40 亿，上调 18%）/58（原值 48 亿，上调 21%）/70 亿元，对应 PE 为 18/15/12 倍，维持“买入”评级。风险提示：新品拓展不及预期，下游扩产不及预期。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：刘晓旭）

德方纳米（300769）：2022 年报点评：业绩符合市场预期，加码布局锰铁锂产能

投资要点 2022 年归母净利润 23.8 亿元，同比增长 188.36%，业绩位于预告中值偏上，符合市场预期。2022 年公司营收 225.57 亿元，同比增长 355.3%；归母净利润 23.8 亿元，同比增长 188.36%；扣非净利润 23.19 亿元，同比增长 191.7%；22 年毛利率为 20.05%，同比减少 8.81pct；净利率为 10.67%，同比减少 5.94pct。Q4 计提资产减值损失 2.2 亿，若加回，22 年归母净利润为 26 亿元，此前公司预告 2022 年归母净利润 23.6-25.5 亿元，业绩位于预告中值偏上，符合市场预期。22 年铁锂销售 17 万吨，23 年有望维持 50%+增长，盈利水平逐步回归正常。22 年公司铁锂销 17.2 万吨，同增 89%，其中 Q4 预计 5.2 万吨，环增 5%；公司现有 26.5 万吨产能，宜宾时代 8 万吨 23H2 投产，预计 23 年出 30 万吨左右，权益预计 28 万吨左右，同增近 70%。盈利方面，22 年单吨盈利 1.4 万元，其中 Q4 约 1.15 万元，环比微增。23 年初铁锂加工费下调 2000-3000 元，磷酸铁价格由 2 万/吨回调至 1.5 万/吨，考虑公司一体化布局及成本优势，预计 23 年单位盈利可维持 7000 元以上。加码布局锰铁锂产能，新产品打开成长空间。锰铁锂进展顺利，曲靖德方 11 万吨锰铁锂产能于 22 年 9 月底进入试生产阶段，预计 23 年 Q2 开始出货，Q3 有望实现装车，全年出货预计 3-5 万吨，主要应用于动力电池，且盈利水平预计明显好于铁锂正极。公司现有产能规划 44 万吨，此次公司公告拟投资 25 亿元于会泽县建设 11 万吨锰铁锂正极产能，锰铁锂总规划产能高达 55 万吨，彰显公司信心。此外，公司布局正极补锂剂，现已规划 5 万吨补锂剂产能，预计 22 年底小批量投产 5000 吨，23H2 满产，预计全年出货 3000 吨左右，开始贡献盈利。存货较年初明显增长，经营活动现金流承压。22 年公司期间费用 13 亿元，同增 212%，费用率 6%，同降 3pct；22 年公司存货为 51 亿元，较年初增长 229%，其中原材料 18.5 亿，较年初增长 108%；应收账款 44 亿元，较年初增长 230%；22 年公司经营活动净现金流净额为 -61 亿，同 -896%；账面现金为 35 亿元，较年初增长 88%。盈利预测与投资评级：考虑碳酸锂跌价产生减值损失，我们下修公司 2023-2025 年的归母净利润至 20/28/39 亿元（23-24 年原预期 25.6/33.6 亿元），同比增长 -16%/41%/39%，对应 17/12/9X，给予 2023 年 28 倍 PE，目标价 323.1 元，维持“买入”评级。风险提示：电动车销量不及预期、竞争格局恶化。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕 证券分析师：岳斯瑶 研究助理：刘晓恬）

颐海国际（01579.HK）：2022 年报点评：业绩超预期，期待第三方成长潜力

事件：公司发布 2022 年报，公司全年营收 61.5 亿元（yoy+3.4%），归母净利润 7.4 亿元（yoy-3.2%），其中 2022H2 营收 34.6 亿（yoy+4.4%），其中关联方 8.3 亿元（yoy-20.3%，降幅环比上半年收窄 5.9pct），第三方 26.3 亿元（yoy+15.8%），第三方收入占比提升 0.5pct 至 76%。归

母净利 4.8 亿元 (yoy+14.7%)，表现超预期，归母净利率为 13.8%。2022H2 第三方增速回暖，2023 复调发力 B 端，产研创新持续。1) 火锅调料：2022H2 营收 22.4 亿元 (yoy+6.9%)，收入占比 64.8%，整体毛利率 36.1% (环比提升 3.3pct)，其中关联方营收 7.9 亿元 (yoy-17.8%)，毛利率 13.1% (环比 22H1+0.4pct)，第三方营收 14.5 亿元 (yoy+27.6%)。2) 中式复调：2022H2 营收 2.3 亿元 (yoy+8.4%)，收入占比 6.5%，毛利率 32.8%，环比+1pct，2023 年公司 will 聚焦大单品发力 2B 渠道，业务增长潜力可期。3) 方便速食：2022H2 营收 9.7 亿元 (yoy+1.9%)，收入占比 28.1%，我们预计其中自热小火锅/冲泡系列/自热米饭收入约 6.2/1.8/1.4 亿元。毛利率 21.3%，环比+0.2pct。目前中国大陆由 7 个创新委员带领 21 个产品小组开展产品研发工作，此外公司在除中国大陆以外的亚洲/欧美分别设立 7/1 个产品小组，进一步加强产研能力。管理架构优化，渠道改革持续。公司采取 1 个销售总监带领 4 名渠道经理为合伙人开展培训的指导模式，通过信息化、精细化持续下沉扩展销售网络，着力提升售点与单经销商提货额。截至 2022 年底，我们预计公司经销商数量达 3,100 个，单经销商提货额 139 万元 (yoy+29.3%)。2022H2 毛利率优化，下半年费控成效良好。2022H2 整体毛利率 31.5% (环比 2022H1+3pct)，主要系产品结构优化与原料价格环比下行；销售费用率 9.6% (环比 2022H1-2.1pct)，管理费用率 2.9% (环比 2022H1-1.8pct)，主要系公司更加强调费效比，营销投放减少及薪酬调整所致。盈利预测与投资评级：考虑餐饮与 C 端消费复苏持续，公司关联方及第三方业务均将受益，收入端放量可期；叠加自产毛利率提升与稳健费用投入，盈利能力有望增强。我们上调 2023-24 年公司归母净利润至 9.4/11.6 亿元 (前值为 7.3/8.5 亿元)，并预计 2025 年归母净利润为 13.9 亿元，3 年归母净利同比增速为 26%/24%/20%，当前股价对应动态 PE 23/18/15 倍，上调评级至“买入”。风险提示：疫情反复，第三方销售不及预期，竞争加剧，食品安全风险。

(证券分析师：汤军 证券分析师：李昱哲)

新泉股份 (603179)：2022 年年报点评：Q4 业绩符合预期，自主内饰龙头持续成长

投资要点 事件：公司发布 2022 年年度报告，2022 年公司实现营业收入 69.47 亿元，同比增长 50.60%；实现归母净利润 4.71 亿元，同比增长 65.69%。其中，公司 Q4 单季实现营业收入 22.26 亿元，同比增长 65.00%，环比增长 16.67%；实现归母净利润 1.56 亿元，同比增长 145.79%，环比增长 6.12%。公司 2022 年 Q4 业绩整体符合我们的预期。订单放量驱动公司成长，Q4 业绩符合预期。营收端，公司主要客户 Q4 批发销量实现环比增长驱动公司 Q4 收入环比持续增长，其中吉利 Q4 实现批发 44.34 万辆，环比增长 17.99%；国际知名电动车企业国内批发 22.78 万辆，环比增长 20.98%；此外，公司 Q4 新批产的新能源项目同样为 Q4 营收贡献部分增量。毛利率方面，公司 Q4 单季毛利率 20.63%，环比提升 1.19 个百分点，预计主要系营收增长带来的规模效应以及高毛利客户收入占比提升所致。期间费用方面，公司 Q4 整体期间费用率为 10.58%，环比提升 1.20 个百分点，其中，Q4 销售费用环比增加 2332 万元，研发费用环比增加 1140 万元，财务费用环比增加 2303 万元 (预计系 Q4 汇兑为负贡献)。净利端，公司 Q4 单季度实现归母净利润 1.56 亿元，环比增长 6.12%；对应 Q4 单季度归母净利率 7.01%，环比下降 0.69 个百分点，预计主要系年底相关期间费用支出增加以及减值影响所致。技术、成本、客户和布局四大核心竞争力驱动公司份额持续提升。技术上，公司具备同步开

发能力、模具自制能力、强大的检测测试能力、领先的生产工艺以及先进的生产设备。成本上，公司大力推行精细化管理，全面实施降本增效，并且强化工艺创新，优化工艺流程，提高生产销量，降低产品成本；将成本控制指标分解至各部门各工段，有效降成本控费用。客户上，公司深度配套吉利、奇瑞、长城、比亚迪、国际知名品牌电动车企业等优质车企，享受客户发展红利。产能上，公司在全国范围内拥有完善的产能布局，并持续大力推进海外布局。公司作为自主内饰件龙头，业绩后续将迎来高速增长。盈利预测与投资评级：我们维持公司 2023-2024 年归母净利润分别为 8.02 亿、11.22 亿的预测，预计公司 2025 年归母净利润为 13.90 亿，对应 EPS 分别为 1.65 元、2.30 元、2.85 元，市盈率分别为 26.43 倍、18.89 倍、15.25 倍，维持“买入”评级。风险提示：乘用车行业销量不及预期，新客户开拓不及预期，原材料价格波动导致盈利不及预期。

(证券分析师：黄细里 证券分析师：刘力宇)

新强联(300850): 2022 年报点评: 资产减值拖累业绩表现, 看好 2023 年风电装机大年业绩回暖

事件: 公司发布 2022 年年报。 风电行业需求量疲软&产品出现一定降价, 2022 年收入端有所承压 2022 年公司实现营业收入 26.53 亿元, 同比+7.13%; 其中 Q4 营业收入为 7.01 亿元, 同比+21.40%, 基本符合我们预期。分产品来看: 1) 风电类产品: 2022 年实现收入 19.90 亿元, 同比-6.51%, 收入占比为 74.98%, 同比-10.94pct, 这一方面系市场需求量下滑, 另一方面系公司产品价格出现一定下调, 但在 2022 年风电行业需求疲软的背景下, 公司表现已较为突出; 2) 海工装备类产品: 2022 年实现收入 8921 万元, 同比+59.92%, 受益于海工行业高景气明显增长, 收入占比为 3.36%, 同比+1.11pct; 3) 锻件: 2022 年实现收入 1.63 亿元, 同比-3.40%, 收入占比为 6.16%, 同比-0.67pct; 4) 锁紧盘: 2022 年实现收入 2.68 亿元, 同比+995.94%, 2022 年收入占比达到 10.12%, 大幅增长主要系 2021 年 12 月收购豪智机械, 2021 年全年仅有 12 月份收入并表。展望 2023 年, 据我们不完全统计, 2022 年国内风机公开招标 101GW, 同比+87%, 2023 年大规模装机有强支撑, 叠加公司主轴承产品系列持续完善, 2023 年收入端有望重回快速增长。 毛利率下降&费用率提升&大额减值损失, 盈利水平出现明显下滑 2022 年公司实现归母净利润 3.16 亿元, 同比-38.54%, 其中 Q4 归母净利润为-0.18 亿元, 出现亏损, 低于市场预期。2022 年公司销售净利率为 12.38%, 同比-8.41pct, 出现明显下滑。1) 毛利端: 2022 年销售毛利率为 27.50%, 同比-3.32pct, 其中风电类产品和锁紧盘的毛利率分别为 28.82%和 19.27%, 分别同比-2.74pct 和+0.85pct。2022 年风电类产品毛利率出现一定下滑, 我们判断一方面系公司产品出现一定降价, 另一方面系原材料价格有所上涨。2) 费用端: 2022 年期间费用率为 11.82%, 同比+2.87pct, 其中销售、管理、研发和财务费用率分别同比+0.32pct、+1.15pct、+0.58pct 和+0.82pct, 各项费用率均有所提升。3) 2022 年公司资产减值损失达到-5865 万元, 2021 年同期为 0, 主要系豪智机械商誉评估减值所致(3744 万元)。此外, 2022 年公司信用减值损失为-5045 万元, 资产处置收益为-1637 万元, 2021 年分别为-4322 和 5 万元, 进一步压制盈利水平。 海上主轴承正式实现国产突破, 募投项目持续加码打开成长空间 公司在大功率轴承技术快速突破的基础上, 借助资本市场持续加码募投, 不断打开成长天花板。1) 公司大功率主轴承快速突破, 在公司与明阳智能签署的 2023 年框架协议中, 我们预估陆上主轴承约 10.4GW, 6.X 系列占比高达 81%。此外, 该合同还包含海上主轴承 50 套, 正式实现产业化

突破。偏航变桨领域，公司独立变桨技术成熟，具备技术迭代成长逻辑。2) 作为本土唯一大型回转支承上市民营企业，公司借助资本市场资源持续扩张。2021 年募投加码大功率主轴轴承、偏航&变桨轴承，预计 2023 年达产年产值 16.3 亿元；2022 年募投布局齿轮箱轴承，预计 2026 年达产年产值 15.35 亿元。公司正在主轴轴承、偏变轴承、齿轮箱轴承全方位突破，不断夯实核心竞争力。盈利预测与投资评级：考虑到产品降价等影响，出于谨慎性原则，我们调整公司 2023-2024 年归母净利润预测分别为 5.86 和 9.00 亿元(原值 8.79 和 11.98 亿元)，并预计 2025 年归母净利润为 12.42 亿元，当前市值对应动态 PE 分别为 26/17/12 倍。考虑到公司募投产能快速扩张，大功率主轴轴承快速突破，维持“买入”评级。风险提示：风电装机量不及预期，市场竞争加剧，原材料价格上涨等。

(证券分析师：周尔双 证券分析师：曾朵红 证券分析师：黄瑞连)

九号公司 (689009)：2022 年报点评：电动两轮车加速放量，2023 年盈利水平有望进一步提升

事件：公司发布 2022 年报。电动两轮车&服务机器人快速放量，Q4 收入端增长明显提速 2022 年公司实现营业收入 101.24 亿元，同比+10.70%，其中 Q4 营业收入为 24.92 亿元，同比+28.23%。分产品来看：1) 电动平衡车&电动滑板车：2022 年实现收入 55.37 亿元，同比-13.56%，收入占比为 54.69%，同比-15.35pct；2) 电动两轮车&电踏车：2022 年实现收入 26.63 亿元，同比+99.58%，收入占比为 26.30%，同比+11.71pct，主要系不断加大市场开拓力度；3) 机器人：2022 年实现收入 1.21 亿元，同比+466.72%，收入占比达到 1.19%，主要系服务机器人通过新品的持续推进，积极开拓市场；4) 其他产品：2022 年实现收入 18 亿元，同比+30.23%，其中全地形车实现收入 5.87 亿元，同比+4.82%。分地区来看，2022 年公司境内和境外收入分别为 43.85 和 57.39 亿元，分别同比-6.71%和+29.09%，境外收入明显增长，收入占比达到 56.69%，同比+8.08pct，主要系自有渠道电动滑板车产品快速增长。分渠道来看，2022 年定制和自主产品分别实现收入 38.90 和 62.34 亿元，分别同比-18.58%和+42.73%，自主产品销售快速放量。展望 2023 年，随着疫情放开后消费链复苏，叠加电动两轮车、全地形车、服务机器人等产品放量，公司收入有望加速增长。各项产品毛利率均有明显提升，投资收益&减值损失压制利润端表现 2022 年公司归母净利润和扣非归母净利润分别为 4.51 和 3.80 亿元，分别同比+9.73%和+48.21%，其中 Q4 分别为 0.57 和-0.18 亿元，分别同比+155.20%和+81.22%。2022 年公司销售净利率和扣非销售净利率分别为 4.43%和 3.75%，分别同比-0.03pct 和+0.95pct，真实盈利水平有所提升。1) 毛利端：2022 年销售毛利率为 25.97%，同比+2.74pct，其中电动平衡车&滑板车、电动两轮车&电踏车、机器人毛利率分别为 29.44%、16.16%、49.07%，分别同比+4.35pct、+4.97pct、+12.88pct，均实现明显提升。电动平衡车&滑板车毛利率提升主要系客户结构改变。对于电动两轮车系列，由于存在建店补贴冲减营业收入 1.00 亿元，剔除建店补贴影响后，毛利率达到 20.5%。2) 费用端：2022 年期间费用率为 19.14%，同比+0.38pct，其中销售、管理、研发和财务费用率分别同比+2.66pct、+0.24pct、+0.25pct 和-2.78pct，2022 年公司股份支付费用为 1.02 亿元，除此之外销售费用率明显提升主要系加大业务宣传力度，宣传与广告费相应上涨导致，财务费用率下降主要系汇兑收益增加。3) 2022 年投资净收益为-2440 万元，2021 年为 9002 万元，同时 2022 年资产减值损失达到-1.52 亿元，2021 年为-5101 万元，均

明显压制 2022 年利润端表现。新产品持续落地，公司的成长空间不断打开。公司在巩固电动滑板车、平衡车等传统优势同时，不断布局新品，成长空间不断打开：①两轮车是天然的大市场，用户对智能电动两轮车的需求逐渐提高。公司中国区专卖门店近 3000 家，覆盖 700 余个县市；并发布 Bmax、F、A+和 MMAX 系列等多款战略级产品，E 系列和 B 系列进军海外市场，已陆续在英国、日本、墨西哥等十余个国家上市；②全球全地形车是千亿元级市场，公司已形成一定规模销售，2022 年产品现已劲销全球 3000 余个经销网点，全系列产品已顺利进入欧洲市场，其中 UTV 和 SSV 已顺利进入美国市场，产品迅速获得用户和经销商的认可，成长空间进一步打开；③在机器人领域，2022 年公司割草机器人在家用无边界割草机领域内率先实现批量交付，产品已成功登陆 10 多个欧盟国家，覆盖德语区，比荷卢，北欧，意大利等核心国家和地区，成功进驻 300 多经销商门店，产业化快速推进。此外，2022 年公司发布两款全新的服务机器人-九号飞碟送物机器人和九号饱饱送餐机器人，其中饱饱送餐机器人已成功出口韩国、日本、西班牙等多个国家和地区，进一步打开成长空间。盈利预测与投资评级：考虑到消费复苏及公司销售投入力度加大，我们调整 2023-2024 年归母净利润预测分别 7.35 和 12.05 亿元(原值 10.14、15.70 亿元)，并预计 2025 年归母净利润为 17.96 亿元，当前市值对应动态 PE 分别为 37、22、15 倍，维持“买入”评级。风险提示：新品推广不及预期，海外市场销量下滑，盈利能力下滑等。

(证券分析师：周尔双 证券分析师：黄瑞连)

金风科技 (002202)：2022 年报点评：风机制造承压，风场开发和后服务成为重要增长点

投资要点 事件：公司发布 2022 年年报，营收 464.37 亿元，同降 8.8%；归母净利润 23.83 亿元，同降 36.1%；毛利率 17.7%，同降 5.3pct；归母净利率 5.1%，同降 2.2pct。其中 2022Q4 营收 202.73 亿元，同/环比 +18.7%/+113.4%；实现归母净利润 0.19 亿元，同/环比 -96.2%/-95.8%。22Q4 毛利率 11.2%，同/环比 -4.2pct/-7.2pct；22Q4 归母净利率 0.1%，同/环比 -2.8pct/-4.6pct。风机业务收入同比下滑，风电服务增长明显，风电场开发持续增长。22 年风机制造销售、风电服务、风电场开发、其他业务收入分别为 326/56.5/69.1/12.8 亿元，占比 70%/12%/15%/3%，同比 -18%/+38%/+22%/+4%。分部来看，贡献 -3.1/8.8/33.2/10.2 亿元净利润(调整和抵销 -24.8 亿元)，同比 -112%/+9181%/+13%/+300%。大型化价格竞争、机型切换等因素导致毛利率下滑，中速永磁成为主力机型，国内外订单快速增长。22 年风机销售 13.9GW，同比 +29.8%，其中 MSPM 机型 8.6GW，同比 +7847%，占比由 21 年的 1%提至 62%，成为主力机型。风机制造毛利率 6.23%，同比 -11.5pct。截至 22 年末，风机在手订单 27.1GW，同比 +55.5%，其中外部订单 26.6GW (海外 4.5GW，同比 +97%)，包括 MSPM 机型 18.2GW、3/4S 机型 5.4GW 等。风电服务产品类型不断丰富，迎来量利齐升。随着公司风机体量增长和运维技术积累，22 年风电服务实现营收 56.5 亿元，同增 38.3%，其中后服务收入 24.6 亿元，同增 25.2%，在运容量约 28GW，同比 +20.9%。风电服务毛利率同增 11.8pct 至 23.8%。风电场开发持续扩张，在建和核准项目规模同比高增，将成为公司利润重要来源。22 年国内外自营风场权益并网新增 1.74GW (21 年 1.4GW)，转让 685MW (21 年 827MW)，累计 7.08GW。转让风场项目股权投资收益 11.2 亿，同比 +18%。权益在建容量 2.64GW，同比 +31%，核准项目计划装机 3.92GW，同比 +98%，其中国际项目 1.16GW，集中在澳洲。盈利预测与投资评级：我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 30.74/36.34/41.85

亿元（23/24年前值为42.59/52.17亿元），同增29.0%/18.2%/15.2%，对应PE分别15/13/11x，公司MSPM机型推广顺利，给予23年18x，目标市值553亿，维持“买入”评级。风险提示：价格竞争加剧、需求不及预期等。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：陈瑶）

雅生活服务（03319.HK）：2022年年报点评：摆脱周期业务依赖，巩固市场拓展优势

投资要点 事件：公司发布2022年年报。2022年实现营收153.8亿元，同比增长9.2%；归母净利润18.4亿元，同比下降20.3%，业绩不及我们预期。多因素致业绩承压，预计利润率将维持稳定。2022年公司营收同比增长9.2%而归母净利润同比下降20.3%的主要原因：（1）公司基于审慎考虑，应收账款及其他应收账款减值拨备达4.7亿元，较2021年增加3.1亿元；（2）对前期收并购所形成的无形资产的摊销金额为1.9亿元；（3）受房地产行业环境下行和新冠疫情反复影响，公司各项成本尤其是人力成本有所上升。公司2022年毛利率为22.0%，同比下降5.5pct；净利率12.6%，同比下降5.6pct。我们认为随着疫情结束、国内经济企稳，毛利率的短期压制因素逐步消失，未来公司的毛利率将稳定在当前水平。业务结构优化，非周期业务占比持续下降。从收入口径看，物业服务业务收入同比增长15.8%，收入占比提升至65%；业主增值业务收入同比增长24.3%，收入占比提升至15%；城市服务业务收入占比同比增长88.3%，收入占比提升至9%。而受地产行业景气下行影响的外延增值业务收入同比下降40%，收入占比从2021年的20%下降至11%，净利润占比也从32%下降至16%。我们认为公司正在逐步摆脱对地产关联交易类业务的依赖，通过市场化外拓及在城市服务业务上的不断发力，获得更强的独立性和可持续发展能力。巩固拓展领先优势，深耕非住宅专业赛道。公司2022年在管面积达5.5亿平，新增在管面积5693万方，其中83%来自第三方项目，市场化拓展能力领跑行业。公司在外拓时聚焦高能级城市，2022年新拓项目中71.4%的合同金额位于一二线城市，由此带来了较高的拓展均价，为项目利润率提供保障。目前公司已实现了全业态的布局，在管项目中非住宅业态的面积占比为56.4%，收入占比已达58.4%。我们认为公司已具备行业内较为领先的市场化拓展能力且业态布局合理，在地产行业景气下行的时代背景下，有望获得优于同行的发展速度。盈利预测与投资评级：公司作为行业龙头，规模增长稳健，市场外拓能力突出，收入结构持续优化，2022年受内外多因素影响致业绩承压。我们认为随着不利因素逐渐消失，公司未来有望恢复稳健增长。基于公司年报最新业绩情况，我们下调其2023/2024年归母净利润至20.6/23.5亿元（前值为25.9/30.8亿元），预测2025年利润为26.5亿元，对应的EPS为1.45元/1.66元/1.87元，对应PE分别为4.1X/3.6X/3.2X，维持“增持”评级。风险提示：市场化外拓不及预期；利润率修复不及预期；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）

三一重工（600031）：2022年报点评：全球化战略进入兑现期，看好利润及估值双升

事件：公司披露2022年年度报告。业绩接近预告中值，符合市场预期。投资要点 2022年工程机械受国内周期压制，出口表现亮眼2022年公司实现营业收入808亿元，同比下滑24%，归母净利润43亿元，同比下滑64%。净利润接近业绩预告中值，符合市场预期。分产品看，2022年主要产品海外均正增长，挖机板块表现亮眼：（1）挖

机机械实现收入 358 亿元，同比下滑 14%，其中国内收入 177 亿元，同比下滑 43%，与行业 44% 的降幅接近，海外收入 181 亿元，同比增长 69%，显著高于行业 60% 的增速。(2) 混凝土机械实现收入 151 亿元，同比下滑 43%，其中国内收入 75 亿元，同比下滑 61%，海外收入 75 亿元，同比提升 6%，表现均好于行业。(3) 起重机械实现营收 127 亿元，其中国内 76 亿元，同比下滑 57%，海外收入 51 亿元，同比提升 25%。2023 年全球战略进入兑现期，看好利润及估值双升

分区域看，2022 年公司国内营收 415 亿元，同比下滑 47%；2022 年海外营收 366 亿元，同比增长 47%，较前三季度再加快 3pct，出口收入占比升至 45%，同比+22pct，2023 年出口收入占比有望增至 60%。出口分区域看，亚澳仍为第一大出口市场，收入同比增长 41%，占总出口 41%。欧、美增速最快，收入分别同比增长 44%、76%，占比 32%、19%。2022 年公司挖机、起重机、混凝土机出口均保持第一。根据我们测算，2022 年海外工程机械市场空间约 5000 亿人民币，公司份额仅约 7%，国际化长期增长潜力可观。我们认为，公司出口板块为成长板块、周期较弱、利润率高于国内，分布估值下有望迎来估值中枢上移。国内市场低估期应享有更高估值，2023 年起公司业绩有望开启筑底反弹，看好公司利润及估值双升。22Q4 毛利率回升明显，利润率有望持续修复

2022 年公司销售毛利率 24.0%，同比-1.8pct，其中国内市场毛利率 21.9%，同比-4.8pct，海外市场毛利率 26.4%，同比+2.2pct，海外毛利率高于国内约 5pct，若扣除海外子公司普迈影响，公司海外毛利率相较国内将高于 5pct，2023 年出口高增背景下有望带来利润率修复。销售净利率 5.5%，同比-6.1pct。2022 年公司期间费用率 19.3%，同比+4.4pct，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 7.8%/3.3%/-0.4%/8.6%，同比+1.5/+0.7/-0.2/+2.5pct。规模效应减弱，研发投入、渠道建设强度维持高水平，导致净利率下滑幅度较大。单 Q4 看，公司毛利率修复明显，Q4 毛利率回升至 27.3%，同/环比提升 8.4/3.7pct。我们判断系钢材价格和海运费回落，海外收入中挖机占比提升、规模效应释放，2023 年看好公司利润率修复。拟回购股份用于员工持股计划，彰显发展信心

公司于 3 月 31 日发布公告，拟用自有资金，通过集中竞价交易方式，以不超过 18 元/股的价格回购公司股份。回购资金总额不低于 5 亿元，不超过 8 亿元。回购股份实施期限为 3 月 30 日起的 45 天内。本次回购用于员工持股计划，有助于完善激励机制、彰显公司增长信心。由于回购价接近当前股价、回购实施期限短，该回购规划有望较快落地。

盈利预测与投资评级：考虑行业景气度，我们调整公司 2023-2024 年归母净利润为 68(原值 69)/94(原值 85) 亿元，预计 2025 年归母净利润 130 亿元，当前市值对应 PE 为 21/15/11 倍，维持“买入”评级。风险提示：地缘政治冲突、行业竞争加剧、基建不及预期、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)

济民医疗 (603222)：高政策壁垒、新技术的博鳌医院等，高端医疗服务启动第二成长曲线

投资要点 核心逻辑：博鳌国际医院为 A 股稀缺资产，高政策壁垒、日本顶级专家团队、国际化新技术及新设备、高利润率；疫后博鳌国际医院及湖北鄂州二医院等高端医疗服务放量、23 年器械及大输液等拐点明确、IPO 后第一次股权激励落地，不良资产剥离完毕、商誉计提完毕，2023-2025 年或将超高速增长。具有国际影响力的博鳌国际医院先行先试高政策壁垒，再生医学创新平台有望开启第二增长曲线；鄂州二院三级综合性医院即将投产快速释放业绩。政策壁垒高：

博螯国际医院地处博螯乐城先行区，拥有先行先试特权、新技术高政策壁垒，作为当地龙头医院享受政策红利；顶级专家团队：拥有日本小田治范等强大的专业团队，引进日本厚生省批准的小田医院全套免疫细胞培养技术、日本进口培养液等，自体脂肪干细胞获得中检院三批次的检验报告；国际化设备：德国 INUS 双膜靶向血液净化新技术、引进了韩国上市公司 Bioplus 公司的 HyalDew（整形用皮下填充材料）等四款高端医美器械；研发新方向：针对膝骨关节炎、慢性阻塞性肺病等疾病开发等四方面研究。我们预计博螯国际医院 2023-2025 年收入有望分别达 2/3.5/5 亿。鄂州二院新院区已建成，23 年 3 月试运行、5 月正式运营，鄂州二院新老院区合计床位 1200 张，目前老院区已基本满产，每年贡献收入 1 亿元左右，利润约 1500 万，鄂州二院新老院区收入、利润峰值有望分别达 6 亿、1 亿。医疗器械国内迅速放量，大输液新品不断获批：公司与美国 RTI 公司合作关系稳定，为公司持续贡献稳定增长现金流；国内方面：21 年取得注册证后，积极参与各省挂网招标，销量快速上升，陆续在广西等 7 省中标，我们预计 23-25 年安全注射器海外保持 10% 以上增长，国内保持 40% 以上增长；预充式冲洗器于 21 年底取得注册证，并于次年启动产能建设，预计 23 年产能将突破 2 亿支，公司已在宁夏等六省中标，23 年销量有望突破 4000 万支。大输液板块 3000ml 山梨醇甘露醇、500ml 平衡盐溶液陆续获批，开启新成长空间。IPO 后第一次股权激励方案发布，彰显公司发展信心、中期绑定核心管理层利益：本次激励计划为上市后首次股权激励，激励对象共 42 人对应考核年度为 2023-2025 三个会计年度，公司层面业绩考核目标：2023-2025 年净利润分别不低于 1.8/2.3/3.0 亿元，三年复合增长率为 30%。行权价格为 12.01 元，与公司目前股价相当，彰显公司强烈信心。盈利预测与投资评级：我们看好公司在医疗服务赛道的潜力和发展，预计 2022-2024 年公司归母净利润预计为 0.37/1.90/2.74 亿元，对应当前市值的 PE 为 190X//37X/26X。首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：新品推广不及预期风险、院端恢复不及预期风险等。

（证券分析师：朱国广）

保利发展（600048）：2022 年年报点评：经营稳健市占率提升，投拓积极未来业绩可期

投资要点 事件：公司发布 2022 年年报。2022 年实现营收 2811.1 亿元，同比下降 1.4%；归母净利润 183.5 亿元，同比下降 33.0%，业绩符合我们预期。营收相对稳定，多因素导致业绩承压。2022 年公司营收同比下降 1.4% 而归母净利润同比下降 33.0% 的主要原因：（1）前期低利润项目成为结转主力，导致 2022 年毛利率同比下降 4.8pct 至 22.0%；（2）2022 年实现投资收益 42.0 亿元，同比下降 32.4%；（3）公司计提资产减值损失 11.6 亿元；（4）少数股东损益占净利润比重由 2021 年的 26.4% 提升至 32.1%。公司加强费用管控，管理费用率为 1.7% 同比降低 0.2pct。截至 2022 年末，公司合同负债 4120.2 亿元，覆盖 2022 年营收 1.5 倍，为未来业绩释放奠定基础。销售聚焦核心城市，市占率稳步提升。公司 2022 年实现销售金额 4573.0 亿元，同比下降 14.5%，下降幅度远小于行业整体降幅；销售均价 16642 元/平方米，同比增长 3.7%。公司全年销售排名全国第 2，市场占有率 3.4% 连续 7 年提升。公司聚焦核心城市，深耕效果显著。公司重点布局的 38 城销售占比为 86%，同比提升 8pct；珠三角、长三角销售占比为 56%，同比提升 3pct。把握窗口期积极投拓，2022 年投资强度 35.3%。公司 2022 年拿地建面 1054 万方，同比下降 61.3%；拿地金额 1613 亿元，同比下降 13.15%，占销售金额比例为 35.3%。其中，公司在核心 38

城的投资金额占比高达 98%。2022 年楼面价 15304 元/平，同比大增 124.3%，换仓成果显著。另外公司积极把握 2022 年下半年土地市场竞争环境改善窗口期，拿地金额占全年比例 62%。三道红线稳居绿档，融资成本降至 3.9%。截至 2022 年末，公司综合融资成本下降 54bp 至 3.9%，处于行业优秀水平。公司融资渠道畅通，2022 年累计发行公司债 113 亿元、中期票据 150 亿元，合计规模同比增长 40.7%。三道红线维持绿档：净负债率 63.6%，剔除预收账款资产负债率 68.4%，现金短债比 1.6。另外公司 2022 年发布定增预案，拟募集资金不超过 125 亿元，目前定增申请已获上海证券交易所受理。公司各融资渠道通畅，多维度的融资将助力公司进一步提升市占率。盈利预测与投资评级：保利发展作为地产龙头央企，财务稳健融资优势显著，积极拿地聚焦核心城市。尽管 2022 年公司受前周期影响业绩承压，但随着前期低毛利项目逐步结算完成，我们预计公司未来毛利率有望得到修复，下调其 2023/2024 年归母净利润至 205.6/234.9 亿元（前值为 211.4/240.7 亿元），预测 2025 年利润为 266.2 亿元，对应的 EPS 为 1.72 元/1.96 元/2.22 元，对应 PE 分别为 8.4X/7.3X/6.5X，维持“买入”评级。风险提示：毛利率修复不及预期；市场景气度恢复不及预期；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）

威胜信息（688100）：国家能源局推进能源数字化智能化发展，公司作为电力信息化龙头率先获益

投资要点 事件：3 月 31 日，国家能源局发布《关于加快推进能源数字化智能化发展的若干意见》。3 月 31 日，国家能源局发布《关于加快推进能源数字化智能化发展的若干意见》，要求重点推进在智能电厂、新能源及储能并网、输电线路智能巡检及灾害监测、智能变电站、自愈配网、智能微网、氢电耦合、分布式能源智能调控、虚拟电厂、电碳数据联动监测、智慧库坝、智能煤矿、智能油气田、智能管道、智能炼厂、综合能源服务、行业大数据中心及综合服务平台等应用场景组织示范工程承担系统性数字化智能化试点任务。到 2030 年，能源系统各环节数字化智能化创新应用体系初步构筑、数据要素潜能充分激活，一批制约能源数字化智能化发展的共性关键技术取得突破，能源系统智能感知与智能调控体系加快形成，实现数字技术与能源产业融合发展对能源行业提质增效与碳排放强度和总量“双控”的支撑作用。类比安防领域的摄像头，通信模块和通信网关就是电力电网信息化智能化的入口和基础设施，公司作为行业龙头率先获益。为了更容易理解能源数字化和智能化，我们以大家喜闻乐见的安防领域作为对比：对于安防领域来说，本质上要解决的问题是“在茫茫人海中找到一个人（或者一个线索）”，那么要想实现这个目标，第一步是布设足够数量的摄像头、第二步是采集到足够多的影像资料、第三步是分析这些海量的影像资料、第四步是应用。同样，能源数字化智能化在电力领域，最终目标是电网通过采集和分析到足够多的电力信息后，实现电源的调度和终端用户的负荷管理，那么第一步是布设足够多的电力信息采集点、第二步是采集到足够的信息、第三步是分析信息、第四步是信息的应用。通信模块和通信网关在电力信息化领域的作用，就像摄像头在安防领域的作用，是最重要、也是最首要的基础设施和入口，在能源数字化智能化的发展趋势和方向中，将作为首要爆发的一环，迎来价量齐升的局面，公司作为国内电网领域通信模块和通信网关的龙头，将率先获益。盈利预测与投资评级：1）订单：2022 年报披露在手订单 25 亿元、同比增长 42%；海外收入增

长 34%，2023 年是公司国际化之年，一带一路及中东订单进一步加速；2) 激励：12 月份组织架构优化调整，3 亿元回购计划用于员工股权激励；3) 业绩：疫情冲击下 Q4 盈利能力仍在提升，业绩拐点已经出现；我们预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 1.12、1.46、1.88 元，PE 分别为 27、21、16 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)

鲁商发展 (600223): 2022 年年报点评: 大健康发展稳健, 地产剥离顺利推进

投资要点 大健康发展稳健, 地产剥离致使净利润有所下滑: 2022 年公司实现营收 129.5 亿元 (同比+4.8%, 下同), 实现归母净利润 0.5 亿元 (-87.4%), 实现扣非归母净利润 0.6 亿元 (-83.8%)。2022Q4 实现营收 44.2 亿元 (-26.5%), 实现归母净利润-1.1 亿元, 实现扣非归母净利润-1.0 亿元。2022 年归母净利润有所下降主要系 1) 公司对部分健康地产项目计提资产减值准备; 2) 健康地产个别项目暂时停工利息费用化影响财务费用增加。公司旗下山东福瑞达医药集团 2022 年实现营收 26.1 亿元 (+19.6%), 实现归母净利润 2.0 亿元 (+13.5%), 大健康发展稳健。疫情下毛利率略有下降, 不断夯实研发基础: 2022 年公司毛利率/净利率分别为 24.65%/0.5%, 分别同比下降 1.04pct/2.69pct。2022 年销售/管理/研发/财务费用率分别为 10.1%/2.7%/1.0%/2.7%, 分别同比变化 0.0pct/-0.4pct/+0.1pct/+2.0pct。公司持续加大研发投入, 2022 年公司获批设立国家级博士后科研工作站, 新增 2 个省级科研平台, 新增专利 83 项, 不断夯实研发竞争力。此外, 正式启用化妆品研发创新中心。化妆品板块持续增长, 瓊尔博士高速增长: 2022 年, 公司化妆品业务实现营收 19.7 亿元 (+31.7%)。其中, 两大主要品牌颐莲/瓊尔博士分别营收 7.1/10.6 亿元, 分别同增 10.3%/42.3%, 已成功跻身国产化妆品行业前列。化妆品板块以“4+N”品牌发展战略为指导, 专注玻尿酸护肤、微生态护肤、精准护肤、以油养肤等科技护肤赛道, 以专利生物材料透明质酸钠、重组 III 型人源化胶原蛋白为核心成分, 积极研发相关产品。地产剥离顺利推进, 聚焦生物医药和生态健康: 截至 2023 年 3 月 31 日, 第一批次 6 家公司股权及债权交割已完成, 第二批次 (菏泽置业、临沂置业) 相关股权及债权将于 2023 年 11 月前完成交割, 此后公司不再从事房地产开发相关业务, 持续聚焦于生物医药和生物健康。盈利预测与投资评级: 鲁商发展聚焦大健康产业, 化妆品业务高成长, 渠道精细化运营、产品力趋于提升。基于行业跟踪和 2022 年业绩, 我们将公司 2023-24 年归母净利润从 4.93/5.98 亿元下调为 4.11/5.33 亿元, 分别同增 805%/30%, 预计 2025 年归母净利润为 6.39 亿元, 同增 20%, 当前市值对应 2023~25 年 PE 为 26x/20x/17x, 维持“买入”评级。风险提示: 市场竞争加剧, 产品推广不及预期等。

(证券分析师：吴劲草 证券分析师：张家璇)

美埃科技 (688376): 美埃科技 2022 年年报点评: 核心产品毛利率&净利率齐升, 盈利能力增强

投资要点 事件: 公司发布 2022 年年度报告, 2022 年公司实现营业收入 12.27 亿元, 同比增长 6.72%; 归母净利润 1.23 亿元, 同比增长 13.7%; 扣非归母净利润 1.13 亿元, 同比增长 6.99%, 符合我们的预期。核心产品毛利率&销售净利率齐升, 盈利能力增强。2022 年公司实现营业收入 12.27 亿元, 同增 6.72%, 主要系公司下游需求增加&有效进行市场扩张; 毛利率+0.91pct 至 27.82%, 核心产品 (风机过滤单元及过滤器产品) 毛利率+3.07pct 至 31.09%, 系公司持续布局材料

研发，PTFE 膜材料国产化比例提升至 50% 所致。2022 年公司归母净利润 1.23 亿元，同增 13.7%；销售净利率+0.75pct 至 10.1%，主要系公司调整运输模式，减少中间仓调拨费用以及质保金，销售费用率-1.43pct 至 6.08% 所致。公司在手产能紧张，产能扩张锚定高增长。公司主要产品如风机过滤单元和过滤器，2021 年产能利用率均超过 100%。2022 年 11 月，公司 IPO 募集资金 4.2 亿用于扩张风机过滤单元、过滤器等产品产能以适配订单需求，募投项目建设期为 3 年，预计 2024 年实现产量扩充，成长加速。领先技术&优质客户&国际化三大优势构造核心竞争力，国际化版图造就公司成长新动能。1) 领先技术：公司注重技术研发，产品指标行业领先。公司的过滤产品可实现高总静压、低耗电，中等噪音运行。2) 客户：涵盖各下游行业领军企业。客户包括天马微电子、中芯国际、华星光电、京东方、ST Microelectronics、辉瑞制药、雀巢、苹果等，标杆效应助力公司快速开拓市场，公司目前在国内外半导体洁净室领域位于行业的首位，市场占有率在 30% 左右。3) 国际化：2017-2022 年国外收入复增超 23%，收入占比提升至 11%；2022 年公司国外业务毛利率 30.34%，高于国内 2.82pct，国外业务盈利能力更强。未来公司通过马来西亚&魁北克生产基地、在新加坡和日本的子公司以及在泰国的联营企业持续开拓海外市场，扩展业务边界。耗材属性产品收入占比提升&毛利率更高，盈利稳定性增强。过滤器等产品存在更换周期，2022H1 公司过滤器/空气净化设备替换收入占对应业务收入比例为 52%/70%。未来公司客户规模逐步扩大，将会带来更高的替换收入并拉高公司整体毛利率，盈利稳定性增强。盈利预测与投资评级：公司在手订单饱满，募投项目扩建完成后公司产能将大幅提升，成长加速。我们维持 2023-2024 年公司归母净利润 1.72/2.49 亿元，同比 40%/45%，预计 2025 年公司归母净利润 3.21 亿元，同比 29%；2023-2025 年 EPS 为 1.28/1.85/2.39 元，对应 PE29/20/16 倍（估值日期 2023/3/31），维持“买入”评级。风险提示：扩产进度不及预期，洁净室下游政策风险，技术迭代风险

（证券分析师：袁理 证券分析师：任逸轩）

盈康生命（300143）：2022 年报点评：并购实现器械板块高速增长，医疗服务有望实现疫后修复

投资要点 事件：公司发布 2022 年报，全年实现营收 11.56 亿元（+6.1%，表示同比增速，下同）；归母净利润-5.96 亿元（-63.7%）；扣非归母净利润-5.97 亿元（-26%）；经营现金流净额 1.61 亿元（+27.91%）。剔除商誉减值影响，实现净利润 7213 万元。收入利润低于预期，主要由于疫情扰动、需求端萎缩等。医疗板块受疫情扰动较大，Q1 以来诊疗人次恢复明显。2022 年，公司医疗服务板块收入 9.97 亿元（-3.04%），毛利率 24.2%（+0.76pt）。2022 年公司经营及管理的医院床位规模 3258 张，医院总诊疗人次 156 万（+155%），门诊量合计 148.6 万；分医院看，友谊医院收入约 4 亿元，净利润 6240 万元；广慈医院收入 5 亿元，净利润 5006 万元；其余收入来自于友方医院与其他医院托费。收购圣诺生物，产品线拓宽带动医疗器械板块高速增长。2022 年，医疗器械板块实现收入 1.6 亿元（+157.96%），毛利率 41.13%（+8.8pt）。公司先后完成对河北爱里科森、深圳圣诺医疗的并购，使公司整体研发能力、渠道能力、产品丰富度得以进一步提升，公司通过高端脑科学的自研产品（如在研的 TTF 磁波刀）及并购的方式，达成围绕肿瘤预诊治康的设备加耗材作为主要稳定现金流的盈利模式。我们预计未来随着大型医疗配置证规划出台，伽玛刀的销售也将有望迎来恢复。线上平台构筑数字化健康管理服务能

力，用户及订单量协同提升。2022年，公司建设完成了盈康一生在线医疗总平台“体验云”，形成数字化医疗平台的生态服务能力。公司全年互联网医院新增用户54.8万，累计线上订单量104万，同比增长765%，订单金额同比增长200%以上，累计触达人次达101万人，其中友谊医院实现入院-出院患者100%覆盖，患者就医频次提升89%。
盈利预测与投资评级：考虑到医疗服务业务完全修复仍需时间及费用摊销等，我们将2023-2024年归母净利润由2.46/3.00亿元下调至1.38/1.95亿元，预计2025年为2.26亿元，对应当前市值的PE分别为51/36/31倍，维持“买入”评级。
风险提示：医院经营和盈利或不及预期；医院事故风险；医药行业政策不确定性风险。

(证券分析师：朱国广 证券分析师：冉胜男)

快手-W (01024.HK)：2022Q4 业绩点评：寒冬已过，迈向春天

投资要点 业绩概览：2022Q4 公司收入282.9亿元，YoY+16%，市场一致预期272.7亿元，主要由直播和广告业务超预期带动；经调整净亏损为4532万元，环比收窄2.75pct，市场一致预期亏损为3.03亿元。社区生态稳固，内容生态丰富，用户数和时长再创新高。2022Q4 公司 MAU 达6.4亿，YoY+11%；DAU 达3.66亿，YoY+13%；单用户时长133.9分钟，再创新高，我们预计公司将于2024年下半年达成中期4亿DAU目标。独特的私域流量和老铁关系，让社区生态更为稳固，本季度快手互关用户对数累计达到267亿对，同比增长63.4%。此外，包括短剧、体育、音乐和知识内容“快手新知”等内容垂类也进一步丰富，共同促进生态繁荣。逆风下各项收入增长稳健，2023Q1 恢复优于预期。2022Q4 面对疫情和宏观经济逆风，公司仍取得超预期的收入。直播：2022Q4 公司直播业务收入100亿元，YoY+14%；平均月付费用户数达5840万；通过提升直播内容质量及优化推荐算法，公域的直播收入同比增长超过150%。在线营销：2022Q4 公司在线营销业务收入151亿元，YoY+14%，快于行业平均增速；内循环广告占比达45%，为主要驱动因素；通过修炼内功提升营销效率，本季度广告主数同比仍保持高速增长。电商及其他：2022Q4 公司GMV达3124亿元，YoY+30%，顺利完成全年9000亿目标。包括快品牌在内的品牌商家在总交易额中占比接近30%，为未来货币化率的提升打下坚实基础。我们预计公司2023Q1 直播业务收入88亿 (YoY+12%)，在线营销业务收入131亿 (YoY+15%)，电商和其他业务收入25亿 (YoY+31%)，整体营收234亿 (YoY+15%)。利润持续释放：费用率的有效管控让公司本季度经调整净亏损大幅缩窄，2023年公司仍将维持谨慎的费用投放策略。我们预计2023Q1 公司毛利率环比小幅提升至46%，经调整净亏损5亿元。
盈利预测与投资评级：我们看好公司独特的社区文化及持续的利润释放。我们将公司2023-2024年经调整净利润预测由56/162亿调整至10.6/126亿，并引入2025年经调整净利润预测183亿，对应2024-2025经调整PE为18/12.5x，维持“买入”评级。
风险提示：市场竞争风险，政策风险，商业化不及预期风险。

(证券分析师：张良卫 研究助理：何逊玥)

冀东水泥 (000401)：2022 年年报点评：景气筑底，关注东北市场格局优化

投资要点 事件：公司披露2022年年报，报告期内实现营业总收入345.4亿元，同比下滑4.9%，实现归母净利润13.6亿元，同比下滑51.7%。其中Q4单季度实现营业总收入71.9亿元，同比-29.0%，实现归母净利润-2.7亿元。公司向全体股东每10股派发现金红利1.5元(含税)。全年水泥熟料业务量减价升，Q4明显承压，骨料业务增

速较快: (1) 水泥及熟料全年实现收入 295.3 亿元, 同比-7.5%, 销量 8688 万吨, 同比-12.9%, 经济下行压力加大、房地产探底导致全国性水泥需求下滑; 测算单吨销售均价 339.9 元, 同比+19.6 元, 上半年华北地区水泥价格仍处高位带动全年吨均价同比上升, 下半年价格回落较快。(2) 骨料全年实现收入 11.6 亿元, 同比+18.2%, 报告期内公司进一步延伸骨料产业链, 新增骨料产能 1300 万吨, 截至 2022 年末骨料产能达到 6200 万吨。(3) 危废固废处置业务全年实现收入 12.1 亿元, 同比-15.8%, 公司稳步提升环保产业多元化服务能力, 全年新增处置能力 57 万吨。(4) 22Q4 明显承压, 收入端同比-33.8%, 测算水泥熟料销量同比下滑 277 万吨, 吨均价较 Q3 下滑约 10 元。煤炭价格上行, 停工损失增加导致期间费用率提升, 吨毛利、净利承压下降, 资产负债率小幅提升至 47.4%: (1) 水泥及熟料毛利率 20.0%, 同比-6.6pct, 吨毛利 68 元, 同比-17 元, 测算吨成本 272 元, 同比+37 元, 分项中单吨燃料及动力成本同比+24 元; 骨料业务毛利率 39.4%, 同比-5.7pct; 危废固废处置毛利率 40.2%, 同比-4.3pct; (2) 期间费用率 15.5%, 对应单吨水泥熟料期间费用 61.7 元, 同比分别+0.9pct/+8.3 元, 停工损失增加导致管理费用率提升 0.7pct。(3) 净利率 4.1%, 同比-7.4pct, 对应单吨水泥熟料净利 16.2 元, 同比-25.7 元, 22Q4 吨净利亏损 16.9 元; (4) 全年购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金同比+7.8%, 经营活动净现金流同比-63.5%, 年末资产负债率为 47.4%。同比+3.4pct, 环比三季度末+0.5pct。节后北方区域市场逐步启动, 全年行业景气有望改善, 公司与天山股份开展合作有望优化东北地区市场格局。北方区域市场仍在启动进程中, 截至 2023 年 3 月 24 日华北地区出货率 56.3%, 东北地区出货率 38.3%; 受错峰生产影响, 预计公司 23Q1 盈利可能仍处于低位, 自 Q2 起有望逐季改善。公司联合天山股份投资设立新材料产业集团公司, 双方强强联手将带头促进东北地区水泥行业优化升级, 且有望对东北市场生态发挥积极作用。盈利预测与投资评级: 行业供需平衡重建, 景气底部回升, 北方市场节后逐步启动, 且区域竞合态势有望进一步优化, 公司盈利有望自二季度起逐季改善。基于地产投资缓慢修复, 煤价维持高位, 下调 2023-2025 年归母净利润至 17.9/25.2/25.7 亿元(2023-2024 年预测前值为 48.9/52.4 亿元), 3 月 31 日收盘价对应市盈率 12.9/9.2/9.0 倍, 维持“增持”评级。风险提示: 水泥需求恢复不及预期; 原材料价格上升超预期; 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)

都市丽人 (02298.HK): 22 年业绩点评: 盈利能力逆势提升, 战略变革逐步显效

投资要点 公司公布 2022 年业绩: 2022 年营业收入 30.09 亿元 /yoy-10.3%、归母净利润 0.33 亿元/同比扭亏, 符合我们预期。分上下半年看, 22H1/H2 收入分别同比-10.2%/-8.8%, 归母净利润分别同比-33.0%/+104.5%, 收入端受到疫情扰动有所下滑, 利润端逆势增长主要系毛利率同比+4.3pct 叠加期间费用率降低 6.7pct 所致。加盟渠道表现较好, 线上、直营经营受损。1) 分线上线下来看, 22 年线上/线下收入分别同比-18.7%/-8.5%, 收入占比分别为 22.5%/73.2%。疫情期全渠道经营受损, 公司推动线下门店革新、线下受损程度相对较小。2) 线下分直营加盟看, 直营/加盟收入分别同比-28.9%/+49.0%, 占线下收入的比例分别为 57.5%/42.5%, 直营渠道受疫情影响较为严重, 加盟渠道收入增长主要系公司减少向加盟寄售、增加直接向加盟商销售

所致。毛利率回升，控费成效显著，净利率大幅提升。1) 毛利率：22 年同比+4.3pct 至 46.4%，主要系存货拨备减少 1.29 亿元所致。2) 期间费用率：22 年同比-6.7pct 至 48.1%，其中销售/管理/财务费用率分别同比-5.5pct/-0.7pct/-0.5pct 至 40.1%/7.0%/1.1%，销售费用率降低主要系公司实施成本控制、减少推广开支所致。3) 归母净利率：毛利率提升+期间费用率下降+资产减值冲回（0.8 亿元）带动归母净利率同比+15.7pct 致 1.1%。4) 存货：截至 22 年底存货 7.0 亿元、同比-27.1%，存货周转天数同比+23.3 天至 186.2 天。品牌焕新筑基起势，全方位改革升级成效初显。2021 年底公司创始人郑耀南重回董事长后，确立“专业内衣”战略定位，持续推进品牌焕新，22 年扭亏为盈、成效初显：①产品端：聚焦爆品、精简款数。推出爆款产品柔芯杯家族、高弹家族等系列产品，上市以来分别累计销售超 390/260 万件。同时精简款式，减少尾部无效投入。②渠道端：“百城千店”加快扩张。目前全国门店超 4000 家，采用独创的“1（旗舰店品牌赋能）+N（提升份额实现盈利）+特（清理过季产品）”盈利模式，22 年底推出“百城千店”计划，进行线下渠道扩张，23 年成效初显，Q1 完成签约新开店超 600 家。③营销端：全域智能营销赋能。22 年会员人数新增超 200 万至 6200 万+，23 年 2 月引入腾讯企点营销的全域智能营销产品方案，借助腾讯智慧零售的成熟经验和力量，持续进行智慧零售赋能。盈利预测与投资评级：公司为国内内衣龙头，近年来业绩承压，21 年底创始人回归经营一线后，进行产品、渠道、营销等全方位改革升级，22 年疫情扰动下逆势扭亏为盈、盈利能力回升明显但仍处相对较低水平，期待后续改革效果继续显现。我们维持 23-24 年归母净利润预测 0.67/1.37 亿元、增加 25 年预测值 1.64 亿元，对应 PE12/6/5 倍，维持“中性”评级。风险提示：疫情反复、终端消费疲软、门店拓展不及预期等。

（证券分析师：李婕 证券分析师：赵艺原）

上海医药（601607）：2022 年年报点评：维持高质量发展，主业增长稳健

投资要点 维持高质量发展，主业增长稳健。2022 年，公司经营稳健，实现营业收入 2,319.81 亿元（币种为人民币，下同），同比增长 7.49%。其中：医药工业实现销售收入 267.58 亿元，同比增长 6.61%（其中 60 个重点品种销售收入 157.27 亿元，同比上升 13.12%）；医药商业实现销售收入 2,052.24 亿元，同比增长 7.60%。公司实现归属于上市公司股东的净利润 56.17 亿元，同比增长 10.28%。扣除一次性特殊收益后归属于上市公司股东的净利润为 46.78 亿元，同比增长 11.12%，扣除一次性特殊收益及联合营企业贡献利润后归属于上市公司股东的净利润为 41.51 亿元，同比增长 21.37%。其中：工业板块贡献利润 22.47 亿元，同比增长 10.55%；商业板块贡献利润 30.97 亿元，同比增长 12.56%；主要参股企业贡献利润 4.35 亿元，同比下降 38.78%。归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为 42.97 亿元，同比增长 7.40%。研发项目稳步推进，步入收获期。公司已有安柯瑞（重组人 5 型腺病毒）、凯力康（尤瑞克林）、培菲康（双歧杆菌三联活菌）3 款创新药上市，临床申请获得受理及进入后续临床研究阶段的新药管线已有 62 项，其中创新药 50 项（含美国临床 II 期 3 项），改良型新药 12 项。在创新药管线中，已有 2 项提交 pre NDA 或上市申请，6 项处于关键性研究或临床 III 期阶段。I001 片是新一代口服非肽类小分子肾素抑制剂，属于化学药品 1 类。I001 片作为新作用机制的降压药物，目前已完成 III 期临床阶段全部受试者入组。X842 是上海医药引进的 1.1 类新一代钾离子竞争性酸阻断剂（P-CAB）口服新药，

该类药物为竞争性阻断 H-K-ATP 酶中的钾离子活性,抑制胃酸分泌,具有起效迅速、抑酸作用强且持久、疗效无个体差异、不良反应少等优点。目前针对反流性食管炎的上市许可申请已于 2023 年 2 月 9 日获得国家药监局受理。 盈利预测与投资评级: 受到集采和疫情的影响,公司面临收入、毛利下降压力,我们将 2023-24 年归母净利润由 64/72 亿元,下调为 63/71 亿元,预计 2025 年归母净利润为 80 亿元,当前市值对应 2023-2025 年 PE 分别为 12/11/9 倍。由于: 1) 机制改革激发活力,中药板块与云南白药合作; 2) 分销和工业业务稳定发展; 3) I001、X842 等创新药即将上市,带来增量; 4) 商业零售的互联网+平台化建设 风险提示: 带量采购风险,竞争恶化风险,研发失败风险

(证券分析师: 朱国广)

绿色动力 (601330): 2022 年报点评: 业绩平稳增长, 国补回款加速现金流大幅改善

投资要点 事件: 2022 年公司实现营收 45.67 亿元, 同减 9.69%; 归母净利润 7.45 亿元, 同增 6.73%; 扣非归母净利润 7.33 亿元, 同增 6.78%; 加权平均 ROE 同比降低 0.42pct 至 10.64%, 略低于此前预期。2022 年运营收入保持增长, 归母净利润同增 6.73% 至 7.45 亿元。2022 年公司综合毛利率 34.38%, 同比提升 0.14pct, 归母净利率 16.31%, 同比提升 2.51pct, 主要是运营收入占比提升所致。分业务来看, 1) 固废运营: 实现营收 28.20 亿元, 同增 7.66%, 毛利率 50.70%, 同降 8.59pct。2) PPP 建造: 实现营收 17.47 亿元, 同降 28.01%, 主要系在建项目数量与规模下降, 毛利率 8.07%, 同增 0.28pct。 供汽量翻倍提升, 项目收入多元化初见成效。截至 2022 年底, 公司垃圾焚烧已投运项目 32 个, 在建项目 5 个, 运营项目垃圾处理能力达 3.5 万吨/日, 装机容量 724.5MW, 位居行业前列。2022 年公司处理生活垃圾 1139.78 万吨, 同增 8.16%, 发电量 42.39 亿度, 同增 5.04%, 上网电量 34.81 亿度, 同增 4.56%。供汽业务拓展成绩显著, 2022 年实现供汽量 30.18 万吨, 同增 116.34%。2022 年单吨垃圾发电量 372 度/吨, 同降 2.89%, 吨上网 305 度/吨, 同降 3.33%, 受供汽量增加影响所致。 项目建设有序推进, 2023 年新增投运量有望达 5400 吨/日。2022 年恩施项目顺利竣工投产, 新增产能 1200 吨/日。惠州三合一项目、蓟州和宁河厨余项目于年内投产。截至 2022 年底, 葫芦岛垃圾发电项目、朔州项目已接近完工。根据公司经营计划, 将确保朔州项目、葫芦岛发电项目、武汉二期项目、靖西项目以及章丘二期项目在 2023 年年内如期投产, 预计全年新增投运量达 5400 吨/日。 2022 年末国补回款 5.35 亿元, 经营性现金流净额大幅改善。2022 年公司经营性现金流净额 12.10 亿元, 同比增加 134.91%, 主要系 2022 年 12 月末收到国补 5.35 亿元, 2022 年国补回款较上年同期增加 5.15 亿元。规模稳健增长&现金流改善, 协同拓展&外延并购提供增量。垃圾焚烧行业刚性扩容, 商业模式理顺&现金流改善。公司内外兼攻助产能持续高增, 2015-2022 年公司垃圾焚烧运营产能复增 29%, 截至 2022 年底, 公司在手产能 5.5 万吨/日, 其中已投运产能 3.5 万吨/日, 在筹建/已建的比例为 55%。公司推进在手项目建设&外延并购, 2023 年有望迎新一轮投产高峰, 签署收购框架协议, 涉及项目已投规模 4500 吨/日。 盈利预测与投资评级: 根据建设进展及拓展计划, 我们将 2023-2024 年归母净利润从 11.03/12.38 亿元下调至 8.65/9.83 亿元, 预计 2025 年归母净利润 11.09 亿元。2023-2025 年归母净利润同增 16%/14%/13%, EPS 为 0.62/0.71/0.80 元, 当前市值对应 PE 12/11/9 倍, 维持“买入”评级。 风险提示: 项目进展不及预期, 政策风险, 财

务风险，行业竞争加剧。

(证券分析师: 袁理 研究助理: 陈孜文)

雍禾医疗 (02279.HK): 2022 年年报点评: 疫情下门店仍逆势扩张, 期待疫后持续恢复增长

投资要点 疫情下营收业绩短暂承压, 期待恢复性增长: 2022 年公司实现营收 14.13 亿元 (同比-34.9%, 下同), 归母净利润为-0.86 亿元 (-171.4%)。2022 年公司营收、业绩表现基本符合市场预期, 主要系疫情下客流受限明显, 期待实现恢复性增长。受疫情影响, 2022 年净利率有所下滑, 有望逐步迎来修复: 2022 年公司毛利率为 61.8%, 同比下降 11.1pct。期间费用率同增 6.4pct, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比变化+4.8pct/+6.8pct/0.7pct/-5.8pct。受毛利率和期间费用率等因素影响, 2022 年公司归母净利润为-0.86 亿元。毛利率短暂承压, 主要系: (1) 疫情影响下收入规模下降; (2) 实行医生接诊制度后增加人工成本; (3) 扩店带来折旧摊销等固定成本较高。我们看好随着销售规模的恢复增长, 公司盈利水平也逐步修复。植发业务占比约七成, 植发和医疗养固客单价均较为稳定: 2022 年公司植发/医疗养固业务分别实现营收 10.3/3.6 亿元, 营收占比分别为 72.9%/25.7%。从客流水平看, 2022 年公司到店客流同比减少约 40%。2022 年植发/医疗养固患者人数分别为 3.9/6.3 万人, 分别同比减少 32.9%/39.9%。从客单价看, 2022 年植发/医疗养固的人均消费分别为 2.6 万元/0.6 万元, 客单价均较为稳定。为了顺应业务发展的需求, 2022 年公司对于植发业务实行了新的价格体系, 从三级服务体系升级为四级服务体系, 今年以来在医生分级制度的基础上还进行了“一口价”的定价方式改革, 消费者可根据需求更清楚地选择植发服务。疫情下逆势扩张彰显龙头实力, 随着疫情恢复拓店有望提速: 截至 2022 年底, 公司在全国 60 个城市拥有 63 家雍禾植发/发之初女性植发医疗机构, 新开植发门店共 9 家, 包括 6 家雍禾植发门店和 3 家发之初。此外, 公司在北京、上海、广州、深圳共拥有 9 家史云逊健发机构。2022 年公司在疫情影响下仍能实现拓店, 彰显了龙头品牌、标准化和资金实力, 随着疫情恢复拓店有望获得提速。盈利预测与投资评级: 公司是国内最大毛发服务提供商, 上市后加速扩张渠道。基于 2022 年业绩表现和疫后恢复情况, 我们将公司 2023-24 年归母净利润从 2.23/2.97 亿元下调为 1.00/1.95 亿元, 分别同增 216.3%/95.4%, 预计 2025 年归母净利润为 3.13 亿元, 同增 60.2%, 当前市值对应 2023~25 年 PE 为 40x/20x/13x, 维持“买入”评级。风险提示: 行业竞争加剧, 门店拓展不及预期等。

(证券分析师: 吴劲草 证券分析师: 张家璇)

长春高新 (000661): 2022 年年报点评: 公司经营稳健, 业绩持续增长

投资要点 公司经营稳健, 核心医药企业收入、净利润持续增长。2022 年公司及各子公司经营稳健, 实现营业收入 126.27 亿元, 较上年同期增长 17.50%; 实现归属于上市公司股东净利润 41.40 亿元, 同比增长 10.18%; 研发投入 16.63 亿元, 同比增长 52.26%。子公司金赛药业: 2022 年实现收入 102.17 亿元, 实现归属于母公司所有者的净利润 42.17 亿元。子公司百克生物: 2022 年实现收入 10.71 亿元, 实现归属于母公司所有者的净利润 1.82 亿元。子公司华康药业: 2022 年实现收入 6.58 亿元, 实现归属于母公司所有者的净利润 0.31 亿元。研发项目有序推进。金赛药业: 生长激素各品规陆续再添新适应症, 增加了用于特发性身材矮小 (ISS)、用于因 Prader-Willi 综合征 (PWS) 所引起的儿童生长障碍等适应症, 并于 2023 年初增加

了慢性肾脏疾病(CKD)所引起的青春期前儿童生长障碍相关适应症,使得公司生长激素产品获批的适应症增加到 12 项,产品矩阵及适应症布局持续完善,行业领先地位持续巩固,为业绩持续增长奠定基础。用于防止提前排卵的注射用醋酸西曲瑞克获批注册上市,用于治疗晚期前列腺癌的亮丙瑞林注射乳剂、用于成人生长激素缺乏症的诊断适应症的 GS3-007a、用于治疗晚期乳腺癌 EG017 片、用于绝经后女性干眼症的 EG017 软膏等产品获得了临床批准;百克生物:加速推进液体鼻喷流感疫苗、百白破疫苗(三组分)、狂犬单抗等重点在研项目,其中:带状疱疹疫苗顺利获得《药品注册证书》;百白破疫苗(三组分)完成 I 期临床试验工作,目前正处于验证及生产 III 期临床样品准备阶段;液体鼻喷流感疫苗完成 I 期、II 期临床试验现场工作。盈利预测与投资评级:生长激素粉针被纳入联盟集采、价格下降,我们将 2023-24 年归母净利润由 54/67 亿元,下调为 49/59 亿元,预计 2025 年归母净利润为 70 亿元,当前市值对应 2023-2025 年 PE 分别为 13/11/10 倍。由于生长激素市场广阔,渗透率不断提升,新患高速增长,适应症拓展,我们看好公司的发展,维持“买入”评级。风险提示:带量采购、竞争加剧、研发失败

(证券分析师:朱国广)

中金公司(03908.HK): 2022 年报点评:王牌券商逆水行舟,数字赋能财富管理

投资要点 事件:公司发布 2022 年报,2022 年公司实现营业收入 373.98 亿元,同比-8.7%;归母净利润 75.98 亿元,同比-29.5%;归母净资产 991.88 亿元,同比+17.5%。投行龙头地位稳固,资管业务稳定发展:。1)投行业务发展稳健。2022 年市场疲软,经济波动,A 股港股融资规模大幅减少;公司秉承科技创新和绿色发展理念,完成科创板、创业板 IPO 融资规模超 620 亿元,实现投行业务收入 73.47 亿元(同比+0.33%),占比营收+1.77pct 至 19.65%。2)资管业务“重质增效”。①资管业务收入小幅下滑。2022 年资本市场波动,行业竞争加剧,公司资管业务收入同比-1.99%至 32 亿元(占比营收+0.59pct 至 8.56%)。公司主动开展结构化调整,秉承科技赋能提质增效的战略,加大资产管理数字化平台建设投入力度,截至 2022/12,公司资产管理规模达到 7,025 亿元。②公司拟设全资资管子公司,加速资管业务发展。在“一参一控一牌”的新规下,中金正筹备设立全资资产管理子公司,2023/03,证监会向中金提出反馈意见,申请工作正稳步推进。资管子公司的设立有利于加快转型,充分联动一二级市场资源,提高资管业务运营效率和市场竞争力。市场波动,自营及经纪业务暂时承压:1)市场波动致自营业务低迷。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%;市场大幅波动致使公司自营业务收入同比-27.85%至 106.08 亿元。2)经纪业务收入下滑。2022 年市场日均股基交易额同比-10.65%至 10,132 亿元,市场因素致公司经纪业务收入同比-13.24%至 52.32 亿元。财富管理千帆竞发,敏捷转型助力业务发展:1)金融科技赋能财富管理。2022 年中金财富 APP 升级全天候服务以及资产全景视图,投顾平台 E-SPACE 焕新,为超 3800 名投顾打造一站式服务与成长平台。2022 年财富管理业务产品保有量超 3400 亿元(同比增长超 10%),客户数量达 581.65 万户(同比增长+28.3%),客户账面资产总值 2.76 亿元(CNY);其中高净值客户 3.44 万户,高净值个人客户账号资产总值 7796 亿元(CNY),公司财富管理规模和模式仍处于行业领先地位。2)领先推出敏捷组织转型。中金自 2021 年开始推行敏捷组织转型,致力建设扁平化组织架构,实现以客户为中心的经营理念;公司内部已广泛实践和形成

OKR 文化,全面实现业务科技一体化的协同模式和开发运维一体化的敏捷研发,快速响应市场需求,助力业务发展。盈利预测与投资评级:我们预计随着资本市场改革与注册制全面推行,公司投行业务和财富管理业务将步入良好发展;同时,配股资金的注入将全面加速中金各业务发展,未来发展前景广阔;我们预计公司 2023-2025 年的归母净利润为 106.29/120.00/133.77 亿元(2023-2024 年前值为 111.52/131.81 亿元),对应 2023-2025 年 EPS 分别为 2.20/2.49/2.77 元,当前市值对应 2023-2025 年 PB(H)为 0.60/0.53/0.47 倍。我们依旧看好公司长期在投行及财富管理业务方面的优势,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:朱洁羽 证券分析师:葛玉翔)

信立泰(002294):2022 年年报点评:新药研发稳步推进,慢病领域厚积薄发

投资要点 业绩稳中有进,经营质量提升。2022 年,公司实现营收 34.8 亿元(同比 +13.9%),其中制剂业务实现营收 29.3 亿元(同比 +13.4%)。归母净利润 6.4 亿元(同比 +19.3%),扣非归母净利润 5.5 亿元(同比 +94.8%)。2022 年,销售费用率为 31.4%(同比 -2.4 pct),研发费用率为 15.3%(同比 +3.65 pct),管理费用率为 6.8%(同比 -3.1 pct),财务费用率为-3.0%(同比 -2.0 pct)。销售毛利率 71.5%(同比 -2.6 pct),销售净利率 18.2%(同比 +1.0 pct)。4Q22,公司实现营收 9.3 亿元(同比 +7.2%);实现归母净利润 1.0 亿元(同比 -31.3%);实现扣非净利润 0.8 亿元(同比 +259.3%)。4Q22,销售费用率为 25.3%(同比 -5.2 pct),研发费用率为 18.8%(同比 +6.0 pct),管理费用率为 4.8%(同比 -2.6 pct),财务费用率为-1.2%(同比 +3.0 pct)。销售毛利率 64.1%(同比 -8.6 pct),销售净利率 10.3%(同比 -11.4 pct)。慢病产品线丰富,延展性强、梯队清晰。1 类降压药阿利沙坦为已上市,协同布局了 S086、复方制剂 SAL0107、SAL0108。恩那度司他、SAL0107、复格列汀、已提交 NDA。S086(高血压、慢性心衰)、SAL0108、SAL056(特立帕肽长效,骨质疏松)处于 III 期临床。国际化推进 JK07、JK08,广泛布局 PSCK9、GLP1、FX1a 等慢病用药。S086 有望成为“降压领域的恩必普”,高血压患者数量庞大,终端市场广阔。阿利沙坦已经获批上市,S086、SAL0107、SAL0108 预计陆续上市,覆盖轻度、高危、合并症高血压患者。S086 预计成为国内第二款 ARNI 类降压药,对标沙库巴曲缬沙坦。SAL0107、SAL0108 定位于单药控制不佳的患者,复方制剂壁垒高、价格稳定。我们认为,公司创新药协同性强,有望带来百亿级增量。盈利预测与投资评级:4Q22、1Q23 受疫情扰动,仿制药价格小幅下降,我们将 2023-24 年归母净利润由 8.2/10.2 亿元,下调为 7.5/9.1 亿元,预计 2025 年归母净利润为 11.1 亿元,当前市值对应 2023-2025 年 PE 分别为 53/44/36 倍。由于:1)S086、恩那司他即将上市,商业潜力大;2)阿利沙坦持续放量,公司团队和商业化能力已被证明;3)慢病领域用药人群巨大,市场星辰大海,给予“买入”评级。风险提示:创新药放量不及预期、集采续约降价、新冠疫情反复

(证券分析师:朱国广)

广汽集团(601238):2022 年年报点评:资产减值影响 Q4 业绩,看好自主新能源转型

投资要点 公告要点:广汽集团 2022 年实现营业总收入 1100.06 亿元,同比+45.37%;实现投资净收益 143.17 亿元,同比+21.19%;实

现归母净利润 80.68 亿元，同比+10.00%；扣非后归母净利润为 74.96 亿元，同比+25.42%。其中 2022Q4 实现营业总收入 296.39 亿元，同环比分别+47.00%/-6.44%；实现投资净收益 20.49 亿元，同环比分别-41.95%/-45.65%；归母净利润 0.06 亿元，同环比分别-99.71%/-99.74%；扣非后归母净利润-2.31 亿元，同环比分别-115.53%/-111.09%。Q4 归母净利润同环比跌幅较大主要系资产减值损失较多叠加投资收益收窄。1) 广汽自主 Q4 销量同环比均正增长，营收环比下滑主要来自产品结构改变。Q4 传祺销量 9.52 万辆，同环比分别-7.63%/+0.40%；埃安销量 8.88 万辆，同环比分别为+114.50%/+8.24%，保持高增长。Q4 单车收入为 16.11 万元/辆（营收/自主销量近似计算），同环比分别-15.40%/-10.07%。Q4 销售毛利率为 9.37%，同环比分别-0.90/+3.33pct。2) 费用整体管控良好。Q4 销售/管理/研发费用率分别为 1.91%/3.75%/2.56%，同比分别-3.90/-2.43/+1.43pct，环比分别-2.17/+0.49/+1.34pct。销售费用率同环比下滑较多主要原因为广告宣传费、售后服务费及销售奖励有所减少。4) 合资企业贡献投资收益同环比下滑。两田 Q4 折扣加大且疫情影响下批发同环比下滑，影响公司 Q4 投资收益同环比分别-41.95%/-45.65%。广本 Q4 销量为 16.88 万辆，同环比分别-27.07%/-21.66%，广丰 Q4 销量为 24.02 万辆，同环比分别-1.77%/-9.23%。2022H2 合资品牌单车净利为 0.50 万元（投资收益/销量近似计算），同环比分别-32.44%/-36.20%。5) 大额资产减值损失影响归母净利润。Q4 计提资产减值损失 23.69 亿，最终 Q4 实现归母净利润 0.06 亿元，同环比分别-99.71%/-99.74%。自主能源生态产业链实现闭环布局，合资品牌电动转型加速。1) 自主双品牌新能源布局完善：广汽埃安上市进程顺利推进，设立动力电池/电驱产业化项目+组建广汽能源完善能源产业链闭环，2023 年 Hyper 品牌车型上市助力埃安产品结构改善；广汽传祺坚持“XEV+ICV”技术路线，转型速度加快。2) 合资公司电动转型加速，产品组合持续优化。盈利预测与投资评级：考虑竞争加剧，我们将 2023-2024 年归母净利润预期由 90.79/101.00 亿元下调至 88.5/100.32 亿元，2025 年归母净利润预期为 120.31 亿元，对应 PE 分别为 13/12/10 倍。维持“买入”评级。风险提示：乘用车终端价格战超出预期；需求复苏低于预期

（证券分析师：黄细里 研究助理：杨惠冰）

泡泡玛特 (09992.HK): 2022 年年报点评: IP 价值持续凸显, 23 年业绩有望修复

投资要点 事件: 2022 公司实现营业收入 46.17 亿元, 同比增长 3%; 实现经调整净利润实现 5.74 亿元, 同比-42.7%。公司准备将归母净利润的 25% 进行派息, 预计总派息金额 1.19 亿, 每股派息金额 8.7 分。优质 IP 收入继续增长, 彰显公司运营力和 IP 生命力。22 年公司自有 IP 收入同比增长 16%。头部 IP Skullpanda 和 Molly 收入分别同比增长 43%/14%; PDC 团队 IP 小野收入同比增长 169%。在宏观承压背景下, 22 年公司依然孵化出不少爆款, 如 SP 夜之城系列 (全年收入 2.3 亿元)、食梦动物系列和温度系列; SPACE MOLLY (100%) 系列; 小野小小的使坏系列 (全年收入 71.3 百万元) 等等。主渠道 22 年受损明显, 23 年有望逐季修复, 海外和新渠道放量。1) 受疫情和消费大盘疲弱影响, 22 年零售店/机器人商店/微信/天猫/京东收入同比 +1.3%/-19.0%/+3.6%/-22.8%/-3.7%; 零售店/机器人商店闭店一周至三个月的数量达 232 家/627 间。12 月防疫政策优化之后, 线下客流逐渐恢复, 23Q1 整体收入环比增长 30%+, 线下门店环比增长 70%+, 我们看好其随着经济和消费恢复逐季修复。2) 受益于快速提升海外区域品牌建设, 推出当地限定产品等, 22 年公司海外收入高增长贡献一

定增量，收入同比增长 147%至 4.5 亿元。3) 抖音电商销售从 22Q4 开始进入增长快车道，我们看好其在 23 年继续取得快速增长。22H2 库存有所减少，期待 23 年供应链继续优化，驱动盈利能力回升。22 年下半年开始，公司通过优化供应链管理，提高存货周转效率，22 年末相较 22 年中减少存货 0.9 亿。通过设计和工艺提升、加强采购成本管控和提高模具复用率、与战略合作工厂绑定生产成本率等方式，22H2 新品毛利率已逐步提升；叠加库存陆续进入健康状态，影响毛利率的相关活动亦会减少。我们认为毛利率提升将从 23Q1 开始逐季有更加明显的体现，我们预计 23 年毛利率有望同比提升 2pct 至接近 60%。盈利预测与投资评级：我们仍对公司产品能力和 IP 价值保持信心，考虑到公司 Q1 正明显修复，我们将 23/24 年经调整 EPS 预测从 0.65/0.81 元调整至 0.66/0.88 元，预计 25 年经调整 EPS 为 1.10 元，维持“买入”评级。（人民币兑港元汇率取 2023/3/31 数据 1 港币 = 0.8756 人民币）风险提示：消费恢复不及预期，库存减值风险，忠实用户流失风险

（证券分析师：张良卫 证券分析师：周良玖 证券分析师：汤军 研究助理：郭若娜）

荣昌生物-B (09995.HK): 2022 年年报点评: RC18 授权有望实现, RC48 临床有望加速

投资要点 事件：2022 年实现营业收入为 7.7 亿人民币，同比减少 45.9%，主要因为 2021 年收入包含 2 亿美金首付款。2022 年产品销售收入 7.4 亿元，技术服务收入 0.3 亿元，销售费用 4.4 亿元，费用率 57%，研发费用 9.8 亿元，同比增长 38%。扣非净亏损 11 亿元，现金及现金等价物 20.7 亿元。收入符合我们调整后的预期。核心产品泰它西普多个自免适应症有序推进，海外授权紧迫性提升：国内进展：红斑狼疮适应症 III 期临床数据优异，相比安慰剂 SLEDAI 下降 4 分患者的比例提升 44%，完全获批申请已提交；儿童红斑狼疮研究已开展；IgA 肾炎、原发性干燥综合征、重症肌无力 II 期临床结果优异，III 期临床均已开展；类风湿关节炎 III 期临床已顺利结束，预计今年读出数据提交上市申请。此外公司也在评估该药在其他自免疾病上的潜力例如多发性硬化症、膜系肾病等。海外进展：泰它西普 SLE III 期临床正在患者入组，随着欧洲中心的大量开展以及人员的调整，2023 年入组速度有望得到提升；IgA 肾炎 II 期临床正在入组有望今年下半年读出中期数据，此外 2022 年 11 月 IgA 肾炎、原发性干燥综合征 III 期临床也得到 FDA 获准；2022 年 10 月重症肌无力获得 FDA 孤儿药认证。海外授权紧迫性提升，公司在积极推进。RC48 ADC（维迪西妥单抗）的合作伙伴 Seagen 已被辉瑞收购，海外临床有望加速：国内进展：2022 年尿路上皮癌（UC）医保谈判 3 月开始执行医保，帮助 UC 的放量。RC48 联合 PDL1(RC98) 胃癌（GC）I 期已开始患者招募；RC48 联合 PD1+化疗 / RC48 联合 PD1+曲妥珠一线 HER2+ GC II/III 期 IND 已提交；RC48 联合特瑞普利单抗治疗围手术期肌层浸润性膀胱癌 II 期已开始患者招募；RC48+特瑞普利单抗对照化疗一线治疗 UC 的 III 期注册性临床正招募患者；RC48+吉西他滨治疗非肌层浸润膀胱癌 I/II 期 IND 获批；肝转移 HER2+乳腺癌 III 期临床 2022 年年底已完成入组；HER2 低表达乳腺癌 III 期临床进行中。海外进展：RC48 作为 Seagen 管线中疗效明确且 UC 商业化权益占比高的品种，我们推测在完成收购交接后会在辉瑞的加持下快速开展 III 期临床。2022 年上半年 RC48 二线 HER2+ UC II 期临床已开展，一线 III 期临床有望今年开展。盈利预测与投资评级：由于 RC48 在乳腺癌领域竞争的加剧，我们将 2023-2024 年的销售收入从 13.7/24.7 亿元下调至

13.5/22.4 亿元，预计 2025 年销售收入为 30.0 亿元。催化剂上：考虑 RC18 海外授权的紧迫性提升，有望年底达成；RC48 海外临床有望加速。业绩上：随着 RC18 在其它自免适应症的上市获批，归母净利润有望逐年改善，维持“买入”评级。风险提示：产品放量不及预期，临床进展不及预期，竞争格局加剧。

（证券分析师：朱国广）

继峰股份（603997）：2022 年年报点评：减值计提拖累业绩，看好公司长期成长

投资要点 事件：公司发布 2022 年年度报告，2022 年公司实现营业收入 179.67 亿元，同比增长 6.74%；实现归母净利润-14.17 亿元，同比由盈转亏。其中，公司 Q4 单季度实现营业收入 49.32 亿元，同比增长 14.00%，环比增长 7.17%；实现归母净利润-13.40 亿元，同比亏损扩大，环比由盈转亏。公司 Q4 业绩整体符合我们的预期。公司营收稳定增长，减值拖累全年业绩。营收端，公司 2022 年全年营收 179.67 亿元，同比增长 6.74%；Q4 单季营收 49.32 亿元，同比增长 14.00%，环比增长 7.17%，整体来看公司在营收端实现了稳定的增长。净利端，公司 2022 年全年归母净利润-14.17 亿元，同比由盈转亏，主要系长期资产（含商誉）减值计提以及乘用车座椅费用等特殊事项影响，如果扣除这些因素的影响，公司 2022 年归母净利润为 1.82 亿元，同比增长 43.84%；Q4 单季公司归母净利润为-13.40 亿元，同样主要系减值的影响，如果还原来看，公司 Q4 实现归母净利润 0.87 亿元，延续了 Q3 的盈利趋势。分区域来看，继峰本部 2022 年实现营收 25.34 亿元，同比增长 11.87%；实现归母净利润 0.74 亿元，同比下降约 50%，主要系产能波动上半年有较大闲置成本以及乘用车座椅业务相关的费用支出所致。格拉默 2022 年实现营收 155.87 亿元，同比增长 6.39%；实现净利润-5.56 亿元，同比由盈转亏，主要系年底减值的影响。格拉默业务整合稳步推进，乘用车座椅打开成长空间。公司收购格拉默后，在管理层和组织架构调整、全面推行降本措施、调整产能布局、拓展格拉默中国区业务等多方面持续推进格拉默的整合工作，后续随着整合工作的推进，格拉默盈利能力将稳步提升。此外，公司目前正大力布局乘用车座椅总成业务，公司在成本控制、服务响应等方面相比外资座椅企业有着较大的优势。当前，公司已经累计获得了 5 个新能源汽车座椅定点，座椅工厂进度不断推进。随着各主机厂完成验厂，公司乘用车座椅后续新定点可期，长期看好公司在乘用车座椅市场的份额提升。盈利预测与投资评级：由于 2023 年下游整车行业竞争加剧叠加公司座椅业务费用支出预计有所增长，我们将公司 2023-2024 年的归母净利润从 5.06 亿/8.51 亿下调至 3.52 亿/7.32 亿，预计公司 2025 年归母净利润为 10.88 亿，2023-2025 年对应的 EPS 分别为 0.31 元、0.65 元、0.97 元，市盈率分别为 46.62 倍、22.40 倍、15.08 倍，考虑到公司正大力开拓乘用车座椅业务，成长空间广阔，因此维持“买入”评级。风险提示：整车销量不及预期；业务拓展不及预期；海外整合不及预期。

（证券分析师：黄细里 证券分析师：刘力宇）

海格通信（002465）：2022 年年报点评：细分市场份额保持领先，拓展新领域构建新优势

事件：2023 年 3 月 25 日，公司发布 2022 年年报，营收 56.16 亿元，同比增长 2.58%；归母净利润 6.68 亿元，同比增长 2.23%。投资要点 2022 年业绩增长稳定。2022 年公司营收 56.16 亿元，同增 2.58%；归母净利润 6.68 亿元，同增 2.23%；毛利率 34.97%，净利率 12.40%，净资产收益率 6.41%，盈利能力持续提升。2022Q4 公司营收 19.06 亿

元，归母净利润 2.73 亿元，毛利率 34.11%，净利率 12.40%。 无线通信主营业务持续突破，其他领域保持行业领先优势。无线通信 2022 年营收 25.39 亿元，短波业务全面突破机载主流平台领域，同时下一代主型超短波产品完成重要科研节点，即将进入批量订货阶段。北斗导航 2022 年营收 4.39 亿元，北斗三号成功进入多型高端平台，实现全平台布局，未来将着力推进其行业应用。在航空航天领域，2022 年营收为 3.32 亿元，同比增长 24.46%，公司继续保持行业领先优势。在通信服务领域，2022 年营收为 22.46 亿元，公司逐步向数智生态转型升级。 持续高比例研发投入，技术突破构筑发展新优势。近几年，公司持续将营业收入的 15% 左右投入科研创新，紧跟行业技术和产品升级换代的步伐，实现了多个领域的技术突破：在通信导航领域，短波通信全面进入各军兵种机载领域，北斗三号成功进入多型高端平台；在新领域，低轨卫星互联网通信、导航终端项目悉数竞标入围，新款芯片研制也迈出坚实一步；同时，多个研发新成果亮相珠海航展，展现了公司的技术实力。 投资设立新主体，同时拟定向募资加大对新领域投入，完善产业布局。公司投资设立智能无人系统独立法人--广州海格天乘技术有限公司和又一专业芯片公司--广州晶维天腾微电子科技有限公司，助推无人系统和通导一体化的布局与发展。2023 年 3 月 16 日公司发布公告，拟定向募集资金用于“北斗+5G”通导融合研发产业化项目、无人信息产业基地项目和天枢研发中心建设暨卫星互联网研发项目。 盈利预测与投资评级：基于十四五期间军工行业高景气，并考虑公司在无线通信领域优势地位，预计 2023-2025 年归母净利润分别为 8.35(-1.89)/9.88(-2.76)/11.50 亿元；对应 PE 为 29/24/21 倍，维持“买入”评级。 风险提示：1) 下游需求及订单波动；2) 公司盈利不及预期；3) 市场系统性风险。

(证券分析师：苏立赞 证券分析师：钱佳兴 研究助理：许牧)

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>