

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2023-04-06

宏观策略

2023年04月06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

固收点评 20230404: 景23转债: 印制电路板行业知名企业

我们预计景23转债上市首日价格在122.28~135.98元之间,我们预计中签率为0.0030%。

固收点评 20230404: 水羊转债: A股首家IPO电商美妆企业

我们预计水羊转债上市首日价格在119.98~133.82元之间,我们预计中签率为0.0023%。

固收点评 20230404: 超达转债: 领先的汽车内外饰模具供应商

我们预计超达转债上市首日价格在121.43~135.56元之间,我们预计中签率为0.0012%。

固收点评 20230403: 能辉转债: 光伏领军企业引领新能源革命

我们预计能辉转债上市首日价格在109.10~121.79元之间,我们预计中签率为0.0010%。

行业

非银金融行业月报: 基金市场赎回情绪较强, 债基及被动指数基金收益率相对稳定

私募基金: 1月存续规模平稳增长,新备案规模和基金管理人数下滑。截至2023年1月末,存续私募基金146,345只,存续基金规模环比增加1.02%至20.23万亿元,较上月增加2,051亿元。新备案规模568.99亿元,环比下降9.52%,新备案私募基金数量2,894只,较1月减少639只,环比下降18.09%。风险提示: 模型所有统计结果均基于历史数据,未来市场可能发生重大变化。

环保行业点评报告: 江苏省工业和信息化厅发布2023年节能与综合利用工作要点

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。全国碳市场碳排放配额(CEA)行情: 2023年4月3日, CEA涨跌幅+0.00%; 收盘价56.00元/吨; 成交量400,100吨; 成交额22,445,600.00元。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%。

电子行业深度报告：AI系列深度：ChatGPT掀起算力潮，芯片及服务器上游投资价值凸显

AI服务器核心依托高性能芯片，国产芯片自主发展潜力大。AI芯片中GPU凭借并行计算具备强大算力，占据AI芯片大部分市场；美企英伟达独占鳌头，占据80%GPU市场。相比英伟达产品，国产芯片性能存在较大差距，仍处于追赶阶。受美实体清单影响，高端芯片采购受阻，倒逼国内服务器厂商大力推进国产替代，利好国产芯片自主发展。投资建议：我们看好算力芯片及服务器需求剧增下相关零部件的成长空间。CPU\GPU等：寒武纪、景嘉微、海光信息；存储：江波龙、聚辰股份；电源芯片：晶丰明源、杰华特；封测：长电科技、通富微电；PCB及其他：深南电路、沪电股份、鼎通科技、裕太微、澜起科技、工业富联

推荐个股及其他点评

恒生电子(600570)：2022年年报点评：费用管控效果显著，多点催化未来可期

盈利预测与投资评级：2023年，全面注册制、信创、AI行业多点催化，恒生电子作为中国金融IT龙头，人效管控效果显著，2023年业绩有望重回高增。基于此，我们上调2023-2024年归母净利润为19.37(+1.09)/23.25(+1.70)亿元，给予2025年归母净利润预测为27.59亿元，维持“买入”评级。

神州数码(000034)：2022年年报点评：利润快速增长，信创+AI双轮驱动

盈利预测与投资评级：2023年，华为计算产业链有望加速发展，神州数码作为华为算力关键合作伙伴，在信创和AI双重推动下，业绩有望快速增长。基于此，我们维持2023-2024年归母净利润预测为12.35/15.08亿元，给予2025年归母净利润预测为17.83亿元，维持“买入”评级。

蒙牛乳业(02319.HK)：2022年报点评：22年业绩符合预期，23年高质量发展可期

摘要：公司发布2022年年报，业绩符合预期，积极控费下22年经营利润率同比提升。23年指引稳健，有望实现高质量发展。

金斯瑞生物科技(01548.HK)：2022年报点评：短期蛰伏，生命科学龙

头大有可为

公司 2022 年实现营业收入 6.26 亿美元 (+27.67%，同比增长，下同)，其中生命科学服务和产品收入为 3.50 亿美元 (+14.35%)，生物药 CDMO 收入为 1.20 亿美元 (+49.71%)，工业合成生物学产品收入为 0.38 亿美元 (+0.08%)，细胞疗法收入为 1.17 亿美元 (+78.40%)，归属母公司净利润为 -2.27 亿美元，业绩略低于预期。

高测股份 (688556): 2022 年报点评: 业绩持续高增, 规模效应下盈利能力大幅提升

2022 年公司实现营收 35.7 亿元, 同比+128%, 归母净利润 7.89 亿元, 同比+357%, 扣非归母净利润为 7.5 亿元, 同比+333%, 利润增速明显快于营收增速。2022Q4 单季营收 13.8 亿元, 同比+132%, 环比+61%, 归母净利润 3.6 亿元, 同比+489%, 环比+89%, 扣非归母净利润 3.34 亿元, 同比+330%, 环比+83%。

昭衍新药 (603127): 2022 年报点评: 国内业绩兑现, 海外能力提升

公司 2022 年实现营业收入 22.68 亿元 (+49.54%，同比增长，下同)，归母净利润 10.74 亿元 (+92.71%)，扣非归母净利润 10.19 亿元 (+92.27%)；2022 年单 Q4 实现营业收入 9.92 亿元 (+50.27%)，归母净利润 4.42 亿元 (+42.90%)，扣非归母净利润 4.14 亿元 (+32.31%)，业绩符合预期。

光大环境 (00257.HK): 2022 年业绩公告点评: 运营维持增长占比首超建造, 期待现金流改善

运营稳健占比首超建造, 疫情&减值拨备影响盈利。2022 年, 随着固废及水务行业进入稳健增长长期, 公司在手项目逐步进入运营期, 建造收入迎来下降, 运营收入首超建造收入, 未来占比有望持续提升, 带动盈利能力上行。2022 年公司实现分别实现建造/运营/财务收入 131、188、54 亿港元, 同比减少 51.48%、增长 4.44%、增长 10.20%, 运营收入占比达到 51%, 同比提升 15pct。考虑到疫情影响及财政压力, 公司面临垃圾量萎缩、处理费收缴率降低、危废盈利承压等难题, 同时减值拨备亦影响公司盈利, 2022 年公司应收账款、合约资产、无形资产、厂房设备等损耗达 6.68 亿港元, 应收账款方面待国补兑付后将实现一定规模的利润冲回。此外商誉损耗达 6.08 亿港元, 主要系海外项目因经济状况变化、通货膨胀等因素进行的减值, 为一次性影响。

康龙化成 (300759): 2022 年报点评: 业务能力快速提升, 一体化 CXO 龙头未来可期

公司 2022 年实现营业收入 102.66 亿元 (+37.92%，同比增长，下同)，归母净利润 13.75 亿元 (-17.24%)，扣非归母净利润 14.21 亿元 (+6.01%)，经调整 Non-IFRS 归母净利润 18.34 亿元 (+25.46%)；2022 年单 Q4 实现营业收入 28.63 亿元 (+33.67%)，归母净利润 4.13 亿元 (-33.79%)，扣非归母净利润 3.64 亿元 (-11.27%)，业绩略低于预期。

心动公司 (02400.HK): 2022 年业绩报点评: 自研产品持续兑现, TapTap 国内用户增长强劲

盈利预测与投资评级: 重点产品《火力苏打》《火炬之光: 无限》将于 2023 年上线国内市场, 贡献业绩增量, 因此我们调整公司 2023-2024 年盈利预测, 并新增 2025 年, 预计 2023-2025 年 EPS 分别为 0.20/0.55/0.94 元 (2023-2024 年此前为 0.06/1.11 元), 对应当前股价 PE 分别为 118/43/25 倍。我们看好公司自研产品持续兑现, 同时 TapTap 广告收入增长潜力有望持续验证, 维持“买入”评级。

铂力特 (688333): 2022 年年报点评: 3D 打印深度布局, 归母净利润同增 249%

考虑到 3D 打印技术应用场景迅速扩大以及公司在行业的核心地位, 预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 3.00/5.03/6.55 亿元, 对应 PE 分别为 55/33/25 倍, 维持“买入”评级。

航发动力 (600893): 2022 年报点评: Q4 扣非净利润同增 408%, 航发放量前景光明

考虑到航空发动机高消耗水平以及公司在行业的核心地位, 并基于装备的放量节奏, 我们将 2023-2025 年归母净利润分别调整为 16.52 (-4.22) /20.74 (-5.10) /25.07 亿元, 对应 PE 分别为 70/55/46 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会上升，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

固收点评 20230404：景 23 转债：印制电路板行业知名企业

事件 景 23 转债（113669.SH）于 2023 年 4 月 4 日开始网上申购：总发行规模为 11.54 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于景旺电子科技（珠海）有限公司一期工程——年产 60 万平方米高密度互连印刷电路板项目。当前债底估值为 89.08 元，YTM 为 2.11%。景 23 转债存续期为 6 年，中证鹏元资信评估股份有限公司资信评级为 AA/AA，票面面值为 100 元，票面利率第一年至第六年分别为：0.30%、0.50%、1.00%、1.50%、1.80%、2.00%，公司到期赎回价格为票面面值的 108.00%（含最后一期利息），以 6 年 AA 中债企业债到期收益率 4.13%（2023-04-03）计算，纯债价值为 89.08 元，纯债对应的 YTM 为 2.11%，债底保护一般。当前转换平价为 99.26 元，平价溢价率为 0.74%。转股期为自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日至转债到期日止，即 2023 年 10 月 11 日至 2029 年 04 月 03 日。初始转股价 25.71 元/股，正股景旺电子 4 月 3 日的收盘价为 25.52 元，对应的转换平价为 99.26 元，平价溢价率为 0.74%。转债条款中规中矩，总股本稀释率为 5.03%。下修条款为“15/30，80%”，有条件赎回条款为“15/30、130%”，有条件回售条款为“30、70%”，条款中规中矩。按初始转股价 25.71 元计算，转债发行 11.54 亿元对总股本稀释率为 5.03%，对流通盘的稀释率为 5.06%，对股本摊薄压力较小。我们预计景 23 转债上市首日价格在 122.28~135.98 元之间，我们预计中签率为 0.0030%。综合可比标的以及实证结果，考虑到景 23 转债的债底保护性一般，评级和规模吸引力一般，我们预计上市首日转股溢价率在 30% 左右，对应的上市价格在 122.28~135.98 元之间。我们预计网上中签率为 0.0030%，建议积极申购。

观点 2017 年以来公司营收稳步增长，2017-2021 年复合增速为 22.80%。自 2017 年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率有所波动，2017-2021 年复合增速为 22.80%。2021 年，公司实现营业收入 95.32 亿元，同比增加 34.95%。与此同时，归母净利润持续上升，2017-2021 年复合增速为 9.12%。2021 年实现归母净利润 9.35 亿元，同比增加 1.55%。公司主要营收构成稳定，刚性板贡献主要营收。公司营业收入来源为刚性板、柔性版、金属基板及其他业务。刚性板为公司的核心产品，2019-2021 年刚性板收入占主营业务收入比例分别为 56.78%、62.05%、63.19%，占比不断上升。柔性板和金属基板分别为公司第二大和第三大业务，为公司利润带来重要贡献。2019-2021 年柔性板收入占主营业务收入比例分别为 35.64%、31.80%、29.78%，占比不断下降。公司销售净利率和毛利率下降，销售和管理费用率下降。2017-2021 年，公司销售净利率分别为 15.74%、15.95%、12.27%、13.09% 和 9.76%，销售毛利率分别为 32.51%、31.78%、27.45%、28.32% 和 23.39%。2019 年、2020 年毛利率较为稳定，2021 年毛利率有所下降，原因在于：受铜、石油等大宗商品价格上涨影响，原材料成本上升较多；珠海景旺处于试产和产能爬坡阶段，产能利用率和良品率较低，导致产品单位成本较高。风险提示：申购至上市阶段正股波动风险，上市时点不确定所带来的机会成本，违约风险，转股溢价率主动压缩风险。

（证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭）

固收点评 20230404：水羊转债：A 股首家 IPO 电商美妆企业

事件 水羊转债（123188.SZ）于 2023 年 4 月 4 日开始网上申购：总

发行规模为 6.95 亿元,扣除发行费用后的募集资金净额用于水羊智造基地项目和补充流动资金。当前债底估值为 73.37 元, YTM 为 3.37%。水羊转债存续期为 6 年,中诚信国际信用评级有限责任公司资信评级为 A+/A+,票面面值为 100 元,票面利率第一年至第六年分别为: 0.4%、0.6%、1.2%、1.8%、2.5%、3.0%,公司到期赎回价格为票面面值的 115.00% (含最后一期利息),以 6 年 A+中债企业债到期收益率 8.97% (2023-04-03) 计算,纯债价值为 73.37 元,纯债对应的 YTM 为 3.37%,债底保护一般。当前转换平价为 103.9 元,平价溢价率为-3.79%。转股期为自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日至转债到期日止,即 2023 年 10 月 11 日至 2029 年 04 月 03 日。初始转股价 13.71 元/股,正股水羊股份 4 月 3 日的收盘价为 14.25 元,对应的转换平价为 103.94 元,平价溢价率为-3.79%。转债条款中规中矩,总股本稀释率为 11.52%。下修条款为“15/30, 80%”,有条件赎回条款为“15/30、130%”,有条件回售条款为“30、70%”,条款中规中矩。按初始转股价 13.71 元计算,转债发行 6.95 亿元对总股本稀释率为 11.52%,对流通盘的稀释率为 12.46%,对股本有一定的摊薄压力。观点 我们预计水羊转债上市首日价格在 119.98~133.82 元之间,我们预计中签率为 0.0023%。综合可比标的以及实证结果,考虑到水羊转债的债底保护性一般,评级和规模吸引力一般,我们预计上市首日转股溢价率在 22% 左右,对应的上市价格在 119.98~133.82 元之间。我们预计网上中签率为 0.0023%,建议积极申购。公司是 A 股首家 IPO 电商美妆公司,以互联网渠道驱动,布局自主品牌和代理品牌。水羊股份有限公司依托互联网创立并逐步发展,主要从事化妆品的研发、生产与销售。目前,公司旗下拥有御泥坊、小迷糊、大水滴、花瑶花等多个自主护肤品牌。公司积极开拓海外品牌代理业务,目前已与大宝、城野医生、Kiko 等众多海外化妆品品牌开展合作。2017 年以来公司营收稳步增长,2017-2021 年复合增速为 32.08%。公司 2021 年实现营业收入 50.10 亿元,同比增加 34.86%,实现归母净利润 2.36 亿元,同比增加 68.54%。自 2017 年以来,公司营业收入总体呈现稳步增长态势,同比增长率呈“反 N 型”波动,2017-2021 年复合增速为 32.08%。与此同时,归母净利润也不断浮动,2017-2021 年复合增速为 10.51%。公司水乳膏霜、贴式面膜、非贴式面膜贡献主要营收,产品结构有所调整。2019-2022Q1-3 公司产品占收入比重保持在 95% 左右,贡献主要营收。公司产品收入结构变化,水乳膏霜收入占比不断上升,主要系公司代理品牌业务迅速发展且代理品牌业务产品主要为水乳膏霜。公司销售毛利率维稳,销售净利率有所波动,销售费用率波动上升,管理费用率波动下降。2017-2021 年,公司销售净利率分别为 9.61%、5.68%、1.05%、3.72%和 4.70%,销售毛利率分别为 52.63%、51.67%、51.05%、49.20%和 52.07%。风险提示: 申购至上市阶段正股波动风险,上市时点不确定所带来的机会成本,违约风险,转股溢价率主动压缩风险。

(证券分析师: 李勇 证券分析师: 陈伯铭)

固收点评 20230404: 超达转债: 领先的汽车内外饰模具供应商

事件 超达转债 (123187.SZ) 于 2023 年 4 月 4 日开始网上申购: 总发行规模为 4.69 亿元,扣除发行费用后的募集资金净额用于新能源车电池结构件智能化生产项目。当前债底估值为 64.7 元, YTM 为 3.31%。超达转债存续期为 6 年,联合资信评估股份有限公司资信评级为 A/A,票面面值为 100 元,票面利率第一年至第六年分别为: 0.40%、0.60%、1.10%、1.50%、2.50%、3.00%,公司到期赎回价格为票面面值的 115.00% (含最后一期利息),以 6 年 A 中债企业债到期收益率 11.26%

(2023-04-03)计算,纯债价值为 64.70 元,纯债对应的 YTM 为 3.31%,债底保护一般。当前转换平价为 107 元,平价溢价率为-6.54%。转股期为自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日至转债到期日止,即 2023 年 10 月 11 日至 2029 年 04 月 03 日。初始转股价 33 元/股,正股超达装备 4 月 3 日的收盘价为 35.31 元,对应的转换平价为 107.00 元,平价溢价率为-6.54%。转债条款中规中矩,总股本稀释率为 16.34%。下修条款为“15/30, 85%”,有条件赎回条款为“15/30、130%”,有条件回售条款为“30、70%”,条款中规中矩。按初始转股价 33 元计算,转债发行 4.69 亿元对总股本稀释率为 16.34%,对流通盘的稀释率为 39.68%,对股本有一定的摊薄压力。观点 我们预计超达转债上市首日价格在 121.43~135.56 元之间,我们预计中签率为 0.0012%。综合可比标的以及实证结果,考虑到超达转债的债底保护性一般,评级和规模吸引力一般,我们预计上市首日转股溢价率在 20%左右,对应的上市价格在 121.43~135.56 元之间。我们预计网上中签率为 0.0012%,建议积极申购。南通超达装备股份有限公司是国内领先的汽车内外饰模具供应商,是中国最大的汽车软饰件与发泡件模具供应商之一。公司主营业务以模具为核心,以汽车检具、自动化工装设备及零部件为延伸,具备同步开发模具及其配套产品的能力。公司在汽车软饰件及发泡件模具领域的研发、设计、生产能力均处于行业第一方阵地位,具备较强的先进技术优势。2017 年以来公司营收稳步增长,2017-2021 年复合增速为 0.61%。自 2017 年以来,公司营业收入总体呈现稳步增长态势,同比增长率“W 型”波动,2017-2021 年复合增速为 0.61%。与此同时,归母净利润也不断浮动,2017-2021 年复合增速为-12.47%。2021 年,公司实现营业收入 4.38 亿元,同比减少 3.09%;实现归母净利润 0.48 亿元,同比减少 26.82%。公司主要营收构成稳定,模具、汽车检具与自动化工装设备及零部件业务为主要营收来源。公司在模具领域深耕细作,并延伸开发了汽车检具、自动化工装设备及零部件业务,“模、检、工”一体化配套服务能力不断增强。2019 年起公司开始布局电池箱业务,业务增长态势良好,营收占比稳步提高。公司销售净利率和毛利率维稳,销售费用率下降,财务费用率有所波动,管理费用率缓慢上行。2017-2021 年,公司销售净利率分别为 19.19%、18.55%、16.34%、14.89%和 11.27%,销售毛利率分别为 41.65%、40.82%、39.47%、34.46%和 32.99%。风险提示:申购至上市阶段正股波动风险,上市时点不确定所带来的机会成本,违约风险,转股溢价率主动压缩风险。

(证券分析师:李勇 证券分析师:陈伯铭)

固收点评 20230403: 能辉转债: 光伏领军企业引领新能源革命

事件 能辉转债(123185.SZ)于 2023 年 3 月 31 日开始网上申购:总发行规模为 3.48 亿元,扣除发行费用后的募集资金净额用于分布式光伏电站建设项目,补充流动资金项目。当前债底估值为 71.17 元, YTM 为 2.84%。能辉转债存续期为 6 年,东方金诚国际信用评估有限公司资信评级为 A+/A+,票面面值为 100 元,票面利率第一年至第六年分别为:0.20%、0.40%、1.00%、2.80%、3.50%、3.60%,公司到期赎回价格为票面面值的 110.00% (含最后一期利息),以 6 年 A+中债企业债到期收益率 8.99% (2023-03-30) 计算,纯债价值为 71.17 元,纯债对应的 YTM 为 2.84%,债底保护一般。当前转换平价为 96.13 元,平价溢价率为 4.03%。转股期为自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日至转债到期日止,即 2023 年 10 月 09 日至 2029 年 03 月 30 日。初始转股价 37.71 元/股,正股能辉科技 3 月 30 日的收盘价为 36.25 元,对应的转换平价为 96.13 元,平价溢价率为 4.03%。转

债条款中规中矩，总股本稀释率为 5.80%。下修条款为“15/30，85%”，有条件赎回条款为“15/30、130%”，有条件回售条款为“30、70%”，条款中规中矩。按初始转股价 37.71 元计算，转债发行 3.48 亿元对总股本稀释率为 5.80%，对流通盘的稀释率为 13.53%，对股本摊薄压力较小。观点 我们预计能辉转债上市首日价格在 109.10~121.79 元之间，我们预计中签率为 0.0010%。综合可比标的以及实证结果，考虑到能辉转债的债底保护性一般，评级和规模吸引力一般，我们预计上市首日转股溢价率在 20%左右，对应的上市价格在 109.10~121.79 元之间。我们预计网上中签率为 0.0010%，建议积极申购。公司是一家以光伏发电研发设计、系统集成及投资运营为主体，同时开展新型储能微电网(包括熔盐储能)、电能替代(电动重卡换电)等新兴业务的智慧能源综合技术服务商。公司凭借专业高效的发电设计及系统集成方案，承接了贵州省第一个光伏电站项目——威宁县平箐光伏电站项目、贵州省第一个农光互补光伏电站项目——威宁县么站 60MWp 农业光伏电站项目。2017 年以来公司营收稳步增长，2017-2021 年复合增速为 23.13%。自 2017 年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率“V 型”波动，2017-2021 年复合增速为 23.13%。2021 年，公司实现营业收入 5.93 亿元，同比增加 41.28%。与此同时，归母净利润也不断浮动，2017-2021 年复合增速为 34.79%。2021 年实现归母净利润 1.04 亿元，同比增加 15.31%。公司主营业务收入主要为光伏电站系统集成业务及电站运营收入。其他业务收入金额较小，在营业收入中占比较低，主要为公司出售光伏电站系统集成业务剩余材料等所取得的收入。公司销售净利率和毛利率维稳，财务费用率和销售费用率下降，管理费用率上升。2017-2022 年，公司销售净利率分别为 11.97%、8.20%、17.67%、21.50%、17.49%和 6.61%，销售毛利率分别为 22.82%、17.30%、27.02%、30.27%、29.28%和 25.92%。风险提示：申购至上市阶段正股波动风险，上市时点不确定所带来的机会成本，违约风险，转股溢价率主动压缩风险。

(证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭)

行业

非金融行业月报：基金市场赎回情绪较强，债基及被动指数基金收益率相对稳定

投资要点 2023 年 3 月以来市场整体表现欠佳，宽基指数普遍出现下跌。2023 年 3 月，国内权益宽基指数普遍下跌：上证 50 下跌 2.75%、创业板指下跌 1.22%、中证 1000 下跌 1.15%、万得全 A 下跌 0.83%；仅科创 50 呈现上涨趋势，涨幅 9.20%。债券市场整体表现好转，有不同程度的上涨趋势：中证国债指数上涨 0.66%，中证信用债指数上涨 0.57%，中证转债指数上涨 0.41%。行业方面，大部分行业呈现下跌趋势。CPI 同比涨幅下降，PPI 同比进一步下跌。制造业 PMI 回升减缓。各类型基金整体情况欠佳，债基和被动指数型基金相对较好。2023 年 3 月，普通股票型基金中 29.52% 获得正收益，回报平均值为 -0.91%；偏股混合型基金中 26.80% 获得正收益，回报平均值为 -1.33%；被动指数型基金中 31.16% 获得正收益，回报平均值为 0.34%；债券型基金中 93.68% 获得正收益，回报平均值为 0.46%。2023 年 3 月，股票型 ETF 基金资金净流入 193 亿元，现存总规模 10,068 亿元。股票型 ETF 主要按照宽基 ETF、行业与主题 ETF、风格 ETF 分类分析。宽基 ETF 方面，净流入 90.03 亿元，规模进一步下降到 5311.40 亿元；行业与主题 ETF 方面，净流入 97.41 亿元，规模达到 4706.57 亿元；风格 ETF

方面，净流入 5.94 亿元，规模达到 50.15 亿元。境内新成立和新发行基金数量均大幅上升。本月境内新成立基金数量共计 156 只，其中包括偏股混合型基金 47 只、被动指数型基金 25 只、中长期纯债型基金 16 只、混合型 FOF 基金 11 只、增强指数型基金 11 只、国际(QDII)股票型基金 8 只、偏债混合型基金 8 只、被动指数型债券基金 8 只、混合债券型二级基金 6 只、普通股票型基金 4 只、短期纯债型基金 3 只、混合债券型一级基金 3 只、REITs3 只、债券型 FOF 基金 1 只、灵活配置型基金 1 只、国际(QDII)混合型基金 1 只、商品型基金 1 只。境内新发行基金数量共计 63 只，分别是偏股混合型基金 19 只、被动指数型基金 16 只、增强指数型基金 7 只、混合型 FOF 基金 5 只、中长期纯债型基金 4 只、被动指数型债券基金 3 只、国际(QDII)股票型基金 2 只、偏债混合型基金 2 只、REITs2 只、普通股票型基金 1 只、混合债券型一级基金 1 只、灵活配置型基金 1 只。公募基金申赎比：3 月公募基金市场赎回情绪较强。截至 2023 年 3 月 31 日，3 月全部基金净申购为 8 天，净赎回为 14 天，净赎回天数超过净申购天数，表现为净赎回。公募基金：3 月全部基金保有量及份额上升。2023 年 3 月全部基金保有量及份额上升。截至 2023 年 3 月末，国内市场公募基金保有量合计为 26.0 万亿元，环比增加 0.47%。权益基金保有量略有上升，为 7.12 万亿元，环比增速 0.53%。非货币基金保有量较 2 月略有上升，为 15.55 万亿元，环比上升 0.79%。全部公募基金份额略为 24.1 万亿份，环比上升 0.65%，其中债券型基金份额为 7.25 万亿份，环比增长 0.99%。封闭式基金份额为 639.39 亿份，环比增速为 52.98%，维持较快增长。私募基金：1 月存续规模平稳增长，新备案规模和基金管理人数量下滑。截至 2023 年 1 月末，存续私募基金 146,345 只，存续基金规模环比增加 1.02% 至 20.23 万亿元，较上月增加 2,051 亿元。新备案规模 568.99 亿元，环比下降 9.52%，新备案私募基金数量 2,894 只，较 1 月减少 639 只，环比下降 18.09%。风险提示：模型所有统计结果均基于历史数据，未来市场可能发生重大变化。

(证券分析师：胡翔 证券分析师：高子剑 证券分析师：朱洁羽 证券分析师：林依源)

环保行业点评报告：江苏省工业和信息化厅发布 2023 年节能与综合利用工作要点

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。 全国碳市场碳排放配额（CEA）行情：2023 年 4 月 3 日，CEA 涨跌幅+0.00%；收盘价 56.00 元/吨；成交量 400,100 吨；成交额 22,445,600.00 元。 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】光伏制程污染防治设备龙头，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。② 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】。③ 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】龙头城燃转口气量稳定提升，【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。绿色动力：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：朱自尧)

电子行业深度报告：AI 系列深度：ChatGPT 掀起算力潮，芯片及服务上游投资价值凸显

投资要点 ChatGPT 爆火，其能力已接近人类水平。GPT 升级至四代，模型能力高速提升。2023 年 3 月 15 日，OpenAI 正式官宣了多模态大模型 GPT-4，ChatGPT4 将输入内容扩展到 2.5 万字内的文字和图像，较 ChatGPT 能够处理更复杂、更细微的问题。最新版的 GPT-4 在 ChatGPT 的 GPT-3.5 基础上主要提升了语言模型方面的能力，并添加了多模态功能，在不同语言情景和内部对抗性真实性评估的表现都显著优于 GPT-3.5，在各种专业和学术基准上已经表现出人类水平。以搜索引擎和办公软件为支点，下游应用多点开花。OpenAI+传统搜索引擎=AI 智能搜索引擎。ChatGPT 能生成和理解类人类思维方式与上下文联系的结果，ChatGPT 都对传统搜索引擎是一种颠覆式进化。Office 方面：OpenAI+办公软件，以 Office 全家桶与微软 Teams

premium ChatGPT 为例。ChatGPT+Office 三大件 Word、Excel、PowerPoint 可完成从文字创作到可视化全程服务。ChatGPT 可以根据用户的描述需求自动撰写文档内容，缩短文档的创作时间；根据已形成文档内容智能推荐文档格式、排版等；并根据用户描述制作个性化 PPT，同时智能生成朗读语言助力 PPT 演示。算力需求带动 AI 服务器需求量上涨。GPT4 作为大型多模态模型支持图像和文本的输入，背后是大语言模型的演进与参数量、训练数据量的指数级增长。GPT4 频频下调提问限制次数传达算力不足信息，大语言模型的快速迭代催生大量算力需求。满足算力需求依托叠加 AI 服务器数量与提升服务器算力性能两种途径，从而支撑大语言模型发挥预期功效。我们率先提出建立推理/训练服务器需求测算模型：1) 考虑大语言模型迭代呈现参数量指数级增长趋势，GPT-4 参数量为万亿，此基础上我们测算得出 GPT-4 推理发挥预期功效所需服务器数量为 6652 台，百万亿参数基础上，所需服务器数量将上升至 66 万台；2) 根据硅谷披露 GPT-4 训练 Token 数 9 万亿，我们测算得出 GPT-4 训练所需服务器数量为 1391 台。未来随着大语言模型不断迭代、GPT 等语言模型渗透率不断提高，算力时代下服务器呈现基建化趋势。AI 服务器核心依托高性能芯片，国产芯片自主发展潜力大。AI 芯片中 GPU 凭借并行计算具备强大算力，占据 AI 芯片大部分市场；美企英伟达独占鳌头，占据 80%GPU 市场。相比英伟达产品，国产芯片性能存在较大差距，仍处于追赶阶。受美实体清单影响，高端芯片采购受阻，倒逼国内服务器厂商大力推进国产替代，利好国产芯片自主发展。投资建议：我们看好算力芯片及服务器需求剧增下相关零组件的成长空间。CPU\GPU 等：寒武纪、景嘉微、海光信息；存储：江波龙、聚辰股份；电源芯片：晶丰明源、杰华特；封测：长电科技、通富微电；PCB 及其他：深南电路、沪电股份、鼎通科技、裕太微、澜起科技、工业富联 风险提示：LLM 模型发展不及预期、行业空间测算不及预期、AI 芯片发展不及预期。

(证券分析师：张良卫 证券分析师：马天翼 证券分析师：唐权喜 证券分析师：周高鼎)

推荐个股及其他点评

恒生电子 (600570): 2022 年年报点评: 费用管控效果显著, 多点催化未来可期

事件: 2023 年 3 月 31 日, 公司发布 2022 年年报。2022 年, 公司实现营收 65.02 亿元, 同比增加 18.30%; 归母净利润 10.91 亿元, 同比减少 25.45%; 扣非归母净利润 11.44 亿元, 同比增加 20.90%。业绩符合市场预期。投资要点 成本费用控制效果显著, 扣非归母净利润快速增长: 公司 2022 年归母净利润下降, 主要系 2022 年资本市场波动, 导致公司所持金融资产公允价值变动收益相比去年同期大幅下降。2022 年, 公司扣非归母净利润同比增长 20.90%, 主要系公司根据外部环境, 及时调整经营策略, 在收入持续增长的同时, 注重控制成本费用, 收入增速高于成本费用的增速。公司控制人员扩张, 优化管理, 2022 年在职工人数为 13,347 人, 同比仅增加 0.28%。大零售 IT 和大资管 IT 业务表现亮眼, 是公司主要收入来源: 分业务来看, 2022 年, 大零售 IT 业务实现营收 15.35 亿元, 同比增长 9.53%, 毛利率 66.99%, 同比增加 3.56pct。其中, 证券经纪 IT 业务受益于监管及行业创新等发展机遇, 发展良好, 其核心产品 UF3.0 及其部分模块全年新签和上线多家客户; 财富管理 IT 业务新增客户合计超过百家,

养老金业务落地上线。大资管 IT 业务实现营收 28.05 亿元，同比增长 27.97%，毛利率实现 85.55%，同比增加 0.12pct。在资产管理 IT 业务方面，收入增速较快，收入结构更趋多样化。O45 产品成熟度进一步提高，全年上线 16 家客户。全面注册制、信创、AI 多点催化：资本市场改革方面，2023 年 2 月 1 日，全面注册制改革正式启动，金融机构 IT 系统改造有望带来广阔市场空间。信创方面，公司从硬件、操作系统+数据库、中间件以及业务适配等维度加速信创产品适配工作，基于开源 PG 研发国产数据库 LightDB，已全线通过信通院三项可信数据库测评。人工智能方面，2023 年 2 月，子公司恒生聚源成为百度文心一言首批生态合作伙伴，将积极探索生成式 AI 技术与金融核心业务场景的应用融合，赋能金融机构数智化升级。盈利预测与投资评级：2023 年，全面注册制、信创、AI 行业多点催化，恒生电子作为中国金融 IT 龙头，人效管控效果显著，2023 年业绩有望重回高增。基于此，我们上调 2023-2024 年归母净利润为 19.37 (+1.09) /23.25 (+1.70) 亿元，给予 2025 年归母净利润预测为 27.59 亿元，维持“买入”评级。风险提示：信创政策不及预期；行业竞争加剧；产品研发进度不及预期。

(证券分析师：王紫敬 研究助理：王世杰)

神州数码 (000034): 2022 年年报点评: 利润快速增长, 信创+AI 双轮驱动

事件：2023 年 3 月 30 日，公司发布 2022 年年报。2022 年，公司实现营收 1,158.80 亿元，同比减少 5.32%；归母净利润 10.04 亿元，同比增加 303.11%；扣非归母净利润 9.21 亿元，同比增加 36.09%。业绩符合市场预期。投资要点 利润表现亮眼，自主品牌业务增长迅速：公司 2022 年营收同比减少，主要系公司主动聚焦高价值、高毛利业务所致。公司扣非归母净利润增速较快，主要系公司提质增效、整体毛利率的提升以及战略业务比重的增加。分业务来看，2022 年，IT 分销业务实现营收 1082.75 亿元，同比减少 7.33%。云计算及数字化转型业务实现营收 50.23 亿元，同比增长 29.29%。其中云转售 (AGG) 业务收入 43.60 亿元，同比增长 26.82%；云管理服务 (MSP) 收入 5.18 亿元，同比增长 50.58%。自主品牌业务实现营收 25.70 亿元，同比增长 55.75%，主要系信创战略持续推进所致。云业务保持高增速，数云融合能力建设提速：2022 年，公司“MSP+”服务业务在零售、汽车、医药等行业均有成功实践，保持强劲发展韧性。神州数码开启与天翼云的合作，成为中国电信天翼云“2022 首批 MSP 全区域合作伙伴”；成为首批认证华为云 MSP 框架合作伙伴，首批通过华为云 CTSP 伙伴计划差异化认证；成为阿里云 Landing Zone 生态伙伴，并以亚马逊云科技官方培训合作伙伴身份开启新业务合作。在数云融合产品及服务方面，锚定“数据”要素价值与全生命周期安全，聚焦汽车、零售等重点行业。华为算力关键合作伙伴，信创+AI 双轮驱动：信创业务方面，公司自主品牌神州鲲泰服务器覆盖多个行业领域。运营商行业，公司入围中国移动、中国联通多个逾亿元基础设施部署项目；金融行业，入围建设银行、兴业银行、人保等基础设施建设项目；政企行业，全方位助力福建省税务和厦门市税务全电发票“金税四期”建设等项目；能源行业，入围国家电网“2022 年第五次市场化来源项目物资采购项目”和南方电网“2022 年信息类硬件设备第一批框架招标项目”。AI 方面，公司围绕昇腾和人工智能方向，神州鲲泰三款人工智能 AI 新品首发亮相，涵盖中心训练服务器、推理服务器、边缘服务器等多个类型。盈利预测与投资评级：2023 年，华为计算产业链有望加速发展，神州数码作为华为算力关键合作伙伴，在信创和

AI 双重推动下，业绩有望快速增长。基于此，我们维持 2023-2024 年归母净利润预测为 12.35/15.08 亿元，给予 2025 年归母净利润预测为 17.83 亿元，维持“买入”评级。风险提示：信创政策不及预期；行业竞争加剧；产品研发进度不及预期。

(证券分析师：王紫敬 研究助理：王世杰)

蒙牛乳业 (02319.HK): 2022 年报点评: 22 年业绩符合预期, 23 年高质发展可期

投资要点 公司发布 2022 年年报，业绩符合预期：2022 年公司收入 925.9 亿元，同比+5.1%；经营利润 54.23 亿元，同比+11.6%；归母净利润 53.03 亿元，同比+5.5%。2022H2 公司收入 448.1 亿元，同比+6.2%；经营利润 29.03 亿元，同比+39%；归母净利润 15.52 亿元，同比-25%。22 年经营利润符合预期。积极控费，经营利润率同比提升：22 年公司毛利率/销售/管理费用率分别为 35.3%/24.1%/4.8%，同比-1.4/-2.51/+0.8pct。22H2 毛利率/销售/管理费用率为 34%/21%/5.5%，同比-1.2/-3.6/+1.01pct。受奶粉和乳饮料下滑、原辅材料涨价、产能新增导致折摊增加的影响，公司 22 年毛利率同比下滑；22 年管理费用率同比增加主因股权激励费用率同比+0.55pct 至 0.61%。公司积极控费下 22 年经营利润率 5.86%，同比+0.4pct。综合来看，22 年公司归母净利率 5.73%，同比+0.03pct。22H2 液奶加速增长，其他产品高增：22 年液奶/冰淇淋/奶粉/其他产品营收 782.7/56.5/38.6/48.1 亿元，同比+2.3%/+33%/-22%/+97%；分部收益分别为 57.2/0.26/-15/0.96 亿元，有效控费下公司液奶收益率同比+0.7pct 至 7.3%，其中特仑苏和高端纯牛奶增速快于整体，结构升级持续。22H2 液奶/冰淇淋/奶粉/其他产品营收 386/17.5/19.7/25.5 亿元，同比+4.2%/+41%/-18%/+66%。22H2 液奶低基数下加速增长，其他产品收入高增或因 22 年 11 月 30 日起妙可蓝多并表。23 年指引稳健，有望实现高质量发展：根据公司交流，2023 年公司将以高质量发展为目标，成本下降、结构升级、打折减少下公司毛利率有望提升，叠加合理的费率提升，全年 OPM 有望进一步扩张。从产品结构来看，随着线下消费逐步复苏，特仑苏增速有望继续超越公司整体，产品结构持续优化。盈利预测与投资评级：公司 23 年指引稳健，但考虑到消费力复苏较慢，下调公司 23-25 年收入预期至 1051/1178/1321 亿元（此前 23-24 年预期 1109/1238 亿元），同比+14%/14%/12%，下调归母净利润预期至 62/72/81 亿元（此前 23-24 年预期为 68.8/79.1 亿元），同比+16%/17%/13%，对应 23-25 年 PE 分别为 18/16/14x，维持“买入”评级。风险提示：疫情反复，宏观经济下行，竞争格局恶化，原材料价格大幅提升

(证券分析师：汤军 证券分析师：王颖洁 证券分析师：李昱哲)

金斯瑞生物科技 (01548.HK): 2022 年报点评: 短期蛰伏, 生命科学龙头大有可为

投资要点 事件：根据年报口径，公司 2022 年实现营业收入 6.26 亿美元 (+27.67%，同比增长，下同)，其中生命科学服务和产品收入为 3.50 亿美元 (+14.35%)，生物药 CDMO 收入为 1.20 亿美元 (+49.71%)，工业合成生物学产品收入为 0.38 亿美元 (+0.08%)，细胞疗法收入为 1.17 亿美元 (+78.40%)，归属母公司净利润为-2.27 亿美元，业绩略低于预期。产能持续提升支持业务长期发展，各业务条线发展潜力大：生命科学业务是公司基石，2022 年公司加速布局，6140 平南京生命科学服务与仪器大楼投入运行，1,080 平新加坡分子实验室试运行，5,200 平皮斯卡塔韦分子实验室试运行，镇江生命科学楼分期投入运营，其中一期 25240 平投入运行，后续两期约 1.2 万平将分别于

2023 年和 2024 年投入运行，此外，镇江分子楼和南京生命科学楼，预计分别于 2023 年和 2024 年投入运行；软件方面，持续推动新平台建设和推出新产品，2022 年客户数量达约 5 万家，广大的客户群体将持续给业务发展提供保障。生物药 CDMO 新获 36 个抗体蛋白 CMC 项目和 55 个 GCT CMC 项目，2022 年帮助客户获得了 22 个 IND 批件，业务能力得到进一步体现。工业合成生物板块持续升级表达平台、优化产品组合，推出新型酶产品以提升产品力。各业务条线有序推进，未来发展可期。细胞疗法核心产品 cilta-cel 在美国、欧盟获批，商业化销售有序推进：细胞疗法核心产品 cilta-cel 于 2022 年 2 月、5 月分别获得 FDA 和 EMA 批准用于治疗成人复发或难治性多发性骨髓瘤（MM）。Cilta-cel 海外商业化通过与杨森合作将加速其商业销售，有望实现快速放量，2022 年 cilta-cel 销售额约为 1.34 亿美元。同时，其一线治疗的临床 III 期试验也在进展中，cilta-cel 有望成为 MM 的首个一线细胞治疗产品。公司 cilta-cel 的美国和中国 GMP 生产设施已投入运营，位于欧洲比利时的 2 处生产设施、新泽西和南京的生产设施也处于建设中，将进一步加大 cilta-cel 的供应，以支持未来的持续放量。我们认为，细胞疗法业务在 2023-2025 年将出现快速增长。盈利预测与投资评级：考虑新产品研发费用支出仍维持较高水平，新产品商业化放量波动较大，相较此前预测公司 2023-2024 年归母净利润 -1.97/0.13 亿美元，我们略微调整 2023-2025 年归母净利润预测，分别为 -1.80/-1.14/-0.18 亿美元。由于公司部分业务仍处于建设期，成长性较强，维持“买入”评级。风险提示：订单交付不及预期；产品销售不及预期；汇兑损益风险等。

（证券分析师：朱国广 证券分析师：周新明）

高测股份（688556）：2022 年报点评：业绩持续高增，规模效应下盈利能力大幅提升

投资要点 利润增速快于收入增速，规模效应显现：2022 年公司实现营收 35.7 亿元，同比+128%，归母净利润 7.89 亿元，同比+357%，扣非归母净利润为 7.5 亿元，同比+333%，利润增速明显快于营收增速。2022Q4 单季营收 13.8 亿元，同比+132%，环比+61%，归母净利润 3.6 亿元，同比+489%，环比+89%，扣非归母净利润 3.34 亿元，同比+330%，环比+83%。盈利能力大幅提升，持续加大研发投入：2022 年公司综合毛利率为 41.5%，同比+7.8pct；净利率为 22.1%，同比+11.1pct。全年期间费用率合计 15.9%，同比-4.4pct，控费能力良好，主要系规模效应下费用率下降明显。2022Q4 单季毛利率为 44.2%，同比+9.5pct，环比+2.7pct，净利率为 26.1%，同比+15.8pct，环比+3.8pct。存货高增，在手订单充足保障业绩确定性：截至 2022 年末，公司合同负债为 3.44 亿元，同比+16%，存货为 10.5 亿元，同比+88%。截至 2022 年底，公司光伏切割设备在手订单 14.7 亿元（含税），同比+74%；创新业务设备在手订单为 0.73 亿元（含税），同比+69%。2022 年经营活动净现金流为 2.24 亿元，同比+193%，现金流情况明显改善。限制性股票激励计划凝聚核心人才，彰显长期发展信心：公司每 2 年开展一次股权激励计划，2023 年股权激励公司以营业收入和剔除股份支付费用影响的归母净利润为考核指标，行权条件为“或”，但考核指标为保底数值，实际业绩有望较大幅度超出考核指标。（1）营业收入：2023-2025 年营收分别不低于 46.4/60.7/78.6 亿元，同比+30%/31%/29%。（2）剔除股份支付费用影响的归母净利润：2023-2025 年剔除股份支付费用影响的归母净利润分别不低于 10.4/13.6/17.8 亿元，同比+30%/31%/29%。盈利预测与投资评级：随着公司切片代工及金刚线产能加速释放，我们预计公司 2023-2025 年的归母净利润

为 12.3 (原值 10, 上调 23%) /16.5 (原值 14.72, 上调 12%) /19.9 亿元, 对应 PE 为 13/10/8 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)

昭衍新药 (603127): 2022 年报点评: 国内业绩兑现, 海外能力提升
投资要点 事件: 公司 2022 年实现营业收入 22.68 亿元 (+49.54%, 同比增长, 下同), 归母净利润 10.74 亿元 (+92.71%), 扣非归母净利润 10.19 亿元 (+92.27%); 2022 年单 Q4 实现营业收入 9.92 亿元 (+50.27%), 归母净利润 4.42 亿元 (+42.90%), 扣非归母净利润 4.14 亿元 (+32.31%), 业绩符合预期。扣除猴价对业绩影响业绩依旧亮眼, 在手订单持续高增短期业绩确定性强: 2022 年扣非归母净利润快速增长主要系未实现的生物资产公允价值变动、利息收入和汇兑损益等影响, 扣除上述影响后扣非归母净利润同比增长为 63.62%。同时, 由于公司在临床前 CRO 的领先地位, 在手订单充沛, 截至 2022 年 12 月 31 日在手订单金额约 44 亿元, 同比增长约 52%, 新增订单约 38 亿元, 同比增长约 35%。核心业务药物非临床业务能力持续提升, 新兴业务边际不断拓宽: 公司为国内非临床 CRO 龙头, 在已有的非临床评价综合平台基础上, 在新兴热点研发领域产品管线的评价能力、在非临床评价、检测与诊断平台、生物分析能力、特殊给药技术等方面持续加大投入, 保持行业领先优势。而在新布局的 1) 药物临床试验服务上拓展药物临床运营服务和临床样本检测服务; 2) 细胞检定业务上进一步扩建专业技术团队并成立了全资子公司北京昭衍药物检定研究有限公司; 和 3) 实验模型研究上除了建立并完善动物基因编辑技术平台, 还开始大规模创建疾病动物模型, 2023 年将扩大实验室及生产设施规模以提高该业务服务能力。海外业务能力渐显, 有望带来业绩增量: 公司自整合 BIOMERE 以来, 一方面通过加大 BIOMERE 能力建设承接更多海外订单, 另一方面充分发挥 BIOMERE 桥头堡作用, 实现国内业务导流。2022 年, 美国子公司 BIOMERE 承接订单约 3.5 亿元, 同比增长 25%, 而其向国内导流的海外订单同比增长超过 60%, 充分发挥了 BIOMERE 的战略定位, 海外收入为 3.83 亿元, 同比增长 51.19%。未来, 公司有望继续通过 BIOMERE 打造公司名片, 并借助国内的价格优势实现海外业务突破。
盈利预测与投资评级: 考虑生物医药投融资在 2022 年经历较大调整, 我们对公司业绩预测略作调整, 由此前 2023-2024 年归母净利润 11.42/13.72 亿元调整为 2023-2025 年 10.78/13.75/17.18 亿元, 当前市值对应 2023-2025 年 PE 分别为 26/20/16 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 订单交付不及预期; 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)

光大环境 (00257.HK): 2022 年业绩公告点评: 运营维持增长占比首超建造, 期待现金流改善

投资要点 事件: 公司发布 2022 年全年业绩公告。运营稳健占比首超建造, 疫情&减值拨备影响盈利。2022 年, 随着固废及水务行业进入稳健增长期, 公司在手项目逐步进入运营期, 建造收入迎来下降, 运营收入首超建造收入, 未来占比有望持续提升, 带动盈利能力上行。2022 年公司实现分别实现建造/运营/财务收入 131、188、54 亿港元, 同比减少 51.48%、增长 4.44%、增长 10.20%, 运营收入占比达到 51%, 同比提升 15pct。考虑到疫情影响及财政压力, 公司面临垃圾量萎缩、处理费收缴率降低、危废盈利承压等难题, 同时减值拨备亦影响公司盈利, 2022 年公司应收账款、合约资产、无形资产、厂房设备等损耗达 6.68 亿港元, 应收账款方面待国补兑付后将实现一定规模的利润冲

回。此外商誉损耗达 6.08 亿港元，主要系海外项目因经济状况变化、通货膨胀等因素进行的减值，为一次性影响。国补持续发放，现金流有望改善。2022 年中央政府性基金其他项预算（含可再生能源电价补贴）增超 3600 亿元达 4594 亿元，同年 7 月国网发布 2022 年第一批补贴资金，生物质发电 33.52 亿元占比 8%，较 2021 年的 5.89% 高出 2.50pct，发放加速占比提升。我们预计存量补贴有望加快兑付，促进公司现金流改善。此外伴随公司在建筹建项目规模的减少，资本开支较此前将有一定幅度的下滑，公司自由现金流转正可期。固废龙头强者恒强，三核两翼战略重整。2022 年，公司重整发展战略，进一步聚焦固废、泛水、清洁能源三大主业，装备制造、环境科技作为两翼为主业赋能，聚焦资源整合，激发内部活力。公司作为垃圾焚烧龙头强者恒强，得益于央企资源协同及多元化低成本的融资优势。我们从在手规模、运营效率解读公司精细化管理运营优势，1) 2022 年公司在手垃圾焚烧规模 15.52 万吨/日居全球首位，其中环保能源已投运垃圾焚烧项目规模为 12.82 万吨/日，在建规模 0.98 万吨/日，全年新增垃圾发电规模达 4900 吨/日。2) 2022 公司平均吨入炉发电量 470 度，较 2018 年 434 度/吨明显提升，吨上网自 2015 年 272 度升至 2022 年的 332 度，逐年稳步上升，高吨发可有效抵消退坡部分，新项目具备成本竞争优势。分红比例提升，维持高股息。公司自 2017 年来分红比例维持 30% 左右。2022 年公司股息 24 港仙，分红比例提升至 32.04%，股息率达 7.25%。盈利预测与投资评级：随着在手项目的陆续投运，公司规模盈利双升，自由现金流将显著转好，有望迎来估值的强力修复。考虑公司项目建设进度及拨备减值影响，我们将公司 2023-2024 年归母净利润预测自 56.84/60.3 亿港元调整为 50.47/53.88 亿港元，预计 2025 年归母净利润 57.66 亿港元，当前市值对应 4/4/4 倍 PE，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 证券分析师：赵梦妮)

康龙化成(300759): 2022 年报点评: 业务能力快速提升, 一体化 CXO 龙头未来可期

投资要点 事件：公司 2022 年实现营业收入 102.66 亿元 (+37.92%，同比增长，下同)，归母净利润 13.75 亿元 (-17.24%)，扣非归母净利润 14.21 亿元 (+6.01%)，经调整 Non-IFRS 归母净利润 18.34 亿元 (+25.46%)；2022 年单 Q4 实现营业收入 28.63 亿元 (+33.67%)，归母净利润 4.13 亿元 (-33.79%)，扣非归母净利润 3.64 亿元 (-11.27%)，业绩略低于预期。业务处于扩展期，四大业务板块收入端增长强劲，利润端相对承压：公司 2022 年各业务板块收入强劲增长：1) 实验室服务收入 62.45 亿元 (+36.77%)，毛利率为 45.14%，比去年同期增加 1.67 pct；2) CMC (小分子 CDMO) 服务收入 24.07 亿元 (+37.83%)，毛利率为 34.79%，比去年同期减少 0.13 pct；3) 临床研究服务收入 13.94 亿元 (+45.72%)，毛利率为 11.46%，比去年同期增加 1.15pct，与同行业公司比较仍有较大提升空间；4) 新兴业务大分子和细胞与基因治疗服务仍处于建设的早期，实现收入 1.95 亿元 (+29.26%)，毛利率为 -27.73%。四条主营业务线能力全面提升，打造国内头部一体化 CXO 平台，成长空间广阔：2022 年公司 CAPEX 为 29.5 亿元，1) 实验室服务：宁波第一园区二期工程第二部分 42,000 m² 的实验室建设持续推进，西安园区 105,000 m² 实验室也开始建设，预计 2024 年投入使用。宁波第三园区一期工程 140,000 m² 的实验室开始建设，预计将于 2023 年下半年陆续交付使用，将进一步增加生命科学服务能力；2) CMC (小分子 CDMO) 服务：绍兴工厂 81,000 m² 一期工程

已基本建设完成，化学反应釜容量 600 m³，2022 年开始陆续投入使用，2022 年公司还收购了 2 个海外工厂形成全球布局；3) 临床研究服务：康龙临床进一步整合希麦迪、联斯达、康龙美国临床及相关业务，提升竞争力；4) 大分子和细胞与基因治疗服务：继续建设国内大分子药物 CDMO 平台，宁波第二园区一期项目约 70,000 m² 厂房预计在 2023 年 Q3 开始承接大分子 GMP 生产任务，位于英国的细胞与基因疗法 CDMO 厂房也将进一步加大投入。随着公司业务布局的完善和能力的提升，将进一步提升公司全球竞争力。盈利预测与投资评级：考虑公司多条业务线处于业务扩张期，利润端相对承压，我们对公司业绩预测略作调整，由此前 2023-2024 年归母净利润 26.58/37.47 亿元调整为 2023-2025 年 21.03/29.14/37.05 亿元，当前市值对应 2023-2025 年 PE 分别为 28/20/16 倍，维持“买入”评级。风险提示：订单交付不及预期；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)

心动公司 (02400.HK)：2022 年业绩报点评：自研产品持续兑现，TapTap 国内用户增长强劲

投资要点 事件：2022 年公司实现营业收入 34.31 亿元，同比增长 26.92%，归母净亏损收窄至 5.53 亿元，去年为 8.64 亿元，业绩基本符合我们预期。TapTap 用户持续高速增长，广告收入有望受益于行业回暖。2022 年公司信息服务业务实现收入 9.78 亿元 (yoy+41.29%)，营收占比 28.51% (yoy+2.90pct)，毛利率 73.69% (yoy+1.59pct)，营收增长主要得益于 2021 年以来公司持续对 TapTap 产品及技术架构进行升级和机器学习算法的深度应用，游戏分发和广告系统效率明显提升，对应用户规模、活跃度持续提升。2022 年 TapTap 中国版平均月活达 4145 万 (yoy+31.3%)，游戏下载次数达 8.01 亿次 (yoy+38.3%)。展望 2023 年，一方面游戏版号常态化发放趋势已确立，TapTap 平台作为游戏厂商广告投放的重要渠道，将持续受益于行业供给复苏，另一方面，公司对 TapTap 平台进行的持续优化升级已初步验证，用户规模有望持续高增长。此外，云玩服务商业化已启动，并已产生订阅收入。自研产品逐步兑现，期待新游上线贡献业绩增量。2022 年公司游戏业务实现营收 24.53 亿元 (yoy+21.98%)，毛利率为 45.43% (yoy+9.28%)，营收提升主要得益于《香肠派对》收入的显著增长，以及《火力苏打》《火炬之光：无限》等 4 款自研游戏上线，公司自研产品周期已开启。展望 2023 年，公司《火力苏打》《火炬之光：无限》2 款游戏版号已获批，计划于 2023 年内上线国内市场，两款产品在海外运营调优经验下，国内流水表现值得期待。同时公司还储备有《铃兰之剑》等 4 款在研产品，产品管线充沛，有望陆续上线带动游戏业务业绩持续增长。降本增效成效显现，盈亏平衡可期。2022 年公司终止、调整了 5 款规模较小和进度不理想的游戏研发，截至 2022 年末游戏研发人员已精简至 854 人，较 2021 年末减少 416 人，对应研发费用率同比下降 8.53pct 至 37.42%，经调整归母净亏损大幅缩减至 4.82 亿元 (2021 年为 8.40 亿元)。展望 2023 年，我们认为公司在保障重点游戏项目的研发投入基础上，将延续降本增效基调，叠加收入端 TapTap 有望维持高增长以及新游上线，公司盈亏平衡有望加速。盈利预测与投资评级：重点产品《火力苏打》《火炬之光：无限》将于 2023 年上线国内市场，贡献业绩增量，因此我们调整公司 2023-2024 年盈利预测，并新增 2025 年，预计 2023-2025 年 EPS 分别为 0.20/0.55/0.94 元 (2023-2024 年此前为 0.06/1.11 元)，对应当前股价 PE 分别为 118/43/25 倍。我们看好公司自研产品持续兑现，同时 TapTap 广告收入增长潜力有望持续验证，维持“买入”评级。风险提示：

新游上线不及预期风险，行业监管风险， TapTap 用户数增长不及预期风险

(证券分析师: 张良卫 证券分析师: 周良玖 研究助理: 陈欣)

铂力特 (688333): 2022 年年报点评: 3D 打印深度布局, 归母净利润同增 249%

事件: 2023 年 3 月 30 日, 公司公布 2022 年年报, 实现营业收入 9.18 亿元, 同比增长 66.32%; 归母净利润 0.79 亿元, 同比增长 249.14%; 扣非净利润 0.3 亿元, 同步比增长 133.38%。 投资要点 归母净利润同增 249%, 归母净利率提升 18pct。2022 年公司营收 9.18 亿元, 同比增长 66.32%; 归母净利润 0.79 亿元, 同比增长 249.14%; 扣非净利润 0.3 亿元, 同比增长 133.38%。2022 年毛利率 54.55% (+6.32pct), 归母净利率 8.66% (+18.32pct), 全年净资产收益率转负为正达 5.64% (+10.02pct), 盈利能力强。2022Q4 实现营收 3.98 亿元, 同比增长 26.96%; 归母净利润 1.02 亿元, 同比增长 52.35%; 扣非净利润 0.8 亿元, 同比增长 85.52%。截至 2022 年底, 公司合同负债 0.55 亿元, 同比增长 44.74%, 存货 5.39 亿元, 同比增长 38%。 紧跟大尺寸多激光发展趋势, 核心技术持续突破。相比传统制造方法, 3D 打印技术对导弹等产品的原材料利用率和生产效率均有较大提升, 未来在航空航天领域的应用场景有望进一步扩展。大尺寸、多激光的高效增材制造装备是未来的发展趋势, 公司 2022 年发布的 BLT-S1000, 不仅实现 1200mm × 600mm × 1500mm 超大尺寸成形, 还突破多激光一致性控制、多激光同步扫描流场稳定性控制等多个技术难点, 成为国内外首次实现 16 激光同步扫描的大尺寸设备, 有效提升成形效率。公司正加大投入, 研发更大尺寸。可装备更多激光的设备。 下游需求旺盛, 有望持续受益导弹等航空航天产品放量。公司是国内最具产业化规模的金属增材制造创新研发生产企业金属, 粉体-设备-打印服务全产业链布局, 3D 打印定制化产品在国内航空航天增材制造金属零部件产品市场占有率较高, 主要客户国资背景浓厚, 公司将持续受益于下游旺盛需求。产能建设项目陆续投产, 后续产能将大幅提升, 充分保障下游需求并引领行业。 盈利预测与投资评级: 考虑到 3D 打印技术应用场景迅速扩大以及公司在行业的核心地位, 2023-2025 年公司归母净利润维持为 3.00/5.03/6.55 亿元, 对应 PE 分别为 54/32/25 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)

航发动力 (600893): 2022 年报点评: Q4 扣非净利润同增 408%, 航发放量前景光明

事件: 2023 年 3 月 30 日, 公司公布 2022 年年报, 实现营业收入 370.97 亿元, 同比增长 8.78%; 归母净利润 12.68 亿元, 同比增长 6.75%; 扣非净利润 8.38 亿元, 同步比增长 18.70%。 投资要点 2022Q4 扣非净利润大幅增长 407.81%。2022 年公司营收 370.97 亿元, 同比增长 8.78%, 其中航空发动机制造及衍生产品营收 366.04 亿元, 同比增长 8.53%, 此业务营收占总营收的比例高达 93.28%。全年归母净利润 12.68 亿元, 同比增长 6.75%; 全年扣非净利润 8.38 亿元, 增长 18.70%。2022 年 Q4 公司扣非净利润 1.99 亿元, 同比增长 407.81%。2022 年毛利率 10.82%, 销售净利率 3.64% (+0.03pct), 公司净资产收益率为 3.34% (+0.11pct), 盈利能力持续提升。截至 2022 年底, 公司合同负债 155 亿元; 存货总额 257 亿元, 同比增长 25%, 后续增长力量强劲。

合资设厂优化供应链布局，转让晋航股份加快产业聚焦。公司于2022年4月与北京钢研高纳合资设立西安钢研高纳航空部件有限公司，北京钢研高纳主业为高温金属材料及合金等产品的研发，此次增资有利于公司优化供应链布局，降低制造和管理成本。公司于2022年8月以公开挂牌方式转让所持下属全资子公司晋航公司80%股权，此次股权挂牌转让旨在将资源集中到航空发动机业务，有利于优化公司业务结构，加速产业聚焦以及提高存量资产利用效能，符合公司战略发展需求。整机总装龙头公司，持续受益于航空发动机的高频消耗。公司是航空发动机产业链唯一的整机总装龙头上市公司，是国内唯一能够研制涡喷、涡扇、涡轴、涡桨、活塞等全谱系军用航空发动机的企业公司。公司航发产品及衍生品覆盖全产业链，包括研制、生产、试验、销售、维修五大环节。由于航空发动机有寿命限制且容易损伤，需要有一定比例的备货便于随时更换，且当前练兵备战强度大幅提高，实战训练进一步深化，发动机损耗快，更换及维修频率高，公司业绩增长可获得长期保障。盈利预测与投资评级：考虑到航空发动机高消耗水平以及公司在行业的核心地位，并基于装备的放量节奏，我们将2023-2025年归母净利润分别调整为16.52(-4.22)/20.74(-5.10)/25.07亿元，对应PE分别为70/56/46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>