

2023年4月6日星期四

【东兴电子】捷捷微电:进击的 MOSFET 小巨人,跨越半导体周期(20230404)

公司主导产品为晶闸管、MOSFET、低结电容放电管等各类保护器件、功率型开关晶体管等,晶闸管市占率约为 37%,但公司 MOSFET 业务收入快速增长,营收占比已提升至 3Q22 的 43%。公司是晶闸管细分领域龙头,晶闸管国内市占率约为 37%。公司产品的品质以及稳定性等获得了全球一线品牌的认可,功率芯片和功率半导体分立器件业务收入均实现快速增长,且业务毛利率保持在较高水平。近年来,随着公司 MOSFET 产品与客户取得突破,MOS 业务收入快速增长,收入结构占比已提升至 3Q22 的 43%。公司营收和归母净利润均保持较快增长,由于下游消费电子等行业景气度下行,2022 年前三季度公司收入增速略有下滑,我们认为随着下游逐步恢复与新产能达产,公司业绩有望维持较快增长。

国内 MOSFET 国产化率为 41.3%,而全球前十大厂商是国外厂商,国内公司有望把握进口替代机遇。国内 MOS 产品下游汽车电子、消费电子和工业占比较高,分别占 25%、20%和 20%。根据 Yole 数据,预计 2026 年全球 MOSFET 市场规模将达到 95 亿美元,2020-2026 年均复合增长率为 3.8%,2023 年国内 MOSFET 国产化率约为 41.3%,而全球 MOSFET 前十大都是国外厂商,国内厂商有望把握进口替代机遇抢占市场。

公司具备技术优势与客户优势,并加大资本开支进行扩产,有望跨越半导体周期成为 MOSFET 龙头。公司先进的工艺技术全面应用到芯片设计和制造、成品封装及品质监控及检测的生产过程中,品质和效率大幅提升。公司产品出口至韩国、日本等,并且对外出口数额逐年提高,客户优势凸显。公司资产及负债规模随着业务发展均持续增大,随着南通厂投建,2021 年以来资产负债率提升。全球半导体销售额和资本开支通常具有明显的周期特征,但我们认为公司具备以上竞争优势,并实现积极高效扩产,有望跨越半导体周期,成长为 MOSFET 龙头公司。

我们复盘海外功率半导体龙头 ROHM 发展历程,得出结论:国内 IDM 龙头厂商,特别是能够快速承接大批量多品类定制化产品的 FAB、并发力封测技术的领军企业如捷捷微电, IDM 优势明显,有望在下一轮景气周期中占据较高的市场份额。通过研究全球功率半导体龙头企业的发展历程,大部分巨头的发展都与其下游工业和汽车客户深度绑定。我们选择全球功率半导体龙头公司罗姆进行复盘研究,我们认为,国内 MOS 下游以家电和消费电子为主,后续高产品附加值的工控和车规级芯片及模块是重要的突破口。国内 IDM 龙头厂商,特别是能够快速承接大批量多品类定制化产品的 FAB、并发力封测技术的 IDM 企业,如捷捷微电,有望在下一轮景气周期中占据较高的市场份额。

公司盈利预测及投资评级:公司是晶闸管龙头,积极扩产提高 MOSFET 产品份额。我们预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 3.81 亿元,5.50 亿元和

A 股港股市场

指数名称	收盘价	涨跌%
上证指数	3,312.63	+0.0
深证成指	11,866.31	+0.06
创业板	2,426.57	+0.2
中小板	7,857.46	+0.07
沪深 300	4,096.64	-0.16
香港恒生	20,331.20	+0.28
国企指数	6,894.05	+0.27

A 股新股日历(本周网上发行新股)

名称	价格	行业	发行日
华曙高科	26.66	机械设备	20230404
旺成科技	5.53	机械设备	20230404
光大同创	58.32	电子	20230406
森泰股份	28.75	建筑材料	20230406
恒尚节能	15.90	建筑装饰	20230406
索辰科技	245.5	计算机	20230406
迪尔化工	3.98	基础化工	20230406
北方长龙	50.00	国防军工	20230407
硕中科技	12.10	电子	20230407
高华科技	38.22	电子	20230407

*价格单位为元/股

A 股新股日历(日内上市新股)

名称	价格	行业	上市日
南芯科技	39.99	电子	20230407

*价格单位为元/股

数据来源:恒生聚源、同花顺、东兴证券研究所

7.65 亿元，对应现有股价 PE 分别为 45X，31X 和 22X，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：(1) 下游需求放缓；(2) 扩产进度不达预期；(3) 产品价格波动。

(分析师：刘航 执业编码：S1480522060001 电话：021-25102913)

【东兴计算机】美亚柏科：业绩短期承压，未来有望拐点向上（20230404）

事件：3 月 31 日，公司发布 2022 年年度报告，报告期内实现营业收入 22.80 万元，同比下降 10.08%；实现归母净利润 1.48 亿元，同比下降 52.41%；实现扣非归母净利润 0.92 亿元，同比下降 66.34%。

业绩短期承压，未来有望触底回升。分业务来看，公司公共安全大数据产品实现营收 9.38 亿元，同比减少 6.26%；电子数据取证业务实现营收 8.25 亿元，同比减少 27.50%；新型智慧城市实现营收 2.84 亿元，同比增长 135.77%；新网络空间安全实现营收 2.33 亿元，同比减少 15.68%。公司营收减少的原因主要有二，一是受宏观环境影响客户预算减少，二是受宏观环境影响部分项目延后验收确认。以上两个影响主要为短期影响，2023 相关风险影响有望减弱。此外公司毛利率有所下降，主要系公司毛利率较高的基石业务占比下降以及拓展的创新业务新型智慧城市毛利率偏低所致，属于结构性降低而非盈利能力减弱，未来伴随宏观影响消散，基石业务占比有望恢复正常，且新业务为公司基于基石业务向下游的拓展延伸，未来或将成为公司重要增长点。基于以上，我们认为 22 年业绩为短期承压，未来有望拐点向上。

深耕基石业务，夯实业务基础，拓展业务领域。公共安全大数据及电子数据取证为公司的基石业务，1) 公共安全大数据业务方面，公司一方面持续产品研发和拓展生态，开发“乾坤”大数据操作系统、完成新一代大数据平台预研发等，并有 30 多家生态厂商基于“乾坤”大数据操作系统开展数据治理，提高产品及技术能力，另一方面持续做大行业，完成多个重大项目中标及承建国家网络空间治理重大基础工程；2) 电子数据取证方面，通过“龙腾计划”巩固市占率，并从技术维度（开展技术研发、更新解决方案、平台赋能等）、区域维度（区县和基层下沉）、行业维度（拓展至行政执法及政府部门等）拓展业务能力及覆盖领域。公司不断夯实基石业务基础，伴随宏观影响减弱未来基石业务有望稳健增长。

开展创新业务，培养第二增长极。除了夯实公司基石业务外，公司还基于自身优势，拓展新网络空间安全板块及新型智慧城市建设两大创新业务。1) 新网络空间安全板块是公司基于电子数据调查取证业务，将覆盖领域延伸至“网络空间安全”事前、事中、事后全赛道，并推出“长城计划”和“狼烟计划”，依托业务优势进行业务延伸，拓展至下游新赛道；2) 新型智慧城市则是依托公共安全大数据业务，拓展至社会治理领域，推动政务大数据平台建设。公司创新业务拓展顺利，目前公司已先后参与厦门、常熟、开远等 10 多个城市的智慧城市总体规划设计和落地实施，并在北京、宁波等地已有落地大数据安全和网络安全大数据平台建设。公司创新业务为基于基石业务的拓展延伸，

公司原有的技术、产品储备，客户服务经验及客户资源等均可实现复用，公司创新业务有望成为公司新的增长极，未来发展可期。

公司盈利预测及投资评级：公司业绩受宏观影响短期承压，伴随宏观影响减弱公司业绩有望触底回升。公司深耕公共安全大数据和电子数据取证两大基石业务，并不断夯实主业基础，拓展业务领域，同时发展两大创新业务培养新的增长极，实现基石业务向下游的延伸，我们预计公司 2023-2025 年净利润分别为 3.18、4.01 和 4.98 亿元，对应 EPS 分别为 0.37、0.47 和 0.58 元。当前股价对应 2023-2025 年 PE 值分别为 63、50 和 41 倍。维持“推荐”评级。

风险提示：客户预算不及预期风险，业务拓展不及预期风险，市场竞争加剧毛利率下降风险。

(分析师：刘蒙 执业编码：S1480522090001 电话：010-66554034 研究助理：张永嘉 执业编码：S1480121070050 电话：18701288678)

重要公司资讯

- 谷歌：**谷歌披露其训练人工智能模型使用的超级计算机的最新细节。该公司表示，这些系统的速度和能耗效率均高于英伟达基于 A100 芯片的同类系统。谷歌拥有自主定制的 TPU 芯片，其 90% 以上的人工智能训练任务都通过这些芯片完成。(资料来源：同花顺)
- 特斯拉：**特斯拉在其最新发布的总体规划第 3 部分报告中表示，其小型电动汽车将配备 53kWh 磷酸铁锂电池，目标销量 4200 万辆；Model3 和 Model Y 将配备 75kWh 磷酸铁锂电池，目标销量 2400 万辆。(资料来源：同花顺)
- 奇瑞控股：**3 月份，集团销售汽车 12.5 万辆，同比增长 52.7%，环比增长 20.3%，连续 10 个月单月销量超 10 万辆。一季度，奇瑞集团累计销售汽车 33.03 万辆，同比增长 44.1%，创下历史新高。(资料来源：同花顺)
- 浙江交科：**公司下属公司与相关方组成的联合体中标温岭东部“万亩千亿”新型产业平台及配套基础设施建设工程第 SJS01 标段、104 国道杭州河庄至衙前段工程设计施工总承包第 EPC-02 标段等项目，中标价合计 68.75 亿元。(资料来源：同花顺)
- 携程：**携程的五一假日旅游前瞻发现，国内游订单已追平 2019 年，同比增长超 7 倍；内地出境游预订同比增长超 18 倍，境外跟团游报名量较 4 月初增长 157%。从游客出行距离来看，截至 4 月 6 日，报名五一长途旅游的订单占比超六成，长线旅游订单同比去年增长 811%。(资料来源：同花顺)

经济要闻

- 工信部：**2023 年 1-2 月，全国锂电总产量超过 102GWh，同比增长 24%。其中储能电池产量超过 15GWh，新能源汽车动力电池装车量约 38GWh。材料方面，1-2 月正极材料、负极材料、隔膜、电解液产量分别达到 26.5 万吨、21.5 万吨、24.5 亿平方米、13 万吨，碳酸锂、氢氧化锂产量分别

达 6.1 万吨、4.4 万吨。(资料来源：同花顺)

2. **发改委：**近日，国家发展改革委价格司、财金司、证监会期货部组织部分期货公司召开会议，会议要求，期货公司要依法合规经营，在发布研究报告等过程中，全面准确客观分析铁矿石市场形势，不得故意渲染涨价氛围。下一步，国家发展改革委将会同有关部门继续紧盯铁矿石市场动态，持续加大监管力度，坚决维护市场秩序。(资料来源：同花顺)
3. **深交所：**将坚持服务科技创新，聚焦先进制造、数字经济、绿色低碳等重点领域，加快优质创新资本中心建设，与上交所、北交所共同服务好京津冀协同发展国家战略，共同建设好北京资本市场良性生态，全面提升国际科技创新中心建设水平，为推动首都经济高质量发展贡献更大力量。(资料来源：同花顺)
4. **交通运输部：**3 月份，客运量环比增加 3.6 亿人次、增长 16.6%，同比增加 9.4 亿人次、增长 58.9%，较 2019 年月均客运量增加 5.5 亿人次、增长 27.9%。3 月份客运强度平均水平为 0.526 万人次每公里日，较 2019 年全年客运强度平均水平降低 3.6%。(资料来源：同花顺)
5. **服务业：**中国 3 月财新服务业 PMI 为 57.8，创 28 个月以来新高，连续三个月处于扩张区间，前值为 55。(资料来源：同花顺)

每日研报

【东兴农林牧渔】农林牧渔行业：猪价下行产能去化有望持续，生猪养殖投资窗口已至（20230404）

报告摘要：

生猪养殖：本周生猪价格为 14.87 元/千克，较上周下跌 2.75%；猪肉价格为 20.16 元/千克，较上周下跌 0.64%；仔猪价格 37.22 元/千克，较上周下跌 0.27%；二元母猪价格为 2679.34 元/头，较上周下跌 0.14%。本周生猪均价全线下跌，生猪均价跌破 15 元。供给端，天气转暖不利于压栏，供应量整体有所增加；需求端，消费需求没有明显提振，整体市场供大于求，价格持续走低。补栏需求低迷，仔猪和生猪均价小幅回调。自繁自养亏损幅度加大，动物疫病风险仍存，南方梅雨季将至，对于防疫松懈及能力不足的养殖户仍有较大挑战。2 月产能去化趋势已现，亏损+疫病背景下，行业去化有望加速。猪周期站在边际向好的拐点，步入左侧布局区间。叠加板块估值调整到位，行业具备较强的配置价值。建议关注周期磨底阶段管理优异与产能扩张的相关企业，重点推荐牧原股份、天康生物等。

市场回顾：

本周（0327-0331）申万农林牧渔各子行业中，周涨跌幅依次为：动物保健 4.67%、养殖业 4.48%、饲料 0.80%、农产品加工 0.71%、种植业-1.44%、渔业-2.19%。

本周（0327-0331）申万农林牧渔行业公司中，表现前五的公司为：新五丰 29.6%、巨星农牧 25.85%、南宁糖业 13.81%、唐人神 11.63%、生物股份 11.03%；表现后五的公司为：ST 天山-2.24%、平潭发展-2.31%、众兴菌业-2.62%、田野股份-2.65%、大湖股份-2.68%。

行业资讯与重点公司公告：

1、中宠股份：关于控股孙公司拟投资建设美国第二工厂项目的公告

近年来，美国宠物食品市场对于“本土”生产的宠物零食需求旺盛，客户订单充足，公司美国工厂产能缺口明显，为增强公司海外业务竞争力，提升公司盈利能力，烟台中宠食品股份有限公司（以下简称“公司”）于 2023 年 3 月 31 日召开第三届董事会第二十七次会议，审议通过了《关于控股孙公司拟投资建设美国第二工厂项目的议案》。同意公司的控股孙公司美国 Jerky 以不超过 6000 万美元投资建设美国第二工厂项目。

重点推荐：

【重点推荐】牧原股份、海大集团、普莱柯、科前生物、生物股份

【建议关注】中宠股份、佩蒂股份、天康生物、隆平高科、大北农

风险提示：畜禽价格波动风险，极端天气影响，动物疫病影响等。

（分析师：程诗月 执业编码：S1480519050006 电话：010-66555458）

【东兴非银行金融】非银行金融行业跟踪：成交额、两融等市场指标持续改善，建议关注证券板块（20230404）

证券：本周市场日均成交额环比微增至 1.01 万亿，已连续两周保持在万亿之上；两融余额（3.30）续升至 1.61 万亿，且融资融券比继续上行。3 月 PMI 维持景气区间等国内经济复苏信号和美欧加息预期下降等外部因素均有利于投资者信心恢复，成交额、两融等市场核心指标有望持续向好，进而对证券板块构成直接利好，建议重点关注。

周五证监会就《证券公司监督管理条例（修订草案征求意见稿）》公开征求意见，主要包括落实审慎监管原则，加强对券商股东穿透监管，引导行业回归本源，完善业务规则，加强合规风控等。从已披露 2022 年度业绩的券商年报中可以看到，面对市场剧烈波动，其中部分券商的净资本、风险覆盖率、流动性覆盖率等核心风控指标较 2021 年同期有所下降，虽然券商积极通过各种方式补充资本，但抵御风险能力仍有待加强。风控能力和风控水平从一定程度上决定了券商业绩和估值的下限，所以此次监管条例的修订有望有效改善行业经营业态和和风控合规管理，进而从中长期角度利好行业发展和估值修复。

保险：伴随着国内经济的企稳向好，居民消费能力和消费意愿均有望逐步增强，保险需求有望逐步释放，疫情影响弱化令以代理人渠道为主的各渠道加速复苏。从上市险企 2022 年年报中可以看到，自 Q3 起负债端边际改善趋势已开始形成并得以延续，2022 年的低基数有望缔造 2023 年的高增长。我们认为，受疫情、资产配置需求、产品竞争格局、政策等因素影响，居民

对能满足保障、资产保值增值等多类型需求的保险产品的认可度持续提升；同时，伴随险企对于产品定位的高度精细化和个性化，保险产品的“消费属性”有望显著增强。而个人养老金、商业养老金业务的相继落地将成为保险产品拼图的有效补充。我们预计，伴随人身险和财产险的协同发力，2023年险企负债端有望持续复苏，进而使板块估值修复成为中期主题。

板块表现：3月27日至3月31日5个交易日非银板块整体下跌0.96%，按申万一级行业分类标准，排名全部行业21/31；其中证券板块下跌0.82%，保险板块下跌1.18%，均跑输沪深300指数（0.59%）。个股方面，券商涨幅前五分别为华林证券（4.94%）、华泰证券（1.19%）、红塔证券（0.94%）、光大证券（0.40%）、广发证券（0.38%），保险公司涨跌幅分别为新华保险（2.52%）、天茂集团（1.20%）、中国平安（-1.30%）、中国太保（-1.41%）、中国人寿（-1.42%）、中国人保（-2.26%）。

风险提示：宏观经济下行风险、政策风险、市场风险、流动性风险。

（分析师：刘嘉玮 执业编码：S1480519050001 电话：010-66554043 分析师：高鑫 执业编码：S1480521070005 电话：010-66554130）

【东兴策略】高频数据改善，提振消费估值——A股市场估值跟踪四十七（20230404）

本报告拟从全球重要指数估值和A股指数风险溢价、行业估值的变化来审视当前市场估值情况。

本周要点：本周地产、周期、消费板块估值回升，结合收盘价来看，消费板块收盘、估值双双回升。我们认为主要受近期消费、旅行等高频数据回升影响，基本面预期有所修复。3月发布PMI虽略现回落，建筑业、服务业PMI仍分别环比抬升5.4、1.3个百分点，积极数据将继续提振消费、周期估值回升。

全球主要股指中，海外股领涨。其中德国DAX（4.49%）涨幅最大，标普500（3.48%）、纳斯达克指数（3.37%）、英国富时100（3.06%）涨幅居前；A股来看，创业板指（1.23%）涨幅最大，其余股指均小幅上涨；港股来看，恒生中国（2.56%）涨幅最大，恒生指数（2.43%）涨幅居前。估值来看，全球主要指数估值中，日经225等8个股指上升、上证指数等5个股指下降。海外股中日经225（PE(TTM)：4.20%/PB：2.50%）升幅最大，纳斯达克指数（PE(TTM)：3.67%/PB：2.94%）升幅居前；A股中，创业板指（PE(TTM)：1.76%/PB：0.93%）升幅最大，中证500（PE(TTM)：-2.05%/PB：0.23%）降幅最大；港股中仅恒生指数（PE(TTM)：0.08%/PB：0.55%）小幅上升。估值分位数来看，恒生中国、标普500、纳斯达克3个股指估值高于历史中位数。其中标普500最接近历史最高值（低44.21%），日经225最接近历史最低值（高24.63%）；PB来看，仅海外股中纳斯达克、标普500超过中位数，港股、A股均低于中位数。

A股估值分位数来看，A股中创业板指上升幅度（+1.5百分点）最大，中证500（-1.5百分点）下行幅度最大。2023年初至今主要指数涨跌幅均上升。创业板指涨跌幅较上周扩大1.24%，涨跌幅变化最大，估值扩张程度较上周扩大186.99%；上证50涨跌幅较上周上涨0.33%，其中361.01%来自估值扩张贡献，估值贡献边际变化最大。除创业板指外，上周主要指数估值变化贡献均超80%。

本周大类行业中，资源能源、消费等四个行业估值上升，交通运输、工业服务等四个行业估值下降。资源能源（PE(TTM)：3.13%；PB：3.51%）升幅最大，消费（PE(TTM)：2.01%；PB：1.99%）升幅居前，科技（PE(TTM)：-0.64%；PB：-0.45%）降幅最大。中信行业来看，房地产、消费板块估值大幅抬升，其中建材（17.25%）涨幅最大、房地产（16.08%）涨幅居前；消费板块中消费者服务（7.68%）涨幅居前；资源品板块估值回升，其中钢铁（5.03%）、煤炭（3.61%）涨幅居前，石油石化（-3.55%）下跌；科技板块分化，其中计算机（2.37%）、电子（1.37%）估值上升，通信（-1.73%）、军工（-4.83%）估值下行。

8个中信行业PE(TTM)超过中位数，22个中信行业PB超过中位数。PE来看，当前值排名前三的行业是消费者服务、国防、军工，排名后三的行业是石油石化、煤炭和银行；PB来看，当前值排名前三的行业是餐饮、消费者服务和计算机，排名后三的行业是建筑、房地产和银行。

本周A股主要指数风险溢价来看，小盘风险溢价上行幅度较大。其中深证100（0.08%）升幅最大，中证1000（0.04%）升幅居前，中证500（-0.13%）降幅最大，上证50（-0.10%）降幅居前。

风险提示：数据统计可能存在误差。

（分析师：林莎 执业编码：S1480521050001 电话：010-66554151 研究助理：孙涤 执业编码：S1480121040003 电话：010-66555181）

【东兴餐饮】安琪酵母：B端需求复苏，成本改善可期（20230404）

事件：公司 2022 年度营业收入 128.43 亿元，同比+20.31%，归母净利润 13.21 亿元，同比+0.97%，扣非归母净利润 11.14 亿元，同比+5.11%。Q4 单季，公司营业收入 38.61 亿元，同比+25.29%，归母净利润 4.24 亿元，同比+45.96%，扣非归母净利润 3.07 亿元，同比+90.04%。

22 年酵母及深加工产品增速平稳，预计 23 年 B 端需求获得复苏。酵母及其深加工产品 22 年全年营收 90.20 亿元，同比+12.98%。制糖产品、包装类产品、奶制品、其他产品分别营收 17.66/4.78/0.16/15.11 亿元，分别同比+68.09%/13.92%/-74.99%/38.71%。2022 年，公司烘焙面食、YE 食品、酶制剂、微生物营养、电商、酿造与生物能源、植保业务均保持增长态势，动物营养、营养健康业务因行业环境变化，消费疲软等因素导致业务大幅下滑。Q4 因疫情刺激 C 端小包装酵母需求，酵母收入及毛利率都获得较快增长。我们认为，今年随着餐饮、烘焙店的快速复苏，酵母 B 端业务将获得较快增长，保健品、动物营养受益于下游消费场景恢复增速也将有所恢复，而 C 端由于“宅家”时间相对疫情期间更少影响小包装产品的需求，预计 C 端今年相对疲弱。

把握机遇，海外增速超预期。2022 年公司国内市场实现主营业务收入 88.68 亿元，同比增长 13.92%；国际市场实现主营业务收入折算人民币 39.23 亿元，同比增长 39.02%。海外营收较国内增速明显更高，主要是因为：1、人民币贬值；2、欧洲竞争对手面临能源价格上涨、工厂停产等问题；3、疫情后海外市场需求恢复较快；4、公司加大海外布局，目前公司在全球拥有 6 个海外事业部，产品已销往全球 163 个国家或地区。长期来看，在国外供应链受到政治和疫情影响的情况下，公司承接部分订单有利于公司产品渠道的渗透以及品牌力的提升，利好公司长期发展。公司在海外市占率依然较低，但产品性价比较高，存在较大潜力。我们推测，23 年由于海外竞争对手产能恢复，公司海外业务大概率降速，但长期来看海外业务能够继续保持较快增长。

判断今年成本压力减小。2022 年公司全年毛利率 24.80%，同比-2.54pct，其中，酵母及深加工产品毛利率 31.67%，同比-1.35pct，主要因为公司主要原材料糖蜜及燃动力成本涨价。公司 22 年推动水解糖替代工艺取得实质进展，解决了糖蜜短缺危机，年底完工的自产水解糖能够取代约 30%左右的糖蜜。23 年糖蜜采购价格跟 22 年差距不大，但运费明显下降，预计 23 年公司成本将获得改善。对于糖蜜价格的判断，我们认为，由于糖蜜价格已经长期维持高位，下游厂家纷纷寻找替代品，其中水解糖预计今年投产量明显增加，将削弱糖蜜需求。此外，糖蜜价格较高主要因欧洲粮价处于高位，当欧洲粮价下跌，糖蜜价格将回落。长期来看水解糖的替代能够有效缓解糖蜜价格波动带来的影响，有利于公司业绩稳定。费用率方面，随着销售规模的增加，公司 22 年销售费用率和管理费用率均有所下降，持续释放规模效应。

盈利预测与评级：公司确定了 2023 年实现销售收入 143.9 亿元（同比+12.05%），归属于母公司股东的净利润同比增长 10.21% 的经营目标。我们认为国内酵母及酵母抽提物均在消费升级的过程中获得发展空间，此外，公司海外业务具备较大潜力，糖蜜成本带来的业绩波动性长期来看有望降低。预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 144.44、164.67、189.33 亿元，归母净利润分别为 14.89、18.82、23.01 亿元，对应 EPS 分别为 1.68、2.12、2.59。当前股价对应 PE 分别为 24、19、16 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：原材料价格上涨；海外竞争加剧；产能投放不及预期。

（分析师：孟斯硕 执业编码：S1480520070004 电话：010-66554041 分析师：王洁婷 执业编码：S1480520070003 电话：021-225102900）

【东兴汽车】广汽集团 2022 年报点评：营收增长致费用率下降，自主改善确定性增强（20230404）

近日，广汽集团发布 2022 年报：公司实现营业总收入 1100.06 亿元，同比增长 45.37%，实现归母净利润 80.68 亿元，同比增长 10.0%，点评如下：

营收突破千亿，期间费用率明显下降。受益自主板块销量提升，公司营业收入突破千亿。2022 年传祺、埃安合计销售约 63.4 万辆，同比增长 42.6%。营收的大幅增长致期间费用率（销售、管理和研发）明显下降，2022 年期间费用率合计 9.2%，较 2021 年下降 3.1pct，为 2016 年以来新低。销量费用率和管理费用率均有下降。2022 年公司综合毛利率为 7.0%，低于 2021 年的 7.9%，毛利率未改善与 2022 年电池等原材料价格大幅提升有关，冲减了由销量带来的规模效应。

减值等非现金费用项大幅增加，经营现金流表现好于账面利润。我们以净利润减去投资收益反映广汽集团扣除合资板块后的经营情况，2022 年广汽集团该业务的利润为-63.2 亿元，而广汽集团经营现金流净额（扣除金融业务）为-25.6 亿元，即经营

现金流的表现好于账面利润，主要原因有二：1) 2022 年计提了较多非现金支出，其中，公司计提了长期股权投资-广汽三菱减值 15.06 亿，计提无形资产和开发支出减值合计 10.9 亿元（2021 年该减值为 5.56 亿元），应收账款及长期应收款坏账损失为 5.28 亿元（2021 年该减值为 0.94 亿元）。2022 年公司固定资产折旧、无形资产摊销、长期待摊费用、减值等非现金支出项合计为约 94.6 亿元，2021 年为 62.3 亿元。2) 经营效率的提升，应收账款及票据周转天数从 2021 年 36.9 天降至 2022 年 29.2 天。

2023 年自主板块改善确定性增强。2023.1-2 月，埃安实现销量 38292 辆，同比增长 55.93%。据埃安公众号，2023 年 3 月，埃安实现销售 40016 辆，同比增长 97%。2023 款 Aion S 和 Y 近日上市，48 小时订单突破 10033 台。2023 年埃安将推出昊铂系列第二款车型 Hyper GT，Hyper GT 将是埃安冲击高端电动市场的利器。2023 年广汽传祺新一代车型（影系列、高端 M8 和 GS8）仍将继续凭借设计、混动技术、智能化等上的强技术实力得到消费者认可，传祺复苏已在路上。我们认为，伴随着电池等原材料价格下行，以及公司自主板块销量规模的提升，公司自主板块经营改善的确定性增强。

公司盈利预测与估值：公司自主板块中长期改善趋势持续，两田将凭借在混动的优势续势扩大份额，我们看好公司中长期发展趋势。考虑 2023 年车市受 2022 年购置税减半政策退出影响，燃油车市场竞争加剧，我们下调公司投资收益预测（详见附件），预计公司 2023-2025 年归母净利润预测分别为 103.5、127.3 和 137.9 亿元，对应 EPS 为 0.99、1.21 和 1.32 元。按 2023 年 4 月 3 日 A 股收盘价，广汽 A 股 PE 分别为 11、9 和 8 倍，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：行业需求低迷、公司新车型不及预期、新能源汽车发展不及预期，原材料价格上涨超预期。

(分析师：李金锦 执业编码：S1480521030003 电话：010-66554142)

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526