

2023年4月14日星期五

【东兴纺织服装】台华新材（603055）：短期业绩承压，不改锦纶垂直一体化龙头成长性（20230414）

事件：2022年公司营业收入40.09亿元，同比-5.83%；归母净利润2.69亿元，同比-42.06%；扣非净利润1.93亿元，同比-56.75%。其中Q4营业收入9.99亿元，同比-15.96%；归母净利润为亏损2,859万元，去年同期盈利8,650万元；扣非净利润为亏损1601万元，去年同期盈利8693万元。四季度呈现明显的压力。

核心产品锦纶长丝在产品结构变化下仍有增长韧性，其他产品在整体需求疲软环境下压力较大。2022年公司长丝、坯布、成品面料的收入分别为20.65、8.41、10.01亿元，同比分别+14.91%、-29.35%、-6.83%。公司的核心品类锦纶长丝随着公司产能爬坡以及产品优势显示出订单增长的韧性（销量增13.47%，推测均价在产品结构变化带动下升1%），我们推测从产品结构层面高端产品锦纶66及再生锦纶产能提升对冲了部分普通锦纶6产品销量下滑。坯布和面料产品因为下游纺织企业开工不足订单偏弱，其中锦纶坯布、涤纶坯布的销量分别-23.71%、-36.35%，锦纶面料、涤纶面料销量分别-15.55%、-11.38%。分内外市场看，内销、外销收入分别为33.02/6.62亿元（分别-6.98%、+9.91%），内销占比83%，从增速来看，下半年内外销的增速分别为-17%、-23%，景气度较上半年都有明显回落。从产品销售端看，公司12万吨项目产能在去年集中释放、今年产能继续爬坡，虽然产能增量充足但是市场需求疲软。预计在2023年随着国内疫情消散、海外去库的推进，内外需都将有明显改善，叠加公司高端产品加速放量，从而带动公司订单收入加速回暖。

产能利用率不足及需求疲软价格下压导致利润率承压，未来需求恢复和产品结构变化共同提振利润率。2022年公司毛利率为21.39%，同比-4.68pct.，分产品看锦纶长丝、坯布、成品面料的毛利率分别减少5.11、5.62、1.27个百分点。公司毛利率的下滑，主要是产能利用率不足，以及在行业需求不振的影响下产品价格较去年同期有所下滑。受毛利率下滑影响，公司全年净利润率下滑4.19pct.至6.69%。短期来看疫情因素消散以后需求和下游纺企开工恢复将有助于产品出货及价格提振，毛利率将有所恢复，长期看，公司随着高价格、高毛利产品占比进一步提升，毛利率也有上行趋势。

公司具备锦纶一体化优势，高端产品的产能投放稳步推进，仍然看好其成长性。公司具备从锦纶纱线到锦纶面料的一体化生产过程，从行业来看订单越来越呈现出“小批量、多批次、短交期”特点，公司的一体化布局优势也将越来越明显。产品布局方面，公司把握锦纶66纱线和再生锦纶纱等新兴市场，进一步优化产品结构。产能方面，公司淮安台华绿色多功能锦纶新材料一体化项目一期工程（年产10万吨再生PA6锦纶丝/6万吨PA66锦纶丝）将在2023年投入生产，项目投产后公司再生锦纶丝和PA66锦纶丝的产量将大幅提升，收入和业绩的增厚作用将十分显著。我们认为公司在锦纶领域的成长

A股港股市场

指数名称	收盘价	涨跌%
上证指数	3,338.15	0.6
深证成指	11,800.09	0.51
创业板	2,428.09	0.93
中小板	7,799.23	0.75
沪深300	4,092.0	0.57
香港恒生	20,438.81	0.46
国企指数	6,914.40	0.57

A股新股日历（本周网上发行新股）

名称	价格	行业	发行日
中船特气	36.15	电子	20230411
晶升股份	32.52	电子	20230411
中裕科技	12.33	建筑材料	20230411
美利信	32.34	通信	20230412
民士达	6.55	纺织服饰	20230412
荣旗科技	71.88	机械设备	20230413

*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
----	----	----	-----

*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

路径依然清晰。

投资建议：我们认为公司短期盈利受到疫情影响，但是公司在锦纶 66 及再生锦纶方面具备明显的先发优势，垂直一体化布局持续助力市场开拓，看好公司长期发展。预计公司 2023-2025 年净利润分别为 5.09、6.67、8.26 亿元人民币，增速分别为 89.43%、31.12%、23.84%，目前股价对应 PE 分别为 19.39、14.79、11.94 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：上游原材料价格大幅波动，下游户外运动服装需求不及预期，产能建设进度缓慢。

(分析师：刘田田 执业编码：S1480521010001 电话：010-66554038 分析师：常子杰 执业编码：S1480521080005 电话：010-66554040 研究助理：沈逸伦 执业编码：S1480121050014 电话：010-66554044)

【东兴汽车】中汽股份（301215）：2022H2 营收增速提升，Q4 毛利率提升至 70%+（20230413）

近日，中汽股份发布 2022 年报：报告期，公司实现营收 3.25 亿元，同比增长 9.04%，实现扣非归母净利润 1.16 亿元，同比增长 23.37%，点评如下：

2022 下半年营收增速提升，Q4 毛利率持续回升。公司是国内第三方汽车试验场运营商，通过构建汽车场地试验环境和试验场景为整车企业、零部件企业以及汽车检测机构服务。2022 年疫情影响使得营收端增长低于我们预期，尤其是 2022H1，公司营收仅增长 3.17%。随着下半年影响缓解，公司营收端增长恢复，2022Q3-Q4 营收分别增长 18.2%、10.1%。公司单季度毛利率也从 2022Q1 逐季好转，2022Q4 毛利率恢复 71.6%。我们认为，随着疫情影响的消退，汽车研发场地测试需求复苏有望带动公司营收增长。

高固定成本属性与高业绩弹性。公司主要业务场地试验技术服务 2022 年实现营收 2.98 亿元，同比增长 7.3%，营收占比 91.6%。该业务 2022 年毛利率为 74.6%，基本与 2021 年持平（2021 年为 74.7%）。该业务成本中的间接成本（主要包括场地折旧、房屋设备折旧、无形资产摊销、其他间接配套服务费用等）为 5178.9 万元，占该业务成本的 68.4%。该间接成本具备一定固定属性，2022 年该成本仅增长 4.5%，低于收入增速。2022 年，公司固定资产折旧合计 5854.4 万元，无形资产摊销为 718.7 万元，两者合计占营收比重为 65.3%。公司主要运营资产为汽车试验场，该资产的折旧是公司最大的成本项，且有相对固定的属性。我们认为，公司较高的固定成本属性有望带来较大的业绩弹性。

公司有望凭借全资质优势、领先的运营能力、智能网联汽车试验场的领先布局 and 上市公司机制提升业务规模。试验资质和土地资源将是汽车试验场业务主要的经营壁垒。法规类汽车试验业务需要相应的资质，同时，汽车试验场需要位置毗邻整车、零部件企业且集中的大面积土地。据公司年报，公司 IPO 募投项目—长三角（盐城）智能网联汽车试验场项目将力争 2023 年底完成项

目主体功能，公司长三角（盐城）智能网联汽车试验场项目计划投入资金137,645 万元，项目建设周期 30 个月，占地面积 1582 亩。公司领先布局智能网联汽车试验场，有望受益智能化带来的汽车检测业务的增长。

公司盈利预测及投资评级：随着智能电动化的加速，我国积极构建智能网联汽车的标准体系，有望为检测业务带来新的业务增长。且 2023 年随着疫情影响消退，汽车场地试验需要有望提升。我们预计公司 2023-2025 年净利润分别约为 1.71、2.18 和 2.80 亿元，对应 EPS 分别为 0.13、0.16 和 0.21 元。对应 PE 值分别为 44、34 和 27 倍。维持“推荐”评级。

风险提示：公司业务推广不及预期，智能网联汽车标准体系构建不及预期，汽车行业发展不及预期

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

重要公司资讯

- 腾讯控股**：据腾讯微信公众号消息，腾讯云发布面向大模型训练的新一代 HCC (High-Performance Computing Cluster) 高性能计算集群，整体性能比过去提升了 3 倍，搭载了 NVIDIA H800 Tensor Core GPU，能够提供高性能、高带宽、低延迟的智算能力支撑。(资料来源：同花顺)
- 北方华创**：业绩快报显示，2022 年公司实现总营收 146.88 亿元，同比增长 51.68%；实现归母净利润 23.53 亿元，同比增长 118.37%；实现扣非归母净利润为 21.06 亿元，同比增长 161.07%。2023 年第一季度，公司延续业绩增长的势头，预计实现营收 36 亿元~40 亿元，同比增长 68.56%~87.29%；实现归母净利润 5.6 亿元~6.2 亿元，同比增长 171.24%~200.30% (资料来源：同花顺)
- 中国中车**：业绩快报显示，公司预计 2023 年第一季度实现净利润 5.82 亿元-6.48 亿元，同比增长 165%-195%；预计 2023 年实现扣非净利润 1.85 亿元-2.2 亿元，同比增长 3.42 亿元-3.77 亿元。(资料来源：同花顺)
- 特斯拉**：特斯拉丹麦官网显示，Model 3 高性能版售价下调 9.1%至 42.7 万克朗，Model Y 高性能版售价下调 9.2%至 45.65 万克朗。这是今年特斯拉在丹麦的第二次降价。同日特斯拉新加坡网站显示，其在售的 Model 3 和 Model Y 两款车型售价下调了 4.3%至 5%。(资料来源：同花顺)
- 知乎**：“2023 知乎发现大会”上，知乎创始人、董事长兼 CEO 周源和知乎合作人、CTO 李大海共同宣布了知乎与面壁智能在 AI 大模型上的最新合作与应用，正式发布“知海图 AI”中文大模型。(资料来源：同花顺)

经济要闻

- 银保监会**：于近日印发《关于银行业保险业做好 2023 年全面推进乡村振兴重点工作的通知》，围绕银行业保险业服务全面推进乡村振兴重点工作的任务目标，坚持稳中求进工作总基调，坚持农业农村优先发展，从聚焦农业强国建设重点领域、强化农村金融服务能力建设、提升“三农”领域保险服务质效、强化监管引领等四个方面提出十五项工作要求。(资料来源：同花顺)
- 美国**：3 月 PPI 同比上升 2.7%，低于市场预期的 3%，连续第 9 个月放缓，创逾 2 年来最小涨幅。3 月 PPI 环比下降 0.5%，低于市场环比持平预期。

(资料来源：同花顺)

3. **商务部：**自 2023 年 4 月 15 日起对原产于澳大利亚的进口大麦所适用反倾销措施和反补贴措施进行复审。本次复审的内容为对原产于澳大利亚的进口大麦继续征收反倾销税和反补贴税的必要性。(资料来源：同花顺)
4. **交通运输部科学研究院：**3 月中国运输生产指数 (CTSI) 为 182.9 点，同比增长 23.3%，CTSI 货运指数为 214.1 点，同比增长 9.4%；CTSI 客运指数为 128.7 点，同比增长 93.3%。(资料来源：同花顺)
5. **财政部：**4 月 14 日财政部发布通知部署 2023 年政府购买服务改革重点工作，提出了增强就业服务扶持、提高教育医疗卫生服务能力等 15 条要求。(资料来源：同花顺)

每日研报

【东兴非银行金融】非银行金融：证券行业再迎“降准”，资金运用效率有望提升（20230413）

事件：4月7日，中国结算发布公告称为顺应中国资本市场发展需要，配合货银对付改革的落地实施，进一步提升市场资金使用效率和结算备付金精细化管理水平，中国结算拟正式启动股票类业务最低结算备付金缴纳比例差异化调降工作。在2022年4月已将股票类业务最低结算备付金缴纳比例自18%调降至16%的基础上，此次中国结算引入差异化最低结算备付金缴纳比例机制，将实现股票类业务最低备付缴纳比例由16%平均降至15%左右。

市场改革深化，结算备付金管理水平进一步提升。周五中证登披露将正式启动差异化调降股票类业务最低结算备付金缴纳比例工作，预计准备时间2个月左右，比例调整有望在二季度末落地。2022年1月14日，中国证监会正式启动货银对付(Deliver versus Payment, DVP)改革，配合2022年4月已将股票类业务最低结算备付金缴纳比例自18%调降至16%。本次引入差异化最低结算备付金缴纳比例机制，进一步降低市场平均缴纳比例，旨在配合货银对付改革的落地实施，进一步提升市场资金使用效率和结算备付金精细化管理水平。

经测算，本轮降低结算备付金缴纳比例将释放200-250亿资金。我们根据部分券商2022年结算备付金及交易市占率倒推行业结算备付金规模，测算若结算备付金缴纳比例从16%降低至15%，参考当前市场交易水平，有望为行业释放经营资金200-250亿，进一步为行业减负。

降低资金占用，利好证券行业。降低结算参与人的结算备付金最低缴纳比例，有利于减少全市场资金占用，提高资金使用效率，亦能一定程度上为市场注入流动性。对于证券行业而言，结算备付金释放将有效提升行业roe和盈利预期，助力板块估值修复。2022年全年证券行业实现净利润1423.01亿元，净资产规模2.79万亿元，ROE约为5.10%，按静态推算新规释放的资金规模将为证券行业带来约10-13亿元净收入增量。

投资建议：在当前时点看，2023年资本市场大发展趋势已现，以注册制为代表的资本市场改革提速有望成为行业价值回归的直接催化剂，业务创新亦将为盈利增长开启想象空间，行业中长期发展前景继续向好。市场回暖叠加监管让利，夯实了券商业绩增长的基础。考虑到2022年的较低基数，2023年行业业绩有望深蹲起跳。整体上看，我们更加看好行业内头部机构在中长期创新发展模式下的投资机会，当前具备较高投资价值的标的仍集中于估值仍在低位的价值个股，此外证券ETF为板块投资提供了更多选择。

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)

【东兴银行】银行业：社融超预期，居民信贷需求加速修复——3月社融金融数据点评-2023-4-12（20230412）

事件：4月11日，央行发布一季度社融金融数据。3月末，社融存量同比增10%（增速环比上升0.1pct）。3月社融新增5.38万亿，较上年同期多增7235亿。3月末，M2同比增12.7%，环比下降0.2pct；M1同比增5.1%，环比下降0.7pct。

3月社融同比多增，信贷、未贴现银票贡献主要增量。3月社融新增5.38万亿，同比多增7235亿；社融存量增速为10%，环比提升0.1pct。从分项看：（1）人民币贷款同比多增，贡献主要增量；反映实体需求持续恢复。新增3.95万亿，同比多增7211亿。3月实体经济延续复苏，企业及居民信贷需求进一步回暖；信贷供给保持强势。（2）未贴现银票同比多增。表外融资新增1919亿，同比多增1784亿；其中未贴现银票新增1790亿元，同比多增1503亿。（3）政府债同比少增。政府债券净融资6022亿，同比少增1052亿。（4）企业债券融资同比少增。企业债券净融资3350亿，同比少增400亿。

信贷增量持续改善、结构优化，居民端需求显著修复。随着政策持续发力、经济稳步复苏，实体信贷需求逐步恢复，3月信贷增量延续改善，同时结构有所优化，企业中长期贷款占比下降，居民端新增信贷占比上升。

① 居民端：信贷需求加速修复。3月居民贷款新增1.24万亿，为2022年以来单月最高增量，同比多增4908亿；居民贷款增量占比达32%，较前两个月提高25pct，显示3月居民需求加速修复。其中，中长期、短期分别新增6348亿、6094亿，同比多增2613亿、2246亿；增量占比分别为16.3%、15.7%。反映地产销售逐渐回暖，消费逐步复苏，居民信贷需求回升。展望

后续，我们认为消费复苏在中长期角度具有较强确定性，有望持续推动信用卡、消费贷等居民短贷需求恢复；而本轮地产销售回暖的可持续性需进一步观察，如果政策持续发力、经济继续向好、居民收入预期改善，预计居民购房意愿将进一步修复，带动居民中长期贷款增长。

② 企业端：中长期贷款延续高景气。3月企业贷款新增2.7万亿，同比多增2200亿。其中，中长期贷款、短期贷款分别新增20700亿、10815亿，分别同比多增7252亿、2726亿；票据融资减少4687亿，同比少增7874亿。企业中长期贷款延续较高景气度，主要来自基建类项目驱动。我们预计基建类项目资金到位有望带动实体融资需求提升。

总体上，我们预计2023年信贷将沿着“总量-结构-价格”的路径逐步改善，目前总量持续改善、结构有所优化。预计伴随着政策刺激、经济复苏、消费回暖、信心恢复，实体需求有望实质性回暖，信贷投放利率下行或近拐点。

M2保持较高增速，居民存款同比多增。3月M2同比增12.7%，环比下降0.2pct；M1同比增5.1%，环比下降0.7pct。3月人民币存款新增5.71万亿，同比多增1.22万亿。从分项看，居民存款新增2.9万亿，同比多增2051亿；企业存款新增2.6万亿，同比少增456亿；财政存款减少8412亿，同比基本持平；非银金融机构存款新增3050亿，同比多增9370亿，主要是去年同期资本市场波动的低基数影响。

投资建议：随着政策持续发力、经济稳步复苏，实体信贷需求逐步恢复，3月信贷数据呈现“增量+结构”均改善的态势。展望后续，企业经营活跃度和居民信心有望逐步改善，预计信贷总量将保持平稳较快增长、信贷结构逐步改善。同时，信贷供需矛盾有望逐渐缓和，预计贷款利率下行放缓，银行息差、营收增速或在二季度左右见到拐点，板块估值有望进一步修复。当前板块估值仍处历史低位，估值修复空间较大。重点关注：①成长性持续凸显、盈利释放弹性大的江浙区域优质中小银行：宁波银行、常熟银行、江苏银行、杭州银行。②受益于地产风险缓释、消费复苏的零售特色股份行：招商银行、平安银行。③行业资本充足、各项流动性指标优秀，海外银行流动性风险事件有望催化国内银行价值重估，利好稳健经营的低估值国有银行。

风险提示：经济复苏、实体需求恢复不及预期，导致国内商业银行扩表速度、净息差水平、资产质量受冲击，银行业基本面修复可能不及预期。

(分析师：林瑾璐 执业编码：S1480519070002 电话：021-25102905 分析师：田馨宇 执业编码：S1480521070003 电话：010-66555383)

【东兴非银行金融】国泰君安(601211)：大机构、大资管业务加快布局，业绩有望深蹲起跳(20230413)

公司发布2022年年报，报告期内实现营业收入354.71亿元，同比减少17.16%；归母净利润115.07亿元，同比减少23.35%。EPS 1.24元/股，同比减少24.85%；ROE 7.88%，同比下降3.17个百分点。

点评：

2022年资本市场剧烈波动致使公司业绩承压，但投行业务一枝独秀，收入同比实现正增长。在国内疫情频发、美欧等主要央行快速加息的持续影响下，2022年国内资本市场整体表现低迷，对证券行业经营造成较大负面影响。作为行业头部券商，公司经营情况和行业基本趋同。从全年业绩表现看，除投行外的各大业务条线收入较2021年均不同程度下滑，特别是2021年一季度上海证券股权重估产生的高基数令报告期内投资收益同比显著下滑，报告期内自营投资净收入同比减少35%。此外，经纪业务净收入同比减少19.6%，资管业务净收入同比减少8.0%。相较之下，投行业务成为最大亮点，在全面注册制快速推进下，投行业务展现了较强的非周期属性，净收入同比增长6.1%，长期深耕长三角、珠三角等经济发达地区，深入布局信息技术、新材料、新能源等重点产业的收效逐步显现。此外，4.65亿信用减值损失的冲回也对当期利润产生了正面影响。

公司继续加快在机构业务、衍生品业务上的投入，力争平抑市场波动，降低手续费率持续下滑的风险。机构业务一直是公司优势业务和长期战略发展方向，随着近年财富管理转型的兴起，财富管理、资产管理和机构业务的协同领域进一步拓宽，为公司提供更为稳定的收入来源。目前，机构业务综合服务平台适的用户已达到6.34万户，覆盖机构和企业客户8045家，成为公司拓展机构业务稳定的“基本盘”。2022年机构客户股基交易量达9.72万亿，年末PB交易系统客户资产规模4749.82亿元。同时，衍生品业务作为券商创新的重要载体，成为投资类业务的关键补充和平抑投资波动的核心手段之一，是公司近年来重点拓展的业务方向，业务规模持续扩大。报告期内利率互换累计成交名义本金1.79亿元，信用衍生品业务新增规模178.45亿元，均排名行业首位。

华安基金并表，公司抢抓先机迎接基金业务发展大时代。收购华安基金股权完成后，公司持股比例增至 51%，实现对前者的控股。在当前行业积极推进财富管理转型、拥抱基金发展大时代的背景下，公司再度增持华安基金股权，有望与华安基金实现强强联合，加快发展财富管理业务，同时亦可获得更为可观的股权投资回报。华安基金作为公募基金老十家之一，有着丰富的基金管理经验和规模庞大的基金投资者队伍，有望为公司提供有益的基金管理经验和优质的可平移客群，是公司全业务链低成本引流的有效途径，助力公司在代销金融产品、基金投顾、券商资管等领域取得突破，真正实现“从赚规模的钱到赚管理的钱”，“从交易佣金到投顾收入”的财富管理业务升级。在当前券结基金、ETF 等产品和细分业务蓬勃发展的环境中，券商公募基金业务发展有望进一步提速。

投资建议：

公司作为行业头部券商，长期以来给市场的印象是“稳健有余，锋芒不足”。公司已连续 15 年评级达 AA 级，行业无出其右；但经营缺乏闪光点也使公司更像一面防御性的“盾”，和证券行业在市场中的“矛”认知存在差异，致使估值长期承压。自 2020 年起，公司大刀阔斧从经营机制层面力推改革，市场化程度显著提升，薪酬调整和股权激励激发员工热情。在财富管理、资产管理“双拳出击”的同时，衍生品等创新业务也得到公司资源的持续倾斜，业务结构持续优化。此外，控股华安基金有望开启公司业绩新的突破口，助力大财富管理业务加快发展进程，推动市占率和业绩双升。我们坚定看好公司持续改革创新的前景。预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 135.66 亿、156.23 亿、173.72 亿，维持“推荐”评级。当前公司 PB 仅 0.93x，位于低估区间，建议重点关注。

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)

【东兴轻工制造】晨鸣纸业 (000488)：22 年业绩承压，关注销量回升与盈利能力改善 (20230412)

事件：公司发布 2022 年业绩，全年实现收入 320.04 亿元，同比-3.08%；归母净利润 1.89 亿元，同比-90.84%；扣非归母净利润-3.61 亿元，同比-120.73%。其中 Q4 实现收入 66.48 亿元，同比-8.40%；归母净利润-0.51 亿元，同比亏损收窄（去年同期-1.17 亿元）；扣非归母净利润-5.17 亿元，同比亏损扩大（去年同期-2.11 亿元）。

22 年业绩受弱需求与高成本影响，预期 23 年迎来销量与吨利回升。公司主要业务机制纸（收入占比 89%）全年销量 515 万吨，同比-5.50%，主要系国内需求疲软影响；吨毛利 767 元/吨，同比-38.30%，主要系吨纸成本上涨（+17%），部分产品虽然提价但幅度有限（整体均价+4%）。2023 年预计销量将随国内需求修复而回升，成本回落的同时纸价相对坚挺，吨纸毛利迎来改善。
？成本端：（1）原材料方面，公司木浆自给率约 80%，阔叶浆基本自产，针叶浆仍需采购。2022 年阔叶木片涨价（进口均价+27%）推升自制木浆成本，同时针叶浆市场价同比+12%。2023 年海外需求偏弱，阔叶木片 2 月进口均价较去年 12 月回调 6%，年初至今针叶浆价回调 20%。展望全年，木片价格有望进一步调整，针叶浆价预计持续承压，公司吨纸原料成本逐步回落。（2）能源化工方面，2022 年动力煤、烧碱等价格高企（同比+26%、+54%），2023 年初以来均出现回调；展望全年，公司吨纸能源化工成本有望同比下降。

？价格端：主要产品中，双胶纸/铜版纸/白卡纸 2022 年市场价同比分别+1%/-5%/-20%。双胶纸、铜版纸价格 2023 年预期保持坚挺，吨毛利同比回升。其中双胶纸需求偏刚性，旺季提价能力相对较强；铜版纸行业产能稳定、集中度高，需求改善下纸价有望提振。白卡纸行业前期释放与预计投产产能较多，仍对纸价与吨毛利构成一定压力，改善程度取决于下游需求修复强度。

财务费用控制良好，信用减值损失同比减少。2022 年公司管理/研发/财务费用率分别为 2.35%/4.03%/6.71%，同比分别-0.51/-0.37/-0.52 个百分点。公司控制负债规模、优化负债结构，财务费用同比减少 2.41 亿元，预计 2023 年仍将严控财务费用。此外公司持续压缩融资租赁规模，坏账损失同比减少 1.83 亿元。

加强海外布局，强化采购成本控制，龙头地位稳固。2022 年公司加速“出海”，把握海外纸企能源成本高企、供应缩减的机遇，外销收入同比+97.39%至 81.44 亿元，未来计划进一步优化海外布局。同时公司计划加强原料渠道建设，对内深入国产替代挖掘成本潜力，对外与澳洲、泰国、越南等优质供货商合作确保优质原料稳定供应。公司在建和规划项目包括年产 18 万吨特种纸、年产 30 万吨针叶化学浆、黄冈二期项目（年产 150 万吨纸+52 万吨纸浆），具备优化产品结构、增强成本优势、扩张

经营规模的基础。公司作为高度浆纸一体化、产能规模领先的造纸企业，具备规模效应与成本优势，长期龙头地位稳固。

盈利预测与投资评级：预计公司 2023-2025 年归母净利润为 12.33、21.04、24.87 亿元人民币，增速分别为 296%、70%、18%，目前股价对应 PE 分别为 13、7、6 倍。维持“推荐”评级。

风险提示：经济回暖不及预期，行业竞争加剧，原材料供应端扰动。

(分析师：刘田田 执业编码：S1480521010001 电话：010-66554038 分析师：常子杰 执业编码：S1480521080005 电话：010-66554040 研究助理：沈逸伦 执业编码：S1480121050014 电话：010-66554044)

【东兴电子元器件】概伦电子（688206）：业绩符合预期，致力于 EDA 全流程解决方案（20230412）

事件：2023 年 4 月 7 日，公司发布 2022 年年度报告，报告期内公司实现营业收入 27,854.97 万元，同比增长 43.68%；实现归母净利润 4,488.61 万元，同比增长 56.92%；实现扣非归母净利润 3,207.55 万元，同比增加 38.34%。

业绩符合预期，各项业务拓展顺利。分业务来看，公司 EDA 工具授权业务实现收入 18,254.95 万元，同比增长 30.38%，其中来自境内收入同比增长 42.68%；半导体器件特性测试系统实现收入 6,158.62 万元，同比增长 34.75%，其中来自境内的收入同比增长 96.99%；一站式工程服务解决方案业务实现收入 3,290.29 万元，同比增长 410.44%，其中来自境内的收入同比增长 240.61%，各项业务稳步拓展。净利润方面，公司归母净利润同比增长 56.92%，高于营收增速，主要系获得上市补贴/奖励等政府补助较多，但可以看到公司扣非归母净利润同比增长 38.34%，仍保持较高增长，略低于营收增速的原因是销售及研发费用投入较多，系公司业务拓展期正常支出。

1) 境内业务占比高增，首次超过境外收入占比。报告期内公司来自境内的主营业务收入为 15,445.75 万元，同比增长 68.77%，占公司主营业务收入的比例从 2021 年的 47.63% 提升至 2022 年的 55.75%，首次超过来自境外的收入。公司抓住国内 EDA 行业发展契机，主动扩大来自境内的收入。之前我们在深度报告中提到，EDA 行业海外份额占比超过 80%，国产化率仍较低，但 EDA 为半导体设计关键软件，重要性不言而喻，未来国产替代为大势所趋，公司作为国产 EDA 领军企业，未来有望凭借产品优势持续受益国产替代趋势。

2) 客户数量和单客户收入双增长，直销占比不断提升。2022 年公司实现客户数量和单客户收入双增长，客户数量达到 126 户，同比增长 12.50%；单客户收入达到 219.87 万元，同比提高 28.15%。同时，公司直销模式实现营业收入 24,644.61 万元，同比增长 47.24%，直销业务占比持续提升。公司在一些客户资源多、市场需求大、业务基础较好的区域采取直销模式，配置本地化销售和技术支持团队，可以更好地服务客户、响应客户需求。公司客户拓展基本顺利，无论是客户数量、单客户收入还是直销占比均实现提升。公司相应销售费用也有所增长，22 年同比增长 34.46%，不过这为业务拓展期正常支出，且直销渠道占比增加有利于与客户保持长期合作关系。

3) 公司持续进行研发投入，致力于打造 EDA 全流程解决方案。2022 年公司研发投入总额为 13,985.21 万元，同比增长 76.01%，研发投入占比增长至 50.21%。公司正处于突破关键环节核心 EDA 工具的时期，以缩小与国际领先 EDA 公司的差距，且 EDA 行业技术壁垒较高，一旦形成技术产品优势，未来有望保持较高的市场份额，因此公司进行研发投入也是为长期发展夯实基础。2022 年公司正式发布承载 EDA 全流程平台产品 NanoDesigner，标志着公司以 DTCO 理念打造应用驱动的 EDA 全流程的战略取得阶段性成果；此外公司计划于 2023 年推出面向可制造性设计（DFM）的 EDA 工具，逐步建立针对工艺开发和制造类 EDA 全流程解决方案。伴随公司 EDA 全流程解决方案的推出，公司产品力将进一步提升，未来有望持续受益国产替代。

公司盈利预测及投资评级：公司各项业务拓展顺利，境内业务占比、客户数量和单客户收入、直销占比等不断提升，且公司持续进行研发投入，致力于打造 EDA 全流程解决方案，未来有望持续受益国产化趋势，我们预计公司 2023-2025 年净利润分别为 0.48、0.66 和 0.89 亿元，对应 EPS 分别为 0.11、0.15 和 0.21 元。当前股价对应 2023-2025 年 PE 值分别为 319、234 和 172 倍。维持“推荐”评级。

风险提示：产品研发不及预期风险、业务拓展不及预期风险、行业竞争加剧风险。

(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)

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