

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2023-04-19

宏观策略

2023年04月19日

宏观点评 20230418: 4.5%! “强复苏”打破“弱现实”?

一季度 GDP 超预期，是否意味着围绕着中国经济复苏的疑问将烟消云散？我们并不质疑当前经济运行的整体好转，但在一季度在工业、投资、消费靓丽的数据之下，复苏在结构上仍存在一定的不均衡。工业：动能偏弱，降价去库的压力仍在，出口将是关键。基建：一季度经济的压舱石。地产：亮眼的竣工，未见起色的开工。消费：汽车缺席的“出行”反弹。风险提示：海外货币政策收紧下外需回落，海外经济提前进入显著衰退，严重拖累我国出口。毒株出现变异，疫情蔓延形势超预期恶化。

晨会编辑 陈李

执业证书: S0600518120001

021-60197988

yjs_chenl@dwzq.com.cn

固收金工

固收点评 20230418: 正元转债: 智慧校园服务新生态的引领者

事件: 正元转 02 (123196.SZ) 于 2023 年 4 月 18 日开始网上申购: 总发行规模为 3.51 亿元, 扣除发行费用后的募集资金净额用于基础教育管理与服务一体化云平台项目。盈利预测和投资评级: 我们预计正元转 02 上市首日价格在 109.97~122.76 元之间, 我们预计中签率为 0.0013%。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。

固收深度报告 20230418: 半导体产业链转债复盘(5) ——深科、联得转债

观点: 美国、日本制裁政策升级, 自主可控将推动行业国产化替代进程加速。(1) 我们认为深科转债属于兼具面板设备、半导体设备题材催化的转债次新标的, 且平价、溢价率结构较优, 具备较好投资价值;(2) 联得转债兼具面板设备、半导体设备题材催化, 平价、溢价率结构尚可, 传导弹性相对偏弱, 排序相对次于深科转债, 同样具备较好的投资价值。风险提示: 下游扩产不及预期风险、毛利率下滑风险、强赎风险, 正股波动风险, 发行人违约风险, 转股溢价率主动压缩风险。

固收深度报告 20230418: 转债行业图谱系列(五): 公用事业燃气行业可转债梳理(可转债分析与推荐篇)

观点: 五大维度推荐转债标的: 1) 正股基本面: 天壕转债>皖天转债>首华转债>贵燃转债。2) 等平价溢价率测试: 天壕转债>皖天转债≈贵燃转债>首华转债。3) 股性强弱: 天壕转债>贵燃转债≈皖天转债>首华转债。4) 转债价格弹性: 天壕转债>贵燃转债>皖天转债>首华转债。5) 机构持仓: 皖天转债>贵燃转债≈首华转债>天壕转债。推荐投资风格相对稳健、追求收益风险比最大化、风险厌恶型投资者对皖天转债予以关注, 投资风格相对激进、追求收益最大化、风险承受能力较强的投资者对天壕转债予以关注。风险提示: 宏观经济不及预期; 需求波动超预期; 天然气价格波动超预期。

固收点评 20230418: 经济回暖, 利率难因政策刺激下行

事件: 数据公布: 2023 年 4 月 18 日, 国家统计局公布 2023 年一季度 GDP

和3月经济数据：2023年一季度GDP当季同比4.5%，前值2022年四季度2.9%；2023年3月规模以上工业增加值当月同比3.9%，前值1-2月累计增长2.4%；2023年3月社零当月同比10.6%，前值1-2月累计增长3.5%；2023年1-3月固定资产投资累计同比达5.1%，基建投资累计同比达11%，制造业投资和房地产开发投资累计同比分别下降1.1%和5.8%。观点：生产和需求两端均回暖，需求恢复势头强劲。若根据2018-2022年（除去疫情影响的2020年）各季度GDP占比来推断，一季度4.5%的GDP当季同比意味着全年GDP将达到6.5%，为实现全年5%的GDP目标创造了好的起点。对于债市而言，略显“割裂”的各项数据需要时间来去伪存真，但经济复苏的进程是确定的，降息等总量货币政策刺激难现，因此利率难言存在趋势性下行机会。风险提示：疫情恢复情况不及预期；国内外货币/财政政策超预期调整。

行业

环保行业点评报告：工信部、发改委、生态环境部共同发布关于推动铸造和锻压行业高质量发展的指导意见

事件：中法联合声明关注碳中和，加快能源和气候转型；多省聚焦秋冬重污染天气消除，防治夏季臭氧污染。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。

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

房地产行业跟踪周报：70城房价连续两月上涨，销售环比回暖

观点：上周新房与二手房环比数据均由负转正，考虑到4月第1周数据的环比下降与开发商调整供货节奏和清明假期有关，我们预计未来数周新房和二手房数据将继续小幅回暖。上周多城购房政策放松，以公积金政策为主，杭州落户政策进一步放开。我们认为今年房地产市场将维持当下的弱复苏态势，全年销售面积增速转正。推荐关注土储充裕、布局聚焦核心城市、信用资质良好的房企，未来有望率先受益于市场复苏和政策放松；同时建议关注物业和代建行业的投资机会。推荐标的：1) 开发商：保利发展、招商蛇口、滨江集团，建议关注华发股份、中国海外发展、越秀地产；2) 物业公司：华润万象生活、雅生活服务，建议关注保利物业、越秀服务；3) 代建公司：绿城管理控股。风险提示：房地产调控政策放宽不及预期；行业下行持续，销售不及预期；行业信用风险持续蔓延，流动性恶化超预期；疫情反复、发展超预期。

推荐个股及其他点评

亚太股份（002284）：2022年年报及2023年一季度业绩预告点评：产品结构优化，盈利中枢上移

事件：公司公布2022年年报，业绩符合我们预期。公司2022年实现营收37.5亿元，同比+3.29%；实现归母净利润0.68亿元，同比+54.71%；实现扣非归母净利润0.34亿元，同比-298.42%。盈利预测与投资评级：考虑到公司盈利能力提升，我们维持公司2023-2024年营收预测为49.55/58.72亿元，2025年营收为72.33亿元，同比分别+32%/+18%/+23%；将2023-2024年归母净利润预测从1.45/2.37亿元上调至1.79/2.57亿元，2025年归母净利润为3.32亿元，同比分别+163%/+44%/+29%，对应PE

分别为 33/23/18 倍，维持“买入”评级。风险提示：汽车行业销量不及预期；新产品开发不及预期；新客户开拓不及预期。

太平鸟 (603877): 2022 年报及 23Q1 经营数据点评: 22 年业绩承压, 推动组织变革、23Q1 成效初显

事件: 公司公布 2022 年报及 23Q1 经营数据: 1) 2022 年: 营收 86.02 亿元/yoy-21.24%、归母净利 1.85 亿元/yoy-72.73%、扣非归母净利润-2684 万元, 业绩符合此前盈利预减。盈利预测与投资评级: 公司聚焦时尚服饰行业, 21H2 以来受国内疫情反复、旗下品牌经营策略调整、费用投放激进等因素影响, 业绩持续下滑, 22 年净利率降至历史新低、扣非归母净利润转亏。不利的经营环境推动公司进行组织架构变革、从规模增长导向转变为高质量可持续增长。23Q1 虽收入增长未转正, 但在加强折扣费用控制下净利恢复正增、利润率回升, 初步体现变革成效; 4 月以来整体零售同比追平、同店零售同比增长双位数以上 (其中男装增 30-40%、童装/乐町增高双位数、女装持平), 主因低基数+随新零售运营团队磨合、零售逐渐恢复; 23 冬、24 春夏将陆续有新的组织架构领导设计下的新品面市、变革效果将进一步得到市场检验。考虑组织变革有利公司降本控费、释放业绩弹性, 我们将 23-24 年归母净利润从 4.94/6.04 上调至 6.73/8.24 亿元、增加 25 年预测值 9.63 亿元, 对应 23-25 年 PE 为 16/13/11X, 上调为“买入”评级。风险提示: 疫情反复、终端消费复苏不及预期、组织变革效果不及预期。

歌尔股份 (002241): 2022 年报及 23Q1 点评: 短期盈利承压, 不改长期增长态势

事件: 公司发布 2022 年报及 2023 年一季报 22 年营收显著增长, 特定项目影响盈利: 公司 22 年度营收 1049 亿元, 同比增长 34%, 归母净利润 17.5 亿元, 同比下滑 59%, 扣非净利润 16.27 亿元, 同比下滑 58%。盈利预测与投资评级: 我们基于突发事件给公司的持续影响及公司业务发展趋势调整盈利预测, 23-25 年归母净利润调整为 19/27/37 亿元 (23/24 年前值为 19/33 亿元), 基于我们对 VR 产业长期趋势的看好、短期业绩下修源于外部突发事件的短期影响、公司核心竞争力持续增强等综合因素, 我们继续看好公司未来成长趋势, 维持“买入”评级。风险提示: VR/AR 产业发展不达预期, 其他产品销量不达预期。

拓普集团 (601689): 2022 年年报点评: 积极布局机器人产业, 出海战略加速推进

事件: 公司发布 2022 年年报, 业绩符合我们预期。2022 年实现营收 159.93 亿元, 同比+39.52%; 实现归母净利润 17.00 亿元, 同比+67.13%; 实现扣非归母净利润 16.56 亿元, 同比+70.57%。盈利预测与投资评级: 我们维持 2023-2024 年营收预测 234.41/340.17 亿元, 2025 年营收预测为 434.30 亿元, 同比分别+47%/+45%/+28%, 维持 2023-2024 年归母净利润预测为 23.85/36.09 亿元, 2025 年归母净利润预测为 45.44 亿元, 同比分别+40%/+51%/+26%, 对应 PE 分别为 27/18/14 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 下游需求不及预期; 格局竞争加剧超出预期

长安汽车 (000625): 2022 业绩点评: Q4 自主油车盈利靓丽, 福特/新能源亏损拖累业绩

事件: 长安汽车 2022Q4 实现营业收入 359.01 亿元, 同环比分别+38.4%/+24.8%, 归母净利润 8.99 亿元, 同环比分别+60.4%/-13.8%; 扣非后的归母净利润 6.19 亿元, 环比-16.2%, 同比大幅转正。2022 年全年,

公司实现营业收入 1212.53 亿元，同比+15.3%，归母净利润 77.98 亿元，同比+119.5%，扣非后归母净利润 44.59 亿元，同比+169.8%。盈利预测与投资评级：我们维持 2023/2024 年归母净利润预测为 90/90 亿元，预计 2025 年归母净利润为 99 亿元，对应 EPS 为 0.91/0.91/1.00 元，对应 PE 为 13/13/12 倍，维持长安汽车“买入”评级。风险提示：乘用车价格战超预期，终端消费恢复低于预期。

太极集团 (600129): 国企改革效果初显, 公司开启“十四五”发展新篇章

观点：公司拥有治疗领域广泛的中西药产品群与西南地区最完备的医药商业体系，现已发展成为 OTC 品牌前列。2021 年国药正式入主成为公司实控人，有望实现管理效率提升、业务全面优化。OTC 品牌中药有望在营销升级、产品提价、国药协同下继续进入高速发展阶段，麻精特色化药与区域商业体系作为辅线并行发展，稳健增长。公司发布“十四五”战略规划，通过内生发展、外延扩张，力争营收达到 500 亿，销售净利率不低于行业平均水平。公司有望进入业绩与估值双提升通道。盈利预测与投资评级：我们预计 2023-2025 年，公司营业收入分别为 171.84/202.86/236.96 亿元，归母净利润为 5.99/8.41/11.46 亿元，对应当前市值的 PE 为 40X/29X/21X。考虑到公司经营改革稳步推进，未来有望迎来业绩高增长与估值提升，首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：公司改革进展或不及预期；市场推广或不及预期等

天赐材料 (002709): 2023 年一季报点评: Q1 业绩符合预期, 单位盈利即将触底

事件：2023 年 Q1 公司实现归母净利润 6.95 亿元，环比下降 48.69%，符合市场预期。盈利预测与投资评级：考虑六氟竞争加剧，我们维持公司 23-25 年归母净利润预期为 48.45/63.18/82.06 亿元，同比-15%/30%/30%，对应 PE 为 17x/13x/10x，考虑到公司为电解液龙头，给予 23 年 25 倍 PE，对应目标价 62.8 元，维持“买入”评级。风险提示：销量不及预期，盈利水平不及预期

京东方 A (000725): 全球面板龙头有望率先受益行业反转

观点：LCD 面板业务领跑全球，行业龙头优势持续发力：京东方为全球 LCD 面板龙头供应商，LCD 面板厂商维持控产，供给下降面板价格企稳回升。随着 TV 需求回暖，大尺寸 LCD 面板供给需求将恢复均衡。中小尺寸 LCD 面板应用需求转型，智能手机面板需求减弱，车载屏幕需求将随着汽车市场景气度上升而逐步上升。盈利预测与投资评级：我们看好公司抢先受益面板行业周期反转与快速布局 MLED 赛道以完善“1+4+N+生态链”业务架构，预测公司 2023-2025E 每股净资产为 3.5/3.8/4.3 元，2023-2025E 净资产为 1430.7/1547.6/1707.2 亿元，可比公司 TCL 科技（全球大尺寸面板龙头企业）与三利谱（上游偏光片核心供应商）2023-2025PB 均值为 2.2/1.9/1.6 倍。公司当前市值对应 PB 分别为 1.2/1.1/1.0 倍，低于行业平均估值。我们给予公司 2023 年 2 倍 PB，对应目标市值为 2861 亿元，首次覆盖给予“买入”评级。风险提示：1) TV 液晶显示屏需求不及预期风险；2) OLED 技术进展不及预期风险；3) 显示面板行业竞争加剧风险。

钧达股份 (002865): 2023 年 1 季度业绩预告点评: N 型加速放量, 超额盈利逐步拉大

事件：公司发布 2023 年一季度主要经营数据，实现归母净利润 3.3-3.8

亿元，同增 1425%-1656%，环增 7%-24%；扣非归母净利润 3.2-3.7 亿元，同增 1382%-1613%，环增 7%-24%。业绩符合预期，考虑 2023Q1 计提股权激励费，实际冲回后略超预期。 盈利预测与投资评级：我们维持 2023-2024 年归母净利润预测 25/33 亿元，预计 2025 年归母净利润 38 亿元，对应 2023-2025 年同比+249%/+33%/+15%，基于公司 TOPCon 电池龙头地位，我们给予公司 2023 年 15 倍 PE，目标价 189 元，维持“买入”评级。 风险提示：政策不及预期，竞争加剧。

片仔癀 (600436): 2022 年年报&2023 年一季报点评: 业绩符合市场预期, 看好长期稳健增长

事件: 公司 2022 年实现营业收入 86.94 亿元 (+8.38%, 同比增长 8.38%, 下同); 实现归母净利润 24.72 亿元 (+ 1.66%), 扣非归母净利润 24.76 亿元 (+ 2.89%); Q4 单季度实现收入 20.78 亿 (+8.81%)、归母净利润 4.20 亿 (-0.03%)、扣非后归母净利润 4.14 亿 (+3.63%)。 盈利预测与投资评级: 考虑到客观因素等原因, 我们将公司 2023-2024 年归母净利润预测从 34.17/40.15 下调至 29.74/35.39 亿元, 2025 年预计为 40.21 亿元, 当前市值对应 PE 分别为 56/47/41 倍。维持“买入”评级。 风险提示: 原材料成本上涨高于预期, 政策风险, 产品放量不及预期, 产品研发不及预期等。

亿纬锂能 (300014): 2022 年年报点评: 业绩符合市场预期, 储能 23 年翻倍以上增长

事件: 公司发布 2022 年年报, 其中 22 年营收 363 亿, 同增 115%, 归母净利 35 亿, 同增 21%, 扣非净利 27 亿元, 同增 6%, 其中本部归母净利 27 亿, 同增 122%, 毛利率 16%, 同减 5pct; 其中 Q4 营收 120 亿, 环增 28%; 归母净利 8 亿, 环减 35%, 毛利率 18%, 环增 0.3pct, 与业绩快报基本一致, 符合市场预期。 盈利预测与投资评级: 考虑到下游需求偏弱, 我们下修公司 23-24 年归母净利预测至 63/91 亿元 (原 63/92 亿), 预计 25 年归母净利 142 亿元, 23-25 年同增 81%/43%/56%, 对应 22/16/10x, 公司储能持续扩张, 一体化布局产能释放, 给予 23 年 35x, 目标价 108.5 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。

天味食品 (603317): 2023 年一季报点评: 持续深化渠道改革, 业绩符合预期

事件: 公司发布 2023 年一季报, 业绩符合预期: 2023Q1 公司营业总收入 7.67 亿元, 同比增长 21.79%; 归母净利润 1.28 亿元, 同比增长 27.74%; 扣非归母净利润 1.19 亿元, 同比增长 21.61%。 盈利预测与投资评级: 公司 23Q1 业绩符合预期, 我们维持 23-25 年收入预期 33/38/45 亿元, 同比+21%/18%/17%, 维持归母净利润预期 4.29/5.5/6.6 亿元, 同比+26%/27%/20%, 对应 PE 分别为 41/32/27x, 维持“买入”评级。 风险提示: 原材料价格大幅上涨、行业竞争加剧、消费复苏不及预期

德业股份 (605117): 2022 年年报点评: 22 年储能微逆增速亮眼, 23 年将持续爆发!

事件: 公司发布 2022 年年报, 2022 年实现总营收 59.56 亿元, 同增 43%, 归母净利润 15.17 亿元, 同增 162%, 扣非归母净利润 15.35 亿元, 同增 188%。2022Q4 营收 18.82 亿元, 同增 65.23%, 环增 10.68%, 归母净利润 5.9 亿元, 同增 232%, 环增 24%, 扣非归母净利润 5.44 亿元, 同增 247%, 环降 2%。 盈利预测与投资评级: 基于公司行业领先地位, 我

们维持此前盈利预测，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 27.8/47/66.7 亿元，同增 83%/69%/42%，基于公司微逆及储能双轮高速增长，给予 23 年 35 倍 PE，对应目标价 407 元，维持“买入”评级。风险提示：政策不及预期，竞争加剧。

信邦制药 (002390): 2022 年报点评: 疫情导致业绩短期承压, 疫后逐步修复, 中药饮片实现快速增长

事件: 2022 年, 公司实现营业收入 63.50 亿元 (-1.88%, 表示同比增速, 下同), 归母净利润 2.24 亿元 (-17.73%), 扣非归母净利润 2.24 亿元, (-22.62%); 经营活动产生的现金流量净额 5.91 亿元, (+29%)。盈利预测与投资评级: 考虑的医院业务仍需逐步恢复, 我们将 2023-2024 年公司归母净利润由 4.37/5.78 亿元下调至 3.05/3.87 亿元, 预计 2025 年为 4.89 亿元, 对应当前市值的 2023-2025 年 PE 为 33/26/21X。维持“买入”评级。风险提示: 医院盈利能力提升不及预期; 医药行业政策变化风险, 医疗事故风险等。

拓荆科技-U (688072): 2022 年报点评: 订单大超预期, 产品线不断丰富将充分受益进口替代

事件: 2022 年公司实现营业收入 17.06 亿元, 同比+125%; 其中 Q4 营业收入为 7.14 亿元, 同比+85.92%, 延续高速增长态势。盈利预测与投资评级: 考虑到公司 2022 年新签订单大超预期, 我们调整 2023-2024 年公司营业收入预测分别为 31.67 和 44.82 亿元 (原值 24.17 和 32.36 亿元), 并预计 2025 年营业收入为 58.66 亿元, 当前市值对应动态 PS 为 18、13 和 10 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 晶圆厂资本下滑、国产化率提升不及预期等。

远东宏信 (03360.HK): 2023 年一季度营运概要点评: 复苏周期借势而上, 整体业绩稳中有增

事件: 远东宏信发布 2023 年一季度营运概要。公司 2023Q1 营收同比提升近 5%, 归母净利润提升 10% 左右, 业绩符合预期。盈利预测与投资评级: 远东宏信始终秉持“金融+产业”发展战略, 不断夯实经营基础, 各项业务均有条不紊地推进。在宏观经济逐步摆脱疫情阴霾进入顺周期的背景下, 公司业绩有望持续走强。我们维持此前盈利预测, 预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 67.29/70.34/75.20 亿元, 对应增速分别为 +9.74%/+4.53%/+6.91%, 对应 2023-2025 年 EPS 分别为 1.56/1.63/1.74 元。当前市值对应公司 2023-2025 年 PE 分别为 3.92/3.75/3.51 倍。公司中长期成长空间可观, 维持“买入”评级。风险提示: 1) 监管政策趋严限制融资租赁业务开展; 2) 产业运营业务增长不及预期。

芯源微 (688037): 2022 年报点评: 前道 Track 加速国产替代, 新签订单创历史新高

事件: 2022 年公司实现营业收入 13.85 亿元, 同比+67%, 其中 Q4 实现营业收入 4.88 亿元, 同比+73%, 延续高速增长。盈利预测与投资评级: 考虑到公司在手订单充足, 我们调整 2023-2024 年营业收入预测分别为 20.18 和 28.45 亿元 (原值 19.80 和 27.85 亿元), 并预计 2025 年营业收入为 37.91 亿元, 当前市值对应动态 PS 分别为 13、9 和 7 倍, 维持“增持”评级。风险提示: 半导体行业投资下滑, 新品研发&产业化不及预期等。

宏观策略

宏观点评 20230418: 4.5%! “强复苏”打破“弱现实”?

一季度 GDP 超预期, 是否意味着围绕着中国经济复苏的疑问将烟消云散? 我们并不质疑当前经济运行的整体好转, 但在一季度在工业、投资、消费靓丽的数据之下, 复苏在结构上仍存在一定的不均衡, 比如: 复苏背后的“三无问题”——通胀、就业和工业企业利润均不及预期。在服务业消费加速复苏的情况下, 第一季度服务业 CPI 也仅录得 0.8%; 3 月城镇失业率虽然有所下降, 但 16-24 岁青年失业率继续攀升超过 19.6%(图 1); 从工业企业利润看, 1 至 2 月利润率较 2022 年下跌了 2 个百分点。这一方面无疑反映出我们仍处于复苏早期, 通胀和就业的表现会相对滞后, 但另一方面可能更加值得注意的本轮复苏的特殊之处, 服务业的显著复苏+制造业的主动去库存, 这与 2020 年和 2022 年的疫后经济反弹有明显的不同(图 2), 而从 3 月工业生产和出口数据看, 制造业能否稳住的关键边际变量还是在出口。一季度中小企业发展指数虽有所回升, 但仍显著低于疫情前水平, 并且在 3 月再度回落(图 3), 表明当前中小企业的运行状况改善有限。一季度民间固定资产投资尚未触底, 并且与整体固定资产投资的增速缺口进一步拉大(图 4), 反映出当前民营企业的投资的意愿仍然不足。由此可见, 虽然给力的一季度 GDP 足以确保全年增速目标的实现, 但对中国经济的预期, 仍需要解决上述经济复苏中的不均衡问题, 这也是为什么我们预期在 4 月政治局会议后会有更多利好民营经济和重视出口的政策出台。工业: 动能偏弱, 降价去库的压力仍在, 出口将是关键。3 月工业制造业同比回升至 3.9%, 但是从第一季度看同比 3%, 弱于 GDP4.5% 的增速, 无疑是经济的拖累; 从环比看, 0.12% 的增速与 2 月持平, 弱于以往 3 月加速的特点; 而在经济复苏的大背景下, 产能利用率继续下滑。根据利润指标的前瞻性来看, 本轮企业去库的过程在第二季度都不会结束, 关键在于需求的反弹(主要来自于基建和出口)是否能有效对冲生产端的“俯冲”动能, 这是第二季度较大的不确定性。从具体行业上, 3 月汽车增速大幅反弹, 去年 3 月吉林省封控存在一定低基数影响, 但较为有限; 新能源车大幅上量是重要推动(同比增速超过 30%)。这意味着当前汽车行业相关的刺激政策出台的可能性并不大。电气机械继续保持韧性, 这与 3 月机电出口和能源基建表现强势相符。民间投资意愿不足拖累制造业投资回升。3 月当月制造业投资同比由 1-2 月的 8.1% 下滑至 6.2%; 而同期制造业增加值增速却由 2.1% 回升至 4.2%。从行业来看, 制造业投资增速改善仅限于电气机械及器材、化学原料及化学制品、纺织、食品制造业等少数行业。我们认为当前在制造业景气尚未恶化的背景下, 拖累制造业投资增速的主要是民间投资意愿的不足: 民间制造业投资增速已经连续 12 个月下滑。如果不解决这一问题, 年内制造业投资增速很可能回落至 5% 以下。基建: 一季度经济的压舱石。一季度通常为基建开工的传统淡季, 但今年在多项政策的支持下, 一批补短板、强功能、利长远、惠民生的重大项目得以有效实施, 使一季度广义基建投资增速录得 10.8%(去年四季度为 12.3%), 实现“淡季不淡”。3 月延续了 1-2 月电热水、交通运输、公共设施三者均衡发力的态势, 不过三大组成部分的投资增速均有回落, 其中交通仓储下滑幅度更缓, 这主要受道路投资增速由降转升的影响。2023 年“扩基建”是稳经济的重要抓手之一, 作为增量政策工具的政策性开发性金融工具有望继续使用, 弥补项目资本金的不足, 同时配合地方专项债撬动更

多民间资本的参与,使更多实物工作量落地。通过金融对基建的支持,2023年基建投资增速有望保持在5%(实际增速)以上。地产:亮眼的竣工,未见起色的开工。销售端表现相对亮眼,一季度住宅销售额与面积同比均转正,3月商品房销售面积接近2019年的水平,结合早先居民超预期的中长贷数据来看,前期积压的购房需求正在集中释放。不过需求的景气尚未传导至开工端,3月开工、施工面积同比跌幅较1-2月扩大,供给端困境体现在两点:一是进入2023年以来竣工同比的回正更多的是依靠保交楼相关政策的推行,考虑到央行现阶段保交楼贷款支持计划实施期至3月末,未来竣工支撑存疑;二是投资难觅起色,房企业绩虽边际好转但仍较疫前偏低,土地交易量磨底,3月螺纹钢与水泥表需先强后弱。修复动能难以积蓄,整体地产投资还不算乐观;近期房价回暖,央行动态调整机制下部分城市存在房贷利率上调的风险,可能扰动后续销售修复。消费:汽车缺席的“出行”反弹。出行相关消费改善显著,珠宝、服装、娱乐用品同比增长持续高增,背后一方面是服务业PMI扩张与拥堵高频指数显示3月出行场景的释放,另一方面是去年同期疫情封控导致的低基数。汽车拖累收窄,一季度零售额同比增速录得-2.3%,降价促销影响3月燃油汽车CPI同比下降4.5%,近期国六老款车型的清库存压力可支撑销量。石油及制品零售额同比增长9.2%,考虑到3月汽油零售价格同比下降10%左右,量的涨幅可能更加显著。地产链受竣工拉动效果有限,家电与装潢3月同比转负。向后看,本轮复苏的旅游出行热潮还将持续,这一点从央行调查的结果可见一斑。风险提示:海外货币政策收紧下外需回落,海外经济提前进入显著衰退,严重拖累我国出口。毒株出现变异,疫情蔓延形势超预期恶化。

(证券分析师:陶川 证券分析师:邵翔)

固收金工

固收点评 20230418: 正元转债: 智慧校园服务新生态的引领者

事件 正元转 02 (123196.SZ) 于 2023 年 4 月 18 日开始网上申购: 总发行规模为 3.51 亿元, 扣除发行费用后的募集资金净额用于基础教育管理与服务一体化云平台项目。 当前债底估值为 71.93 元, YTM 为 3.06%。正元转 02 存续期为 6 年, 中证鹏元资信评估股份有限公司资信评级为 A+/A+, 票面面值为 100 元, 票面利率第一年至第六年分别为: 0.20%、0.40%、0.60%、1.50%、1.80%、2.00%, 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 8.96% (2023-04-14) 计算, 纯债价值为 71.93 元, 纯债对应的 YTM 为 3.06%, 债底保护一般。 当前转换平价为 96.89 元, 平价溢价率为 3.20%。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 24 日至 2029 年 04 月 17 日。初始转股价 32.85 元/股, 正股正元智慧 4 月 14 日的收盘价为 31.83 元, 对应的转换平价为 96.89 元, 平价溢价率为 3.20%。 转债条款中规中矩, 总股本稀释率为 7.07%。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 32.85 元计算, 转债发行 3.51 亿元对总股本稀释率为 7.07%, 对流通盘的稀释率为 7.07%, 对股本摊薄压力较小。 我们预计正元转 02 上市首日价格在 109.97~122.76 元之间, 我们预计中签率为 0.0013%。综合可比标的以及实证结果, 考虑到正元转 02 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 109.97~122.76 元之

间。我们预计网上中签率为 0.0013%，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 20.53%。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 20.53%。2021 年，公司实现营业收入 9.48 亿元，同比增加 14.77%。与此同时，归母净利润也不断浮动，2017-2021 年复合增速为 8.62%。2021 年实现归母净利润 0.58 亿元，同比增加 111.35%。公司主营业务稳定，系统建设、智能管控和运营与服务为其主要营收来源。2019-2021 年三大主营业务合计占营业收入的比例分别为 100%、99.97% 和 100%。系统建设收入主要为智慧一卡通系统建设，占营业收入比重最高，系公司最主要的收入来源，2019-2021 年占比分别为 77.05%、75.61%、78.80%，收入结构稳定。智慧一卡通系统近年来在教育系统内得到了迅速的推广和普及，融合智能服务模式代替了传统的校园管理模式，深受各大高等院校的青睐。公司销售净利率和毛利率维稳，销售费用率上行，财务费用率和管理费用率维稳。2017-2021 年，公司销售净利率分别为 9.19%、8.84%、5.84%、3.63% 和 6.80%，销售毛利率分别为 39.51%、39.78%、37.85%、37.35% 和 40.42%。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）

固收深度报告 20230418：半导体产业链转债复盘（5）——深科、联得转债

观点 美国、日本制裁政策升级，自主可控将推动行业国产化替代进程加速。2022 年预计全球半导体设备销售将达到 1085 亿元，其中中国大陆仍是全球最大的半导体市场。2022 年以来，美国对华半导体出口管制不断升级，2022Q4 中国半导体设备进口额同比随之下滑。近期日本政府宣布将高端半导体制造设备等 23 品类加入到出口管制对象其中就包括半导体后道的封测设备包括探针台、划片机、测试机等设备，在美国与日本对于半导体设备出口限制升级的大背景下，国产半导体设备厂商将迎难而上。封测设备壁垒低而国产化程度高，国产替代空间仍然广阔。从产业链的角度看，半导体产业链包括材料、设备等上游支撑性行业，芯片设计、制造、封装测试等中游制造行业，以及通信、计算机、电子等下游终端应用行业。封测的附加价值较低，劳动密集度高，因而进入壁垒较低，是国产化程度最高的环节。其中被称为“封测三剑客”的测试机，分选机以及探针台国产化率在 2021 年分别为 15%，21% 与 9%，国产化率较低的环节是划片机与贴片机。深科达/深科转债：深科达位于显示面板行业上游制造及检测设备“第一梯队”，布局 OLED 及 LCD 显示器后段制造；在半导体设备方面目前主要布局在半导体设备后道，公司的主营业务由面板设备、半导体设备、直线电机与摄像模组类设备。半导体设备最近三年的营收增长率分别为 84.46%、201.82% 和 130.14%，复合增速达到约 90%，主营业务侧重点已从面板设备转移至半导体后道设备制成。深科转债（118017.SH）于 2022 年 8 月 29 日上市，发行规模为 3.6 亿元，存续规模 3.6 亿元，评级 A+。截至 2023 年 4 月 14 日存续期尚余 5.3 年。我们认为深科转债属于兼具面板设备、半导体设备题材催化的转债次新标的，且平价、溢价率结构较优，具备较好投资价值 联得装备/联得转债：联得装备作为面板行业后道工艺 Module 制成设备龙头。公司目前主要致力于 Module 制程设备的研发生产，同时打造半导体设备后道固晶机、COF 倒装邦定机、以及锂电池设备；在未来苹果 MR，以及 OLED、AMOLED 以及 Micro-OLED 新设备布局广泛应用

下，公司有望打造业务新增长极。联得转债（123038.SZ）于2020年1月22日上市，发行规模为2.00亿元，存续规模1.47亿元，评级为A+，截至2023年4月14日存续期尚余2.7年。我们认为联得转债兼具面板设备、半导体设备题材催化，平价、溢价率结构尚可，传导弹性相对偏弱，排序相对次于深科转债，同样具备较好的投资价值。风险提示：下游扩产不及预期风险、毛利率下滑风险、强赎风险，正股波动风险，发行人违约风险，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）

固收深度报告 20230418：转债行业图谱系列（五）：公用事业燃气行业可转债梳理（可转债分析与推荐篇）

观点 转债行情复盘与分析：1) 贵燃转债：股债平衡型标的，价格123元，溢价率13.74%，AA级，债底保护一般，向上弹性尚可，兼备“进攻性”和“防守性”，评级及存量规模均在燃气行业中处于中游水平；预计业绩负面消息或已反映在转债价格中，短期内较低的溢价率位置出现明显变动概率不大。2) 皖天转债：股债平衡型标的，价格118元，溢价率20.61%，AA+级，向下保护安全边际优于贵燃转债，亦不乏向上弹性空间，适于风险承受能力有限的谨慎型投资者；平价随板块引领上升，但行业出现负面形势时仍走出独立行情，正股自身具备的抗跌能力为转债标的估值增添额外的“保护罩”；价格偏低，估值相对便宜，符合“低价格、低溢价率”的“双低”策略，左侧交易机会凸显，投资性价比较高。3) 天壕转债：纯股型标的，价格240元，溢价率4.80%，A+级，股性显著且长期保持稳定，债底保护相对较薄，较低的溢价率表明转债价格与正股价格涨跌趋势基本同步；价格处于高位，多次触发强赎条款均未行权，叠加目前剩余期限较长且转股比例较低表明短期内强赎风险极低而长期赎回风险高于其余标的，可考虑利用其显著的股性属性积极获取正股价格上涨时带来的弹性收益。4) 首华转债：纯债型标的，价格102元，溢价率101.52%，AA级，余额规模位列行业第一且评级处于中上游水平，债底保护较好，风险总体可控，投资安全性较高，转股溢价率持续高位，向上弹性空间较小，平价需大幅上行至完全消化较高溢价率后才可能驱动估值上升。五大维度推荐转债标的：1) 正股基本面：天壕转债>皖天转债>首华转债>贵燃转债。天壕转债预计2022年归母净利润大幅提升；皖天转债2022年实现营收净利双双两位数正增；首华转债业绩承压，预告2022年净利润同比减少31.33%-41.53%；贵燃转债业绩尚处修复阶段，2022年归母净利润预计同比减少89.79%-85.25%。结合P/E(TTM)而言，天壕转债正股估值处于历史较低位置，经营业绩亮眼，债务压力适中，但现金流和偿债能力一般；皖天转债、首华转债正股估值均接近历史极低位置，经营业绩稳中向好，整体债务压力小且现金流周转流畅，偿债能力优秀；贵燃转债正股估值虽处于极低水平，但经营业绩尚在修复中，资产负债率相对较高，流动性一般，偿债风险较高，建议等待其基本面修复回暖的信号再行配置。2) 等平价溢价率测试：天壕转债>皖天转债≈贵燃转债>首华转债。贵燃转债与皖天转债估值适中，皖天转债的投资性价比略优于贵燃转债，天壕转债当前估值相对偏低，首华转债当前估值有所偏高。3) 股性强弱：天壕转债>贵燃转债≈皖天转债>首华转债。天壕转债以其极低的转股溢价率显示其“纯股型”属性，股性较强；贵燃转债及皖天转债为“股债平衡型”属性，其中皖天转债的债底保护相对于贵燃转债更厚，股性适中；首华转债则为“纯债型”属性，股性偏弱。4) 转债价格弹性：天壕转债>贵燃转债>皖天转债>首华转债。基于可转债价格与其正股价格的日涨跌幅的比值来测算弹性指标，结果与转股溢价率指标所提示股性

强弱总体吻合。5) 机构持仓：皖天转债>贵燃转债~首华转债>天壕转债。流动性方面，皖天转债流动性相对较优，贵燃、首华转债次之，天壕转债一般；增持幅度和均衡性方面，皖天转债机构增持幅度较大且各机构增持数量较均衡，贵燃转债和首华转债增持幅度同样较大但增持数量集中在少数机构，天壕转债增持幅度较小，可见市场交投情绪的分化程度较为显著。6) 综上，推荐投资风格相对稳健、追求收益风险比最大化、风险厌恶型投资者对皖天转债予以关注，投资风格相对激进、追求收益最大化、风险承受能力较强的投资者对天壕转债予以关注。风险提示：宏观经济不及预期；需求波动超预期；天然气价格波动超预期。

(证券分析师：李勇 研究助理：徐津晶)

固收点评 20230418：经济回暖，利率难因政策刺激下行

事件 数据公布：2023年4月18日，国家统计局公布2023年一季度GDP和3月经济数据：2023年一季度GDP当季同比4.5%，前值2022年四季度2.9%；2023年3月规模以上工业增加值当月同比3.9%，前值1-2月累计增长2.4%；2023年3月社零当月同比10.6%，前值1-2月累计增长3.5%；2023年1-3月固定资产投资累计同比达5.1%，基建投资累计同比达11%，制造业投资和房地产开发投资累计同比分别下降1.1%和5.8%。观点 生产和需求两端均回暖，需求恢复势头强劲。分生产和需求来看，3月规模以上工业增加值当月同比3.9%，较1-2当月的累计同比上行1.5个百分点，社零当月同比10.6%，较1-2月的累计同比上行7.1个百分点。一方面，工业生产延续修复，与此前公布的3月制造业PMI的温和回升相呼应，另一方面，需求恢复势头更为强劲。第一，3月全社会用电量当月同比5.9%，预示着经济延续复苏状态，带动工业增加值的回升。但从工业品库存状态看，钢铁行业的产成品库存PMI仍在回升，煤炭的库存去化速度较慢，去库压力令生产端的恢复较需求端缓慢。第二，升级类消费品的大幅增长令社零快速回升。以金银珠宝类和汽车类为例，3月零售额当月同比分别为37.4%和11.5%，较1-2月的累计同比上行31.5和20.9个百分点。汽车销售额的回升在价格战之下，体现的或是“以价换量”的逻辑，但金银珠宝类当月同比的回升除了低基数效应外，也体现了居民消费意愿的回升。第三，2023年一季度的人均可支配收入实际累计同比为2.7%，较上季度回升0.8个百分点，城镇居民人均消费性支出累计同比为4.8%，较上季度回升4.5个百分点。人均可支配收入和消费性支出累计同比均有所回升，且消费性支出上行幅度更大，表明居民的消费能力和意愿回暖。展望后期，建议观察工业产成品库存的去化幅度和速度，以及需求从升级类商品向全品类延伸的情况。制造业、基建和房地产投资累计同比均有所下滑。2023年1-3月，固定资产投资累计同比较1-2月回落0.4个百分点，制造业、基建和房地产投资均有所下滑。(1) 制造业方面，工业企业利润下滑是负面因素，但在去年的高基数下，仍能保持高个位数的增长体现了韧性。高技术制造业是结构型亮点，同时在3月出口数据超预期的背景下，也建议关注纺织服装业和化学原料和化学制品业等出口导向型行业给制造业投资带来的正面拉动作用。2023年1-2月，工业企业利润累计同比为-22.9%，或对制造业投资带来滞后的负面效应。高技术制造业中，以电子及通信设备制造业、医疗仪器设备及仪器仪表制造业投资为例，2023年一季度两者分别累计增长20.7%、19.9%。(2) 基建方面，基建投资累计同比虽较1-2月有所回落，但依然保持在高位，与专项债发行和财政支出力度相关。在财政部一季度财政收支发布会上，有关负责人表示，2023年1-3月各地发行新增专项债券13228亿元，主要

支持市政和产业园区、基础设施、交通基础设施、社会事业以及保障性住房等领域。财政收支方面，1-2月公共财政收入和支出累计同比分别为-1.2%和7%，保持积极。(3)房地产投资方面，累计同比低位企稳，预计后续回升将相对乏力。2023年1-2月的土地购置费累计同比为16.38%，但由于去年的土地成交价款累计同比始终在低位，土地购置费后续回升将受阻。 债市观点：若根据2018-2022年（除去疫情影响的2020年）各季度GDP占比来推断，一季度4.5%的GDP当季同比意味着全年GDP将达到6.5%，为实现全年5%的GDP目标创造了好的起点。对于债市而言，略显“割裂”的各项数据需要时间去伪存真，但经济复苏的进程是确定的，降息等总量货币政策刺激难现，因此利率难言存在趋势性下行机会。 风险提示：疫情恢复情况不及预期；国内外货币/财政政策超预期调整。

（证券分析师：李勇 研究助理：徐沐阳）

行业

环保行业点评报告：工信部、发改委、生态环境部共同发布关于推动铸造和锻压行业高质量发展的指导意见

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：2023/4/17，CEA涨跌幅0.00%；收盘价56.00元/吨；成交量100吨；成交额5,600.00元。 中法联合声明关注碳中和，加快能源和气候转型。1) 民用核能务实合作。继续推进在核能研发领域前沿课题上的合作，支持双方企业研究在核废料后处理等问题上加强工业和技术合作的可能性。2) 解决发展中经济体和新兴市场经济体融资困难问题，鼓励其加快能源和气候转型。3) 气候、生物多样性和土地退化防治是中法两国共同优先事项。为实现每年减少5000亿美元有损生物多样性的补贴这一目标作出贡献4) 中法两国重申各自碳中和/气候中和承诺。法方承诺到2050年实现气候中和。中方承诺二氧化碳排放力争于2030年前达到峰值，努力争取2060年前实现碳中和。5) 支持促进和发展有助于生态转型的融资，鼓励各自金融部门统筹业务和减缓适应气候变化、保护生物多样性、发展循环经济、管控和减少污染或发展蓝色金融等方面的目标6) 推进建筑节能降碳，推动城市可持续发展。7) 致力于海洋保护与可持续管理森林生态系统。 多省聚焦秋冬重污染天气消除，防治夏季臭氧污染。1) 河南省印发《攻坚行动方案》，旨在打击空气污染，重点实现“双碳”目标，优化产业结构和布局，淘汰老旧低效产能等。2) 山东省政府发布的重污染天气应急预案，针对重污染天气进行管理和应对，包括臭氧污染的预警系统和不同行业应急管理差异化措施。 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。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：生物油行业点评：REDIII 加码&原油减产催生柴景气度上行，龙头不惧波动彰显稳健功力。光大环境：运营维持增长占比首超建造，期待现金流改善。锂电回收周报：锂价&折扣系数下降，再生盈利稳定。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）

房地产行业跟踪周报：70 城房价连续两月上涨，销售环比回暖

投资要点 上周（2023.4.10-2023.4.14，下同）：上周房地产板块（SW）涨跌幅-0.1%，同期沪深 300、万得全 A 指数涨跌幅分别-0.8%、-0.5%，超额收益分别为+0.6%、+0.4%。29 个中信行业板块中房地产位列第 13。 房地产基本面与高频数据：（1）新房市场：上周 38 城新房成交面积 337.4 万方，环比 9.7%，同比+30.3%；2023 年 4 月 1 日至 4 月 14 日累计成交 644.9 万方，同比+34.4%。今年截至 4 月 14 日累计成交 5296.6 万方，同比+12.4%。（2）二手房市场：上周 14 城二手房成交面积 214.8 万方，环比 26.4%，同比+74.4%；2023 年 4 月 1 日至 4 月 14 日累计成交 384.7 万方，同比+89.1%。今年截至 4 月 14 日累计成交 2524.5 万方，同比+71.4%。（3）库存及去化：上周 14 城新房累计库存 9397.3 万方，环比-0.4%，同比+0.7%；14 城新房去化周期为 14.7 个月，环比变动 0.0 个月，同比变动+0.8 个月。一线、新一线、二线、三四线城市去化周期为 11.8 个月、8.8 个月、14.8 个月、39.3 个月，环比分别变动 0.0 个月、0.0 个月、-0.2 个月、-0.3 个月。（4）土地市场：4 月 10 日-2023 年 4 月 16 日百城供应土地数量为 361 宗，环比-4.5%，同比-34.2%；供应土地建筑面积为 1813.9 万方，环比-21.6%，同比-39.1%。百城土地成交建筑面积 1553.0 万方，环比-13.5%，同比-44.9%；成交楼面价 705 元/平，环比-21.9%、同比-40.4%；土地溢价率 2.5%，环比-4.2%，同比-0.2%。 重点数据与政策：北京房山区拟试点“一区一策”调控政策，多城市继续推出相关放松政策，主要以公积金政策、购房补贴、带押过户为主。央行发布一季度金融统计数据：新增人民币贷款 10.6 万亿元，同比多增 2.27 万亿元，其中住户部门短期贷款增加 7653 亿元，中长期贷款增加约 9442 亿元。统计局 70 城房价数据：3 月全国 70 城一二手房价环比连续 2 个月反弹，新房价格环比上涨 0.4%，同比下降 1.4%；二手房价格环比上涨 0.3%，同比下降 2.9% 周观点：上周新房与二手房环比数据均由负转正，考虑到 4 月第 1 周数据的环比下降与开发商调整供货节奏和清明假期有关，我们预计未来数周新房和二手房数据将继续小幅回暖。上周多城购房政策放松，以公积金政策为主，杭州落户政策进一步放开。我们认为今年房地产市场将维持当下的弱复苏态势，

全年销售面积增速转正。推荐关注土储充裕、布局聚焦核心城市、信用资质良好的房企，未来有望率先受益于市场复苏和政策放松；同时建议关注物业和代建行业的投资机会。推荐标的：1) 开发商：保利发展、招商蛇口、滨江集团，建议关注华发股份、中国海外发展、越秀地产；2) 物业公司：华润万象生活、雅生活服务，建议关注保利物业、越秀服务；3) 代建公司：绿城管理控股。风险提示：房地产调控政策放宽不及预期；行业下行持续，销售不及预期；行业信用风险持续蔓延，流动性恶化超预期；疫情反复、发展超预期。

(证券分析师：房诚琦 证券分析师：肖畅 研究助理：白学松)

推荐个股及其他点评

亚太股份 (002284)：2022 年年报及 2023 年一季度业绩预告点评：产品结构优化，盈利中枢上移

投资要点 公告要点：公司公布 2022 年年报，业绩符合我们预期。公司 2022 年实现营收 37.5 亿元，同比+3.29%；实现归母净利润 0.68 亿元，同比+54.71%；实现扣非归母净利润 0.34 亿元，同比-298.42%。2022 年 Q4 实现营收 11.04 亿元，同比+0.70%，环比+16.17%；实现归母净利润 0.27 亿元，同比+134.54%，环比+219.70%；实现扣非归母净利润 0.13 亿元，同比-170.58%，环比+530.28%。公司预计 2023 年 Q1 归母净利润为 0.36~0.40 万元，同比+51%~+68%，环比+32%~+47%，扣非归母净利润为 0.24~0.27 亿元，同比+29%~+49%，环比+85%~+108%。下游需求回暖+盈利中枢上移，公司业绩显著转好。2022 年 Q4 公司核心客户销量环比提升，Q4 上汽通用五菱/长安/吉利批量环比+17.8%/+37.1%/+18.0%，推动公司 Q4 收入环比+16.17%。2022 年 Q4 公司盈利能力显著提升，主要系产品结构优化（2022 年下半年汽车电子收入占比环比上半年+7.7pct）及前期产能投放逐步兑现，公司 Q4 毛利率+1.4pct，叠加内部管控加强生产工艺优化，Q4 期间费用率-1.2pct，助推公司 Q4 归母净利润率环比+1.6pct。2023 年 Q1 公司业绩同环比高增，体现不俗的业绩增长持续性。电子产品快速放量，线控制动业务持续突破。2022 年公司电子产品销量同比+52%，收入同比+37%，公司新启动 53 个汽车电子项目（占比 46%），新量产 44 个汽车电子项目（占比 55%），根据工信部信息，2022 年公司电子产品配套主流车企车型数量为 79 个，位居全行业第四、自主供应商第二。One Box 线控制动产品取得突破，截至目前公司 IBS 产品获取长安、俄罗斯 KAMAZ、东风车企定点，One Box 即将量产验证有望打开更大市场空间。盈利预测与投资评级：考虑到公司盈利能力提升，我们维持公司 2023-2024 年营收预测为 49.55/58.72 亿元，2025 年营收为 72.33 亿元，同比分别+32%/+18%/+23%；将 2023-2024 年归母净利润预测从 1.45/2.37 亿元上调至 1.79/2.57 亿元，2025 年归母净利润为 3.32 亿元，同比分别+163%/+44%/+29%，对应 PE 分别为 33/23/18 倍，维持“买入”评级。风险提示：汽车行业销量不及预期；新产品开发不及预期；新客户开拓不及预期。

(证券分析师：黄细里 研究助理：谭行悦)

太平鸟 (603877)：2022 年报及 23Q1 经营数据点评：22 年业绩承压，推动组织变革、23Q1 成效初显

投资要点 公司公布 2022 年报及 23Q1 经营数据：1) 2022 年：营收 86.02 亿元/yoy-21.24%、归母净利 1.85 亿元/yoy-72.73%、扣非归母净利润-2684 万元，业绩符合此前盈利预减。收入下滑主因疫情影响销售、旗下女装/少女装品牌处调整期、关停小品牌；扣非净利为上市以

来首亏，主因毛利率下滑、费用率上升、资产减值约 1.2 亿元；归母净利转为盈利、主因收到政府补助约 2.3 亿元。分季度看，22Q1-Q4 收入分别同比-7.74%/-26.08%/-15.35%/-32.28%、归母净利分别同比-6.44%/亏损/-86.53%/-73.94%，全年来看在疫情反复环境下公司业绩均承压，其中 Q2-Q4 受冲击程度较重。2) 23Q1: 营收 20.74 亿元/yoy-16%、归母净利润 2.16 亿元/yoy+14%、扣非归母净利 1.77 亿元/yoy+58%，虽收入增速尚未转正，但在加强折扣和费用控制下净利改善信号已现。22 年女装/乐町收入下滑较多，直营/加盟均净关店。1) 分品牌，22 年女装/男装/乐町/童装收入分别同比-27%/-13%/-28%/-14%、分别占比 38%/34%/12%/13%，女装/乐町收入下滑较多，主因品牌风格及渠道调整、受疫情影响较大。2) 分渠道，22 年线上/直营/加盟收入分别同比-18.8%/-25.9%/-16.7%、分别占比 32%/40%/28%。22 年末共 4671 家门店（直营 1427+加盟 3244 家）、较 21 年末净-543 家（直营-189+加盟-354 家）、对应同比-10.4%（直营-11.7%+加盟-9.8%），预计 23 年直营净关店 100-200 家、加盟净开店 200 家左右（含直营转加盟店铺）。22 年毛利率下滑、费用率上升，存货规模及结构优化。1) 毛利率：22 年同比-4.71pct 至 48.22%，主因疫情下加大折扣促销。2) 期间费用率：22 年同比+1.6pct 至 46.26%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.65pct/+0.79pct/-0.02/+0.18pct 至 36.81%/7.28%/1.37%/0.8%，收入下滑、而门店相关刚性费用导致费用率升高。3) 归母净利率：22 年同比-4.05pct 至 2.15%，为历史最低水平。4) 存货：22 年末存货 21.25 亿元/yoy-16.35%，库存规模有所下降、主要受益于强化商品产销计划性管理；存货结构有所优化，1 年以内商品占比同比+6pct 至 75%、2 年及以上货品占比同比-5pct 至 3%。5) 现金流：22 年经营活动现金流净额 4 亿/yoy-69%，主因零售收入下降而供应商付款进度有所加快。截至 22 年末货币资金 10.89 亿元、现金充沛。公司进行组织架构变革提升经营质量，发布定增、董事长全额认购、彰显发展信心。1) 组织变革：20-22 年国内疫情导致公司业绩波动、净利率降至历史低位，倒逼公司于 23 年 1 月进行组织架构变革。具体而言，公司从事事业部制（女装、男装、乐町、童装、电商五大事业部）变更为职能大部制（将事业部打通，按职能如产品研发、供应链管理、零售运营等划分部门）。事业部制帮助公司从创立之初扩张为百亿收入时装集团、完成规模增长阶段性任务，此次变革有助公司走向高质量可持续发展，23Q1 经营数据中净利恢复增长、利润率水平提升、体现变革成效。2) 董事长全额认购定增：3 月公布定增预案，向大股东宁波禾乐投资（实控人为太平鸟董事长张江平）定向募资 8-10 亿元，用于补充营运资金、提升抗风险能力，定增完成后公司控股股东及其一致行动人（张江平、张江波）持股比例将从 67.5% 升至 71.1%，彰显管理层对公司变革效果的信心。盈利预测与投资评级：公司聚焦时尚服饰行业，21H2 以来受国内疫情反复、旗下品牌经营策略调整、费用投放激进等因素影响，业绩持续下滑，22 年净利率降至历史新低、扣非归母净利转亏。不利的经营环境推动公司进行组织架构变革、从规模增长导向转变为高质量可持续增长。23Q1 虽收入增长未转正，但在加强折扣费用控制下净利恢复正增、利润率回升，初步体现变革成效；4 月以来整体零售同比追平、同店零售同比增长双位数以上（其中男装增 30-40%、童装/乐町增高双位数、女装持平），主因低基数+随新零售运营团队磨合、零售逐渐恢复；23 冬、24 春夏将陆续有新的组织架构领导设计下的新品面市、变革效果将进一步得到市场检验。考虑组织变革有利公司降本控费、释放业绩弹性，我们将 23-24 年归母

净利润从 4.94/6.04 上调至 6.73/8.24 亿元、增加 25 年预测值 9.63 亿元，对应 23-25 年 PE 为 16/13/11X，上调为“买入”评级。风险提示：疫情反复、终端消费复苏不及预期、组织变革效果不及预期。

(证券分析师: 李婕 证券分析师: 赵艺原)

歌尔股份 (002241): 2022 年报及 23Q1 点评: 短期盈利承压, 不改长期增长态势

事件: 公司发布 2022 年报及 2023 年一季度报 22 年营收显著增长, 特定项目影响盈利: 公司 22 年度营收 1049 亿元, 同比增长 34%, 归母净利润 17.5 亿元, 同比下滑 59%, 扣非净利润 16.27 亿元, 同比下滑 58%。22 年度毛利率/销售净利率分别为 11.1%/1.7%。22 年度主营业务业绩表现: 1) 智能硬件营收 630.82 亿元, 同比大增 92.3%, 得益于多年技术积累形成的深厚竞争优势, VR、游戏机与可穿戴设备等客户产品均取得显著增长; 2) 智能声学整机营收 259 亿元, 同比下滑 15%; 3) 精密零组件营收 140 亿元, 同比增长 1%, 该业务核心竞争力持续巩固。4) 22 年利润下滑主要由于智能声学整机业务亏损, 系境外大客户通知暂停生产某款智能声学整机产品, 公司增加计提相关损失 17.8 亿元。公司持续加大研发投入, 全年研发费用 52 亿元, 同比增长 25.3%。期间费用率下降, 运营周期缩短, 经营基本盘仍然稳固, 核心竞争力稳定加强。 23 年一季度营收持续增长, 短期盈利承压: 23Q1 实现营收 241 亿元, 同比增长 20%, 对应归母净利润为 1.1 亿元, yoy-88%, 扣非净利润 0.2 亿元, yoy-98%。我们认为 Q1 业绩主要受制于: 1) 消费电子行业不景气, 全球经济下行与消费者需求疲软等因素影响下更换周期拉长; 2) 部分产品销量下降, 重要项目仍有不确定性。在此情况下公司营收仍保持稳健增长趋势, 系公司其余业务正常开展, 公司日本客户游戏机份额提升、VR 新品出货量显著增长, 同时其他智能家居等项目百花齐放。公司 VR/AR 等业务优势仍在, 有望助力公司未来重新回到成长轨道。 我们坚定看好公司长期趋势: 1) VR/AR 逻辑仍有望持续兑现: 国内外主流品牌大力布局, 密集发布 XR 新品有望拉动出货量恢复增长, 长期基于国内外生态完善、应用场景拓展以及更多科技巨头入局等多方面的因素, VR/AR 硬件出货量未来几年仍有望持续成长; 2) 其他产品线仍有确定性增量单品: 游戏机出货量及公司份额持续增长、国内大客户加注智能穿戴, 未来营收和利润都会带来增量贡献。结合公司不断夯实的核心竞争力及长期成长趋势, 有望逐渐走出低谷, 未来依旧可期。 盈利预测与投资评级: 我们基于突发事件给公司的持续影响及公司业务发展趋势调整盈利预测, 23-25 年归母净利润调整为 19/27/37 亿元 (23/24 年前值为 19/33 亿元), 基于我们对 VR 产业长期趋势的看好、短期业绩下修源于外部突发事件的短期影响、公司核心竞争力持续增强等综合因素, 我们继续看好公司未来成长趋势, 维持“买入”评级。风险提示: VR/AR 产业发展不达预期, 其他产品销量不达预期。

(证券分析师: 马天翼 研究助理: 金晶)

拓普集团 (601689): 2022 年年报点评: 积极布局机器人产业, 出海战略加速推进

投资要点 公告要点: 公司发布 2022 年年报, 业绩符合我们预期。2022 年实现营收 159.93 亿元, 同比+39.52%; 实现归母净利润 17.00 亿元, 同比+67.13%; 实现扣非归母净利润 16.56 亿元, 同比+70.57%。2022 年 Q4 实现营收 48.89 亿元, 同比+34.33%, 环比+13.46%; 实现归母净利润 4.91 亿元, 同比+86.21%, 环比-1.88%; 实现扣非归母净利润 4.82 亿元, 同比+100.91%, 环比-1.53%。 核心客户放量推动营收增长, 利润率逐步增长。2022 年 Q4, 公司核心 T 客户上海工厂交

付 22.8 万辆，环比+21%，全球产量 43.97 万辆，环比+20%，其它新能源客户赛力斯/理想/比亚迪/蔚来合并实现批量 80.0 万辆，环比+28.2%，传统车企客户吉利汽车/上汽通用合计实现批量 76.0 万辆，环比+5.1%，共同推动公司营收同环比增长。产能利用率增加+新能源客户占比增加推动公司利润率逐步增长（Q4 受到补缴关税 1.1 亿人民币影响）。内饰+底盘业务同比高增长，热管理业务放量在即。2022 年公司内饰功能件/底盘系统分别实现营收 54.63/44.45 亿元，同比+52.7%/+69.4%，其中 2022 年 H2 分别实现营收 33.13/26.61 亿元，环比+54.1%/+49.1%，毛利率分别为 20.2%/23.4%，产能利用率提升推动毛利率相比 2022H1 环比分别+3.0/+5.3pct。热管理产品包括集成式热泵总成、多通阀、电子水泵和膨胀阀，除 T 客户外，其它新客户 2023 年有望放量增长。Tier0.5 平台化战略持续推进，海内外产能同步布局。公司持续推进平台化战略，拥有 8 大系列产品，单车配套金额约 3 万元。除汽车业务外，公司积极布局机器人产业，相关的运动执行器产品包括电机、电控及减速机构等，样品获得客户认可，后续发展潜力可观。2022 年公司计划完成前湾新区、重庆、长兴、安徽等地约 1000 亩土地建设，国内产能基本布局完毕，墨西哥工厂将加大投资力度，一期工厂 220 亩加快实施，并按照订单需求未来规划约千亩产业园，满足市场需求。盈利预测与投资评级：我们维持 2023-2024 年营收预测 234.41/340.17 亿元，2025 年营收预测为 434.30 亿元，同比分别+47%/+45%/+28%，维持 2023-2024 年归母净利润预测为 23.85/36.09 亿元，2025 年归母净利润预测为 45.44 亿元，同比分别+40%/+51%/+26%，对应 PE 分别为 27/18/14 倍，维持“买入”评级。风险提示：下游需求不及预期；格局竞争加剧超出预期

（证券分析师：黄细里 研究助理：谭行悦）

长安汽车（000625）：2022 业绩点评：Q4 自主油车盈利靓丽，福特/新能源亏损拖累业绩

投资要点 事件：长安汽车 2022Q4 实现营业收入 359.01 亿元，同环比分别+38.4%/+24.8%，归母净利润 8.99 亿元，同环比分别+60.4%/-13.8%；扣非后的归母净利润 6.19 亿元，环比-16.2%，同比大幅转正。2022 年全年，公司实现营业收入 1212.53 亿元，同比+15.3%，归母净利润 77.98 亿元，同比+119.5%，扣非后归母净利润 44.59 亿元，同比+169.8%。2022Q4 归母净利润处于业绩预告中值偏下，基本符合我们预期。Q4 毛利率高位，降本控费作用明显，自主油车盈利显著改善；福特/新能源亏损拖累整体业绩：长安汽车 2022Q4 并表销量实现 41.2 万辆，同环比分别+44.3%/+36.2%，营收同环比表现略弱于销量，Q4 并表自主单车均价 8.68 万元，同环比分别-4.1%/-8.4%。2022Q4 实现毛利率 20.89%，同环比分别+2.0/-0.4pct，同比上涨较大主要系产批量提升；环比小幅下滑主要是产品结构边际变差对冲规模效应所致，CS 系列低价车型 CS15/25 等销量占比提升。费用率角度，Q4 销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 3.21%/1.13%/2.43%，同比分别-2.6/-1.0/-3.1pct，环比分别-2.7/-2.1/-2.8pct，销售费用率下滑主要系公司 Q4 折扣保持低位，广宣费用支出降低所致，管理与研发费用率下滑主要系控费降本影响。投资收益角度，Q4 投资收益 27.93 亿元，主要系福特/长安新能源/阿维塔亏损加大，2022H2 分别亏损 24.5/32.0/20.2 亿元，长安福特同环比大幅下滑主要系年终关停落后产线，当期计提资产减值所致，阿维塔以及长安新能源亏损加大则主要系持续加大新能源领域研发，及上游原材料成本上涨等影响。展望未来：多品牌并驱加速新能源革命，全品牌向上突破。坚持电动化转型以及北斗天枢智能化发展战略，聚焦长安、深蓝、阿维塔三大主品

牌。长安品牌整合 V 标+UNI+欧尚现有油车序列打造智电 IDD 混动技术标签产品；另外 2023Q4 推出全新 OX 序列首款纯电车型启源 A07，推进主品牌电动化转型；深蓝继续深耕年轻科技数字纯电定位，以增程/纯电/氢电多燃料类型并进；阿维塔品牌战略向上。截至 2025 年上述四大序列分别推出 22/5/7/4 款车型，目标销量合计 210~220 万辆，此外凯程商用车以及合资也将加速迭代焕新，长安汽车全品牌向上突破。盈利预测与投资评级：我们维持 2023/2024 年归母净利润预测为 90/90 亿元，预计 2025 年归母净利润为 99 亿元，对应 EPS 为 0.91/0.91/1.00 元，对应 PE 为 13/13/12 倍，维持长安汽车“买入”评级。风险提示：乘用车价格战超预期，终端消费恢复低于预期。

（证券分析师：黄细里 研究助理：杨惠冰）

太极集团（600129）：国企改革效果初显，公司开启“十四五”发展新篇章

投资要点 投资逻辑：公司拥有治疗领域广泛的中西药产品群与西南地区最完备的医药商业体系，现已发展成为 OTC 品牌前列。2021 年国药正式入主成为公司实控人，有望实现管理效率提升、业务全面优化。OTC 品牌中药有望在营销升级、产品提价、国药协同下继续进入高速发展阶段，麻精特色化药与区域商业体系作为辅线并行发展，稳健增长。公司发布“十四五”战略规划，通过内生发展、外延扩张，力争营收达到 500 亿，销售净利率不低于行业平均水平。公司有望进入业绩与估值双提升通道。国药入主，公司迎来提质增效、盈利能力提升：国药入主后逐步完成阶段性转型：1）治理结构改革优化，引入经验丰富的高管梯队；2）精简优化组织架构，提升运营效率，推进以利润为考核目标的绩效考核机制；3）聚焦主业，形成以中药智造为主、麻精特色化药和区域商业为辅的战略方向，剥离两非两资，减少负债；4）对标及协同国药集团，中药化药有望加速放量，商业网络从西南龙头走向全国市场等。2022 年，公司实现扭亏为盈，业绩呈现向上拐点，2023 年力争 20% 以上收入增长。OTC 战略性品种仍具提价空间，化药大品种有望增厚公司业绩：2022 年，公司核心中药大品种实现高速放量：藿香正气口服液 15.67 亿（+70%）、急支糖浆 5.26 亿（+89%）、通天口服液 2.88 亿（+53%）、鼻窦炎口服液 2.14 亿（+67%），营销改革+OTC 品牌重塑效果显著。公司“十四五”目标确保战略品种每年收入增长 30% 以上，其它品种每年收入增长高于行业平均水平。2023 年公司加强品牌品类规划，全力突破重点市场，力争医药工业实现营业收入同比增长 30%。医药商业优化布局，在提升销量、提高毛利和运营效率方面实效明显：公司拥有西部地区药品经营业态最完善、综合实力前三强的大型医药商业体系，营收稳步增长。公司构建商业“1+2+3”管理框架，调整区域布局，着力提质增效。2023 年公司力争医药商业营业收入同比增长 20%。盈利预测与投资评级：我们预计 2023-2025 年，公司营业收入分别为 171.84/202.86/236.96 亿元，归母净利润为 5.99/8.41/11.46 亿元，对应当前市值的 PE 为 40X/29X/21X。考虑到公司经营改革稳步推进，未来有望迎来业绩高增长与估值提升，首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：公司改革进展或不及预期；市场推广或不及预期；医药行业政策不确定性风险等

（证券分析师：朱国广）

天赐材料（002709）：2023 年一季报点评：Q1 业绩符合预期，单位盈利即将触底

投资要点 2023 年 Q1 公司实现归母净利润 6.95 亿元，环比下降 48.69%，符合市场预期。2023 年 Q1 公司实现营收 43.14 亿元，同比

下降 16.22%，环比下降 26.73%；归母净利润 6.95 亿元，同比下降 53.62%，环比下降 48.69%，扣非归母净利润 6.86 亿元，同比下降 54.11%，环比下降 46.62%。盈利能力方面，23Q1 毛利率为 30.53%，同比下降 13.51pct，环比下降 0.37pct；归母净利率 16.1%，同比下降 12.99pct，环比下降 6.89pct；23Q1 扣非净利率 15.9%，同比下降 13.13pct，环比下降 5.92pct。23Q1 电解液出货 8 万吨，同增 30%+，环降约 25%。出货方面，我们预计公司 23Q1 电解液出货约 8 万吨，同增 30%+，环降约 25%。目前看公司 4 月排产环比持平，5 月环增预计 10-15%，6 月需求预计恢复正常水平，我们维持 23 年 50 万吨出货预期，同增 57%。23Q1 电解液单吨净利 0.7 万元+，预计 Q2 单吨盈利见底。盈利方面，我们预计公司 23Q1 单吨盈利 0.7 万元+，环降约 30%，其中由于 23Q1 碳酸锂跌价较快，公司购买高价碳酸锂跌价导致经营性成本增加，预计亏损接近 2 亿元，若加回，则公司单吨盈利达 0.9 万元/吨+，显著好于市场。23 年 4 月部分六氟厂商抛货导致价格已达行业成本线，行业逐步出清，随着碳酸锂价格企稳，预计公司 Q2 单位盈利达 0.7 万元/吨左右，单位盈利见底企稳。全年看，我们预计公司 23 年单吨净利仍可维持 0.7 万元/吨左右，好于行业平均水平。磷酸铁 23Q1 出货近 1 万吨，23 年新增产能释放推动出货高增长，日化贡献稳定增量。我们预计公司 23Q1 磷酸铁出货近 1 万吨，环降约 25%，随着新增产能逐步释放，我们预计 23 全年出货有望达 10 万吨+，同比翻番以上增长。盈利方面，受产能爬坡和产品降价影响，我们预计 23Q1 磷酸铁维持微利，预计 23Q2 起盈利修复。23 年磷酸铁价格逐步回归，我们预计 23 全年单吨盈利可维持 0.2-0.3 万元/吨左右。此外我们预计日化业务 23Q1 贡献 0.7 亿元左右利润，23 年预计稳定增长。盈利预测与投资评级：考虑六氟竞争加剧，我们维持公司 23-25 年归母净利预期为 48.45/63.18/82.06 亿元，同比 -15%/30%/30%，对应 PE 为 17x/13x/10x，考虑到公司为电解液龙头，给予 23 年 25 倍 PE，对应目标价 62.8 元，维持“买入”评级。风险提示：销量不及预期，盈利水平不及预期

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕 证券分析师：岳斯瑶）

京东方 A (000725)：全球面板龙头有望率先受益行业反转

投资要点 LCD 面板业务领跑全球，行业龙头优势持续发力：京东方为全球 LCD 面板龙头供应商，LCD 面板厂商维持控产，供给下降面板价格企稳回升。随着 TV 需求回暖，大尺寸 LCD 面板供给需求将恢复均衡。中小尺寸 LCD 面板应用需求转型，智能手机面板需求减弱，车载屏幕需求将随着汽车市场景气度上升而逐步上升。OLED 促进业绩增长，新需求推动面板产量：OLED 市场规模将实现快速爬升，中国出货量占比不断提高。随着整体需求准备迎来复苏，OLED 面板渗透率将持续提升。折叠屏、智能电视、智能手表等新市场不断开拓行业新领域。公司持续深化生产规模，OLED 出货量也在稳步上升。

“1+4+N+生态链”全面布局，迎智能物联时代大机遇：基于“屏之物联”战略设计且持续受益于政策红利，公司已形成“1+4+N+生态链”业务布局，政府补贴逐年高速增长彰显核心竞争力。“1”：公司作为半导体显示业内龙头，业绩伴随面板价格企稳回升与产品结构不断优化有望稳步修复；“4”：物联网创新/传感器及解决方案/智慧医工业务飞速发展，控股华灿光电助力 MLED 业务快速提升，四大高潜赛道有望成为未来营收主力；“N”：公司积极开拓细分应用场景，落实物联网转型发展；“生态链”：公司积极推动供应链本地化，扶持上下游共同发展。盈利预测与投资评级：我们看好公司抢先受益面板行业周期反转与快速布局 MLED 赛道以完善“1+4+N+生态链”业务架构，

预测公司 2023-2025E 每股净资产为 3.5/3.8/4.3 元，2023-2025E 净资产为 1430.7/1547.6/1707.2 亿元，可比公司 TCL 科技（全球大尺寸面板龙头企业）与三利谱（上游偏光片核心供应商）2023-2025PB 均值为 2.2/1.9/1.6 倍。公司当前市值对应 PB 分别为 1.2/1.1/1.0 倍，低于行业平均估值。我们给予公司 2023 年 2 倍 PB，对应目标市值为 2861 亿元，首次覆盖给予“买入”评级。风险提示：1) TV 液晶显示屏需求不及预期风险；2) OLED 技术进展不及预期风险；3) 显示面板行业竞争加剧风险。

（证券分析师：马天翼 证券分析师：唐权喜 研究助理：金晶）

钧达股份（002865）：2023 年 1 季度业绩预告点评：N 型加速放量，超额盈利逐步拉大

投资要点 事件：公司发布 2023 年一季度主要经营数据，实现归母净利润 3.3-3.8 亿元，同增 1425%-1656%，环增 7%-24%；扣非归母净利润 3.2-3.7 亿元，同增 1382%-1613%，环增 7%-24%。业绩符合预期，考虑 2023Q1 计提股权激励费，实际冲回后略超预期。超额收益拉大，新技术加速放量。2023Q1 公司电池出货 4.81GW，同增 161%，环增 27%，其中 PERC/TOPCon 分别 2.31/2.5GW，环增-3%/74%；由于硅片供应紧张价格上行，我们测算 PERC 单瓦盈利约 5-6 分/W，TOPCon 单瓦净利约 0.09-0.1 元/W，3 月以来 TOPCon 供应趋紧享溢价约 1 毛+/W，N 型超额收益逐步拉大。展望全年，我们预计电池出货约 30GW，其中 TOPCon 出货约 20GW，占比达 67%，受益于 2023H1 大电池供应相对较紧+2023H2 新技术加速放量，贡献盈利弹性。新产能即将放量，降本增效持续迭代！产能上，公司 TOPCon 滁州一期 8GW 在产，二期 10GW 爬坡中预计 4 月底满产；我们预计淮安一期 13GW 将于 2023Q3 达产，后续二期 13GW 预计 2024 年投产，产能持续加速落地！目前公司 TOPCon 量产效率达 25%以上，我们预计 2023 年导入激光 SE 后将有 0.2-0.3%效率提升，目标年底达 25.8%；当前良率持平 PERC、银耗 110mg 以内，技术进步叠加银耗降本，后续成本有望持平 PERC，盈利持续坚挺。盈利预测与投资评级：我们维持 2023-2024 年归母净利润预测 25/33 亿元，预计 2025 年归母净利润 38 亿元，对应 2023-2025 年同比+249%/+33%/+15%，基于公司 TOPCon 电池龙头地位，我们给予公司 2023 年 15 倍 PE，目标价 189 元，维持“买入”评级。风险提示：政策不及预期，竞争加剧。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：陈瑶 研究助理：郭亚男）

片仔癀（600436）：2022 年年报&2023 年一季报点评：业绩符合市场预期，看好长期稳健增长

投资要点 事件：公司 2022 年实现营业收入 86.94 亿元（+8.38%，同比增长 8.38%，下同）；实现归母净利润 24.72 亿元（+1.66%），扣非归母净利润 24.76 亿元（+2.89%）；Q4 单季度实现收入 20.78 亿（+8.81%）、归母净利润 4.20 亿（-0.03%）、扣非后归母净利润 4.14 亿（+3.63%）。公司 2023 年 Q1 单季度实现营业收入 26.3 亿元（+11.98%）；实现归母净利润 7.7 亿元（+11.66%），扣非归母净利润 7.70 亿元（+14.01%）。围绕“多核驱动”格局，深入贯彻大品种战略，2023 年 Q1 恢复双位数增长。分产品看，2022 年公司肝病用药实现营收 35.92 亿元，同比减少 2.95%，2023 年 Q1 营收 11.77 亿元，恢复增长态势，同比增长 6.91%；2022 年心脑血管用药实现营收 1.66 亿元，同比增长 72.24%，2023 年 Q1 保持高速增长态势，同比增长 84.31%。分业务板块来看，2022 年化妆品板块实现营收 6.34 亿元，同比减少 24.61%，毛利率下滑 6.41pct 至 60.60%，2023 年 Q1 仍然承压，收入同比下滑 42.78%；医药流通板块平稳增长，2022 年/2023 年 Q1 分别

实现收入 40.59/11.11 亿元，同比增长 25.10%/18.04%。2022 年公司对主产品片仔癀以稳价稳市为核心工作，全年市场与价格状况均达到历史较高水平，其中锭剂销售居天猫健康、京东健康电商平台肝胆用药首位；对核心品种安宫牛黄丸以扩渠道做大规模为主，后续增长可期。销售费用率下降，持续加大创新研发力度。2022 年销售费用同比下降 25.70%，主要由于促销、业务宣传及广告费减少，2023 年 Q1 销售费用率进一步下降至 5.49%。2022 年公司加大研发力度，研发费用同比增长 15.30%，研发投入占营业收入 2.65%，2023 年 Q1 研发费用率进一步提升至 3.53%。公司积极开展以片仔癀为核心的优势品种二次开发及新药研发，新增两个品种获批生产许可并完成首次批量生产，新增立项 4 个新药项目，初步形成具有片仔癀品牌特色的研发布局和管线。盈利预测与投资评级：考虑到客观因素等原因，我们将公司 2023-2024 年归母净利润预测从 34.17/40.15 下调至 29.74/35.39 亿元，2025 年预计为 40.21 亿元，当前市值对应 PE 分别为 56/47/41 倍。维持“买入”评级。风险提示：原材料成本上涨高于预期，政策风险，产品放量不及预期，产品研发不及预期等。

(证券分析师：朱国广)

亿纬锂能 (300014): 2022 年报点评: 业绩符合市场预期, 储能 23 年翻倍以上增长

投资要点 事件: 公司发布 2022 年报, 其中 22 年营收 363 亿, 同增 115%, 归母净利 35 亿, 同增 21%, 扣非净利 27 亿元, 同增 6%, 其中本部归母净利 27 亿, 同增 122%, 毛利率 16%, 同减 5pct; 其中 Q4 营收 120 亿, 环增 28%; 归母净利 8 亿, 环减 35%, 毛利率 18%, 环增 0.3pct, 与业绩快报基本一致, 符合市场预期。动储全年出货 30gwh、储能高增长、23 年总出货预期翻番以上增长。公司 22 年动储收入 277 亿, 对应电池出货 30gwh, 对应均价 1.04 元/wh (含税)。分结构看, 22 年出货三元 10gwh, 铁锂 20gwh (储能接近 12gwh), 其中 Q4 电池出货预计 10gwh+, 环增 30%, 其中储能 4.5gwh+, 占比提升明显。随着新增产能释放, 23 年动储收入预计 500 亿, 出货 65GWh, 其中储能 35gwh, 同增 200%+, 动力预计 30gwh (其中软包 10gwh, 方形三元 2-3gwh, 大圆柱 2-3gwh, 方形铁锂 15gwh), 动力中广汽贡献主要增量, 且 4680 大圆柱开始批量交付。动储盈利进一步恢复、23 年盈利水平整体可维持。盈利方面, 我们预计 22 年动储毛利率近 15%, 动力储能子公司主体亿纬动力净利 12.6 亿, 净利率 4.7%, 单 wh 净利 0.04 元+ (控股 98.5%, 且包含政府补贴等非经), 预计扣非归母净利达 0.03 元/wh+, 全年动力储能电池预计贡献 8-9 亿利润。23 年公司仍以联动方式为主, 依靠原材料价格下行, 叠加一体化布局产能进一步释放(自给率升至 20%+), 预计净利率维持 5%左右, 贡献 25-30 亿元净利润。圆柱电池出货同增 30%、思摩尔及投资收益下滑。消费电池 22 年营收 85 亿元, 同增 24%; 其中, 锂原电池收入 21 亿, 同增 16%, 毛利率 35%, 预计贡献 5-6 亿利润, 圆柱电池预计营收 64 亿元, 出货预计 5-6 亿支, 同增 30%, 贡献利润 4-5 亿; 消费电池 23 年营收预计 100-110 亿左右, 同增 25%左右, 其中圆柱电池出货预计 8-9 亿颗, 同增 40%。思摩尔全年贡献 8 亿利润, 同减 53%, 预计 23 年增长 20-30%, 碳酸锂投资收益 22 年预计贡献 5-6 亿利润, 23 年随着碳酸锂跌价预计基本维持。Q4 经营性现金流承压、年末存货维持高位。22 年公司期间费用率 12%, 同减 2.5pct, Q4 计提信用减值损失 1 亿, 转回资产减值损失 0.25 亿。22 年底存货 86 亿, 较年初增长 131%, 较 Q3 末增长 9%。22 年经营活动净现金流净额 28.6 亿, 同增 54%, 其中 Q4 为 -0.2 亿, 同减 102%。盈利预测与投资评

级：考虑到下游需求偏弱，我们下修公司 23-24 年归母净利润预测至 63/91 亿元（原 63/92 亿），预计 25 年归母净利润 142 亿元，23-25 年同增 81%/43%/56%，对应 22/16/10x，公司储能持续扩张，一体化布局产能释放，给予 23 年 35x，目标价 108.5 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。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕 证券分析师：岳斯瑶）

天味食品（603317）：2023 年一季报点评：持续深化渠道改革，业绩符合预期

投资要点 公司发布 2023 年一季报，业绩符合预期：2023Q1 公司营业总收入 7.67 亿元，同比增长 21.79%；归母净利润 1.28 亿元，同比增长 27.74%；扣非归母净利润 1.19 亿元，同比增长 21.61%。成本下行叠加积极减促，23Q1 盈利能力提升：23Q1 公司毛利率 40.62%，同比+4.7pct，毛利率同比提升较快或因油脂类原材料价格下行，叠加公司从 22 年底开始取消随货搭赠、产品结构升级后吨价回升。23Q1 公司销售/管理/财务费用率分别为 14.8%/5.9%/-0.3%，同比+1.8/+2.5/+0.4pct，销售费用率同比提升或因公司计提 22 年年年终奖激励、积极减促的同时加大了广告费用投入。综合来看，23Q1 公司归母净利率 16.74%，同比+0.78pct，盈利能力稳步改善。C 端实现快速增长，持续深化渠道改革：（1）分品类，23Q1 公司中调/火锅底料/冬调分别同比+20.34%/+19.96%/+404%，中调、火锅底料稳健增长，低基数下冬调高增。（2）分区域，23Q1 西南/华中/华东/华北地区收入同比增速分别+34%/+20%/+16%/+43%，公司持续推进厂商一体化的联合运营模式，西南基地市场渠道效率提升，增速较快，同时公司积极拓展华东、华北等外埠市场，23Q1 经销商净增 87 家，其中华东/华北地区增加 42/25 家。（3）分渠道，23Q1 经销商/定制餐调/电商渠道收入分别同比增速+19%/+11%/+97%，经销商渠道增长稳定，电商渠道表现亮眼或因公司积极推进社区电商、内容电商，通过新零售激活核心用户。渠道、产品双轮驱动，23 年双二十目标可期：渠道方面，23 年公司将建设经销商的辅导系统和自运营系统，持续优化费用投放结构，预计整体费用率有望同比下降；同时公司将积极拥抱新零售渠道，我们预计新零售渠道中长期占比有望提升到 20-30%。产品方面，23 年公司将坚持大单品战略，针对重点地区重塑经典大单品，积极开发区域性风味大单品，重点突破小龙虾料等近年爆款，23Q1 小龙虾料已准备铺市。渠道、产品双轮驱动下，我们认为公司 23 年有望实现双二十目标。盈利预测与投资评级：公司 23Q1 业绩符合预期，我们维持 23-25 年收入预期 33/38/45 亿元，同比+21%/18%/17%，维持归母净利润预期 4.29/5.5/6.6 亿元，同比+26%/27%/20%，对应 PE 分别为 41/32/27x，维持“买入”评级。风险提示：原材料价格大幅上涨、行业竞争加剧、消费复苏不及预期

（证券分析师：汤军 证券分析师：王颖洁 证券分析师：李昱哲）

德业股份（605117）：2022 年年报点评：22 年储能微增速亮眼，23 年将持续爆发！

投资要点 事件：公司发布 2022 年报，2022 年实现总营收 59.56 亿元，同增 43%，归母净利润 15.17 亿元，同增 162%，扣非归母净利润 15.35 亿元，同增 188%。2022Q4 营收 18.82 亿元，同增 65.23%，环增 10.68%，归母净利润 5.9 亿元，同增 232%，环增 24%，扣非归母净利润 5.44 亿元，同增 247%，环降 2%。储能出货持续倍增、电池放量在即：储能出货持续倍增、电池放量在即。储能逆变器 2022 年实现收入 24 亿，同增 354%，充分受益欧美储能需求爆发，对应出货 29.9 万台，同增约 190%，其中 2022Q4 约 11 万台，环比略增。2023Q1

我们预计出货 12 万台，环比持平略增，2023Q2 储能进入旺季需求逐季增长，2023 年全年我们预计出货 70 万台，同增 130%+，同时随工商储占比提升+户储单台功率上行，储能单台产品价值量上行，产品线从户储到大储、从逆变器到电池逐步丰富；储能电池 2022 年实现营收 1-2 亿元，其客户基本为逆变器业务客户，随产能扩张 2023 年将规模放量，我们预计营收可达 20 亿元，2023Q1 我们预计约 2 亿元，成为业绩增长新动能。2023 年微逆翻倍+增长、组串需求旺盛、除湿机稳定增长：微逆 2022 年实现收入 8 亿元，同增 658%，对应出货 80.24 万台，同比翻 7 倍增长，其中 2022Q4 出货约 35+ 万台，环增 47%+；欧洲 2023 年成为公司微逆新增长点，我们预计 2023Q1 出货 20+ 万台，同比翻 4 倍增长，2023 全年出货 160 万台+。组串式逆变器 2022 年实现收入 7 亿元，同增 31%，对应出货 24.69 万台，其中 2022Q4 约 7 万台，环比持平，2023 年我们预计出货 40 万台，同增 60%；除湿机持续稳定增长，2022 年实现收入 5.8 亿元，同增 3%，2023 年预计增长约 20%。盈利预测与投资评级：基于公司行业领先地位，我们维持此前盈利预测，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 27.8/47/66.7 亿元，同增 83%/69%/42%，基于公司微逆及储能双轮高速增长，给予 23 年 35 倍 PE，对应目标价 407 元，维持“买入”评级。风险提示：政策不及预期，竞争加剧。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：陈瑶 研究助理：郭亚男）

信邦制药（002390）：2022 年报点评：疫情导致业绩短期承压，疫后逐步修复，中药饮片实现快速增长

投资要点 事件：2022 年，公司实现营业收入 63.50 亿元（-1.88%，表示同比增速，下同），归母净利润 2.24 亿元（-17.73%），扣非归母净利润 2.24 亿元（-22.62%）；经营活动产生的现金流量净额 5.91 亿元，（+29%）。公司收入利润业绩低于我们预期，主要原因为疫情影响医院经营，导致收入下滑；股权激励计划实施终止，加速计提股份支付费用 8084 万元，导致利润减少、资本公积增加。若剔除股份支付费用影响，公司实现归母净利润 3.05 亿元（+11.72%）。医院板块受疫情影响收入下滑，疫后有望实现收入与盈利同步提升：2022 年，医疗服务板块实现营收 18.61 亿元（-10.18%），占比 23.43%，毛利率 9.58%，剔除股份支付费用影响后的毛利率为 12.24%。其中：肿瘤医院实现营收 9.17 亿元（-15.07%），综合医院 9.44 亿元。2022 年医院门急诊量 108 万人次；出院约 20 万人次；放疗 8.3 万人次；手术 3.22 万台次。随着公司继续落实“同质化发展，全国一体化”管理思路，利用肿瘤医院和白云医院在人才培养、学科建设、医学技术等方面的领头作用，有望带动集团内其他医疗机构系统发展，并持续推进医疗服务网络布局，提升营收规模与盈利能力。医药制造板块稳定贡献利润，中药饮片扩产助力增长：医药制造板块主要包括中药制剂与中药饮片，2022 年实现营收 7.9 亿元（+12.23%）。其中：1）中成药收入 3.73 亿元（-6.19%），关节克痹丸 0.56 亿元（+36%），得益于该品种开发与推广加强；2）中药饮片相关收入 4.16 亿元（+36.28%），子公司同德药业改扩建项目完成了 GMP 符合性检查并投入生产，中药饮片加工产能由 3000 吨/年增至 6000 吨/年。公司围绕医药主业，开拓创新中成药市场结构、做大做强中药饮片和中药材业务。医药流通板块营收同比持平，医院客户覆盖率继续提高。医药流通板块实现营收 52.8 亿元，同比基本持平，毛利率 11.85%。其中：药品 44.12 亿元，器械 8.68 亿元。公司在全省等级以上医院客户覆盖率达 95%以上、基层医院覆盖率达 45%以上、OTC 零售市场覆盖率达 95%以上，同时科开大药房采取通过“加盟+并购+自建”加大门店布局，通过差

异化竞争拓宽新的经营利润空间，收入规模出现增长态势。盈利预测与投资评级：考虑的医院业务仍需逐步恢复，我们将 2023-2024 年公司归母净利润由 4.37/5.78 亿元下调至 3.05/3.87 亿元，预计 2025 年为 4.89 亿元，对应当前市值的 2023-2025 年 PE 为 33/26/21X。维持“买入”评级。风险提示：医院盈利能力提升不及预期；医药行业政策变化风险，医疗事故风险等。

（证券分析师：朱国广 证券分析师：冉胜男）

拓荆科技-U (688072)：2022 年报点评：订单大超预期，产品线不断丰富将充分受益进口替代

事件：公司发布 2022 年年报。订单加速验收驱动营收端高速增长，2022 年新签/在手订单超预期 2022 年公司实现营业收入 17.06 亿元，同比+125%；其中 Q4 营业收入为 7.14 亿元，同比+85.92%，延续高速增长态势。分业务来看：1) PECVD：实现收入 15.63 亿元，同比+131.44%，占营收比重 91.65%，同比+2.54pct，仍是公司最大收入来源；2) ALD：实现收入 0.33 亿元，同比+13.85%，其中 PE-ALD 设备已实现产业化应用；3) SACVD：实现收入 0.89 亿元 同比+117.39%，主要系 SACVD 列产品持续拓展应用领域，SATEOS、BPSG、SAF 薄膜工艺设备在芯片制造领域均取得客户验收。截至 2022 年末，公司在手订单 46.02 亿元（不含 Demo 订单），2022 年新签订单 43.62 亿元（不含 Demo 订单），同比+95.36%，大超预期，我们认为在手订单充足，将支撑 2023 年收入端延续高速增长。毛利水平提升&规模效应显现，盈利水平大幅提升 2022 年公司实现归母净利润 3.69 亿元，同比+438.09%，其中 Q4 为 1.31 亿元，同比+1145%。2022 年公司扣非归母净利润为 1.78 亿元，同比增加 2.60 亿元，其中 Q4 为 0.66 亿元，同比增加 1.25 亿元。2022 年公司归母净利率和扣非归母净利率分别为 21.35%和 10.44%，分别同比+12.52pct 和+21.26pct，盈利水平大幅提升。1) 毛利端，2022 年公司整体毛利率为 49.27%，同比+5.26pct，PECVD、ALD、SACVD 毛利率分别同比+6.78、+1.85pct、-16.17pct，高收入占比 PECVD 毛利率提升是公司整体毛利率提升最大原因，我们判断主要受益产品结构不断优化以及规模效应显现带来的平均成本降低。2) 费用端，2022 年公司期间费用率为 37.16%，同比-17pct，其中研发费用率为 22.21%，同比-15.83pct，研发费用率下降是公司期间费用率下降主要原因，主要系规模效应。3) 2022 年非经常性损益同比增加 3992.51 万元，其中：2022 年股权投资产生的公允价值变动收益同比增加 1625.82 万元，获得政府补助确认的其他收益同比增加 1528.68 万元，对利润端有一定增厚。卡位薄膜沉积核心大赛道，产品线不断丰富打开成长空间 薄膜沉积设备作为前道三大核心设备，价值量占比高达 22%，日本政府 3 月 31 日宣布限制 23 项半导体制造设备的出口，其中 11 项薄膜沉积设备，有望加速薄膜沉积设备进口替代，作为薄膜沉积设备国产领军者，将充分受益进口替代。公司在稳固 PECVD 市场竞争力的同时，SACVD、HDPCVD、ALD 也持续取得产业化突破，成长空间不断打开。1) PECVD：在国内市占率依然较低，公司已全面覆盖逻辑、DRAM 存储、FLASH 闪存各技术节点通用介质薄膜，并在 14nm 及 10nm 以下制程积极配合客户产业验证，并在 PECVD 基础上开发了应用于先进封装的低温薄膜沉积设备，随着客户验证顺利推进，有望延续高速增长；2) SACVD：适用于 45-10nm 沟槽填充，先进制程下渗透率存在提升趋势，公司产品体系不断完善，SACVD 产品已在国内集成电路制造产线实现了广泛应用，并取得了现有及新客户订单，有望进入放量阶段；3) HDPCVD：PF-300T Hesper、TS-300S Hesper) 设备已

取得了不同客户的订单；4) ALD: 膜厚精准可控&台阶覆盖率极高, 技术优势突出, 公司率先实现 PE-ALD 产业化, Thermal-ALD(PF-300T Altair、TS-300 Altair) 设备已完成研发, 并出货至不同客户端进行验证。此外, 混合键合设备作为晶圆级三维集成应用中最前沿的核心设备之一, 公司混合键合系列产品包括晶圆对晶圆键合产品和芯片对晶圆键合表面预处理产品, 相关产品并出货至客户端进行验证, 进一步打开成长空间。盈利预测与投资评级: 考虑到公司 2022 年新签订单大超市场预期, 我们调整 2023-2024 年公司营业收入预测分别为 31.67 和 44.82 亿元(原值 24.17 和 32.36 亿元), 并预计 2025 年营业收入为 58.66 亿元, 当前市值对应动态 PS 为 18、13 和 10 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 晶圆厂资本下滑、国产化率提升不及预期等。

(证券分析师: 周尔双 证券分析师: 黄瑞连 证券分析师: 马天翼)
远东宏信(03360.HK): 2023 年一季度营运概要点评: 复苏周期借势而上, 整体业绩稳中有增

投资要点 事件: 远东宏信发布 2023 年一季度营运概要。公司 2023Q1 营收同比提升近 5%, 归母净利润提升 10% 左右, 业绩符合预期。金融主业步伐稳健, 息差及不良率保持稳定: 2022 年末, 公司生息资产余额 2706 亿元, 同比+5%, 净息差较 2021 年末+73bps 至 3.94%, 生息资产量质双升。2023 年开年以来, 伴随着宏观经济的徐缓复苏, 公司外部制约因素逐渐消弭, 金融主业继续平稳运行。2023Q1 公司生息资产投放有序推进, 季末生息资产较 2023 年初实现小幅增长, 息差保持稳定。同时, 得益于良好的资产布局及风险管理能力, 公司资产质量依旧稳健, 不良资产率较 2023 年初基本持平。产业运营持续收获, 宏信建发分拆上市落地可期: 1) 宏信建发已通过港交所聆讯, 正式上市指日可待。2022 年, 宏信建发实现营收 79 亿元, 同比+28%, 推动远东宏信产业运营业务收入同比+16% 至 132 亿元。2023 年 4 月 12 日, 宏信建发已通过港交所聆讯, 不日即可正式登陆港股, 届时集团估值有望获得提振。2) 疫情影响逐步出清, 宏信健康业绩实现高增。2022 年, 宏信健康以学科发展建设为主线, 不断增强成员医院核心竞争力, 营收同比+5.32% 至 42.16 亿港元, 业绩在疫情冲击下依旧逆势而上。2023 年一季度, 宏信健康经营环境得到恢复, 营收同比实现较大增长。盈利预测与投资评级: 远东宏信始终秉持“金融+产业”发展战略, 不断夯实经营基础, 各项业务均有条不紊地推进。在宏观经济逐步摆脱疫情阴霾进入顺周期的背景下, 公司业绩有望持续走强。我们维持此前盈利预测, 预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 67.29/70.34/75.20 亿元, 对应增速分别为 +9.74%/+4.53%/+6.91%, 对应 2023-2025 年 EPS 分别为 1.56/1.63/1.74 元。当前市值对应公司 2023-2025 年 PE 分别为 3.92/3.75/3.51 倍。公司中长期成长空间可观, 维持“买入”评级。风险提示: 1) 监管政策趋严限制融资租赁业务开展; 2) 产业运营业务增长不及预期。

(证券分析师: 胡翔 证券分析师: 朱洁羽 证券分析师: 葛玉翔)

芯源微(688037): 2022 年报点评: 前道 Track 加速国产替代, 新签订单创历史新高

事件: 公司发布 2022 年年报。前道 Track&物理清洗设备快速放量, 2022 年新签订单创历史新高 2022 年公司实现营业收入 13.85 亿元, 同比+67%, 其中 Q4 实现营业收入 4.88 亿元, 同比+73%, 延续高速增长。分业务来看, 1) 光刻工序涂胶显影设备: 2022 年实现收入 7.57 亿元, 同比+49.55%, 收入占比 54.67%, 同比-6.42pct。我们判断一方面受益于小尺寸和后道封装领域收入稳健增长, 另一方面前道涂胶显

影设备也实现快速放量；2) 单片式湿法设备：2022 年实现收入 5.50 亿元，同比+89.91%，收入占比 39.72%，同比+4.77pct，我们判断主要系前道物理清洗机新签订单较多，陆续确认收入。3) 其他设备：2022 年实现收入 0.53 亿元，同比+202%，收入占比 3.84%，同比+1.72pct。截至 2022 年末，公司存货和合同负债分别为 12.13 和 5.85 亿元，分别同比+30%和+66%，验证在手订单充足。新签订单方面，2022 年公司新签订单 22 亿元，创历史新高。细分订单结构来看，我们判断其中前道 Track、物理清洗设备订单占比合计超过 50%，公司订单结构快速优化。展望 2023 年，随着 2022 年新签订单陆续交付，公司收入端有望延续快速增长。规模效应&减值损失大幅收窄，2022 年利润端实现翻倍以上增长。2022 年公司实现归母净利润 2.00 亿元，同比+159%，其中 Q4 为 5713 万元，同比+135%。2022 年公司实现扣非归母净利润 1.37 亿元，同比+115%，其中 Q4 为 3812 万元，同比+112%。2022 年公司销售净利率和扣非销售净利率分别为 14.45%和 9.91%，分别同比+5.12pct 和+2.21pct，盈利水平明显提升。1) 毛利端：2022 年公司销售毛利率达 38.40%，同比+0.32pct，略有提升，其中光刻工序涂胶显影设备和单片式湿法设备毛利率分别为 34.65%和 39.17%，分别同比-3.26pct 和+3.72pct，涂胶显影设备毛利率出现一定下降，我们判断主要系前道涂胶显影设备仍处于产业化初期，毛利率相对较低，前道涂胶显影设备占比提升致使公司涂胶显影设备毛利率短期有所下降。2) 费用端：2022 年公司期间费用率为 29.01%，同比-1.89pct，其中销售、管理、研发和财务费用率分别同比-1.27pct、-0.92pct、0.48pct、-0.18pct，主要受益于规模效应，是净利率提升的重要原因。3) 2022 年公司投资净收益达到 1039 万元，2021 年仅为 106 万元。此外，2022 年公司资产、信用减值损失分别为-189 和-46 万元，2021 年同期分别为-787 和-1025 万元，减值损失大幅收窄，进一步驱动公司盈利水平上行。日本制裁加速前道 Track 国产替代，化学清洗机进一步打开成长空间。公司积极布局前道涂胶显影设备领域，产品体系不断完善，日本制裁加速涂胶显影设备国产化进程，同时化学清洗机进一步打开成长空间。1) 前道涂胶显影：公司 Off-line、I-line、KrF 机台等均已实现批量销售，浸没式机台已陆续获得国内多家知名厂商订单，超高温 Barc 机台也成功实现了客户导入。此外，2022Q4 公司首台浸没式高产能涂胶显影机在国内某知名客户处完成验证，已顺利实现验收。日本 TEL 在涂胶显影领域具备全球主导地位，我们看好日本制裁升级背景下国产替代加速推进。2) 清洗设备：公司前道 Spin Scrubber 单片式物理清洗机已较为成熟，2021 年募投项目加码市场空间更大的单片式化学清洗机，有望成为第二成长曲线。盈利预测与投资评级：考虑到公司在手订单充足，我们调整 2023-2024 年营业收入预测分别为 20.18 和 28.45 亿元(原值 19.80 和 27.85 亿元)，并预计 2025 年营业收入为 37.91 亿元，当前市值对应动态 PS 分别为 13、9 和 7 倍，维持“增持”评级。风险提示：半导体行业投资下滑，新品研发&产业化不及预期等。

(证券分析师：周尔双 证券分析师：黄瑞连)

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>