

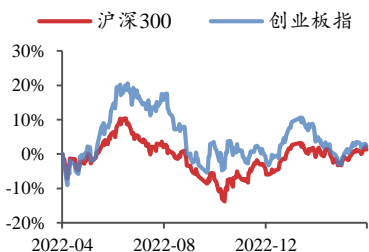
2023年04月20日

开源晨会 0420

市场快报

——晨会纪要

沪深300及创业板指数近1年走势



数据来源：聚源

昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
传媒	1.121
社会服务	0.838
计算机	0.216
农林牧渔	-0.169
银行	-0.176

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
建筑材料	-2.108
房地产	-1.886
美容护理	-1.497
轻工制造	-1.431
建筑装饰	-1.368

数据来源：聚源

吴梦迪 (分析师)

wumengdi@kysec.cn

证书编号: S0790521070001

观点精粹

总量视角

【宏观经济】财政收入改善印证经济复苏——3月财政数据点评——宏观经济点评-20230419

【宏观经济】迎接复苏——兼评一季度经济数据——宏观经济点评-20230418

【固定收益】财政支出迈向疫后新常态——2023年3月财政数据点评-20230419

【固定收益】统计局的“基数调整”，可能导致房地产数据被低估——固收专题-20230419

【固定收益】晶能转债投资价值分析：全球光伏组件龙头——固收专题-20230419

【金融工程】指数增强超额不见改善，头部私募中性策略回撤——量化基金业绩简报-20230419

行业公司

【电子：崇达技术(002815.SZ)】工段管理优化生产成本，2022Q4毛利率改善显著——公司信息更新报告-20230419

【医药：寿仙谷(603896.SH)】利润高速增长，多样化营销不断开拓渠道成长空间——公司信息更新报告-20230419

【机械：宇环数控(002903.SZ)】业绩周期性磨底，看好高端精密磨床国产替代——公司信息更新报告-20230419

【食品饮料：嘉必优(688089.SH)】于波折中前进，待新产能释放——公司信息更新报告-20230419

【机械：华中数控(300161.SZ)】业绩超预期，持续引领中国数控系统高端升级——公司信息更新报告-20230419

【医药：振德医疗(603301.SH)】渠道品牌建设+产品产能升级助力企业长足发展——公司首次覆盖报告-20230419

【电力设备与新能源：平高电气(600312.SH)】高压开关龙头全面布局，迎特高压建设再上新台阶——公司首次覆盖报告-20230419

【计算机：海光信息(688041.SH)】产品不断迭代升级，受益于国内AI算力需求增加——公司信息更新报告-20230419

【轻工：明月镜片(301101.SZ)】2022年业绩增速靓丽，继续看好离焦镜的高成长性——公司信息更新报告-20230419

【社服：米奥会展(300795.SZ)】数字化赋能展会强劲恢复，规模效应显现——公司信息更新报告-20230419

【纺织服装：太平鸟(603877.SH)】2022年库存及库龄改善，2023Q1盈利向好——公司信息更新报告-20230419

【纺织服装：361度(01361.HK)】2023Q1高基数下流水亮眼，渠道净开趋势持续——港股公司信息更新报告-20230419

研报摘要

总量研究

【宏观经济】财政收入改善印证经济复苏——3月财政数据点评——宏观经济点评-20230419

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002

事件：一季度，全国一般公共预算收入 62341 亿元，同比增长 0.5%。全国一般公共预算支出 67915 亿元，同比增长 6.8%。

财政收入验证经济复苏强现实，支出强度趋稳

(1) 3 月财政收入改善，增值税高增，税收贡献增强，验证经济复苏强现实。3 月公共财政收入为 16699 亿元，同比由 1-2 月的-1.2%回升至 5.5%。扣除特殊因素后，一季度收入同比增长 3%，3 月份财政收入增长 6%。3 月税收收入 12295 亿元，同比增加 6%。其中，国内增值税同比高增。除制造业中小企业缓税上缴外，也反映生产端景气度增加。3 月经济加速复苏，工业生产趋稳，服务业大幅改善。国内消费税 1077 亿元，同比下降 32.5%。一方面，2022 年同期基数较高，另一方面，消费税与社零增速的背离或与消费税征缴的节奏有关。企业所得税新增 1501 亿元，同比下行 2.9%。一则 2022 年企业所得税高基数，二则海外银行风险事件拉低大宗商品价格，工业企业利润大幅回落。地产相关税收方面出现分化，房产税和城镇土地使用税高增；而土地增值税和耕地占用税同比下降。外贸企业出口退税增长 14%。3 月非税收入增幅显著缩小。税收对财政收入的贡献有所增加，体现 3 月经济较强，非税收入对财政的支撑作用减弱。展望未来，2022 年二季度受大规模留抵退税影响财政收入较低，预计 2023 年财政收入将保持较高水平。随着 2022 年下半年留抵退税规模减弱，2023 年下半年财政收入预计会有所回落。

(2) 支出方面，除卫生支出外，各项公共财政支出均有所改善，民生、科技类支出增幅靠前。社保和教育类支出分别同比增长 9.3%和 9%，基建类支出延续 2 月的增长态势。基建中农林水利支出增长较为突出。卫生健康支出较 2 月显著下行，体现 3 月疫情的外溢影响逐渐减退，疫情防控投入大幅回落。综合来看，3 月财政发力度加大，2022 年较为刚性的防疫支出减弱，叠加经济处于复苏阶段，财政在基建、民生等方面加强支持。

政府性基金：收入边际回升、支出持续低迷

政府性基金收入降幅缩窄、支出持续下滑，土地出让金为主要拖累因素。3 月政府性基金收入同比改善 6.4 个百分点；政府性基金支出同比降幅较上月扩大。地产投资未明显改善，土地收入存下行风险，对广义财政的贡献或逐步减弱。从土地成交量和价格数据来看，地产投资未能延续改善态势，土地购置费仍存下行风险，需观察后续情况。我们认为，土地财政对于广义财政收入的贡献长期难有明显增长。

支出方面，全国政府性基金支出下滑 9.2 个百分点至-20.2%。一季度发行新增专项债 13228 亿元，高于 2022 年同期水平，1-4 月投向基建领域占比约 70%。基建资金仍有支撑，叠加各地积极推进重大项目开工，较 2022 年发力提前、规模扩容，我们判断基建稳增长并无滑坡之扰。

风险提示：国内疫情反复超预期；政策执行力度不及预期。

【宏观经济】迎接复苏——兼评一季度经济数据——宏观经济点评-20230418

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002

Q1 经济超预期，服务生产好于工业生产

(1)2023 年 Q1 实际 GDP 同比增长 4.5%，高于市场预期的 4.0%；分产业看，一、二、三产业 GDP 增速分别较前值变动-0.3、-0.1、3.1 个百分点至 3.0%、3.4%、5.2%，第三产业高斜率改善。工业生产温和修复，考虑到 2022 年同期 6.5%的基数，不宜理解为弱修复。分行业看，中游设备制造表现较好；服务业生产显著改善：Q1 服务业

增加值同比增长 5.4%、较 2022Q4 提高了 3.1 个百分点。

(2)如何理解出口交货值和海关出口背离？主因两者报告期、统计口径不同。从历史数据来看，海关当月出口数据为过去 3 个月订单的集合。从这个角度来看，3 月出口超预期可能更多为前期积压订单的集中释放+一带一路经贸合同，出口交货持续走弱则表明海外需求实质性下滑，因此 3 月出口高增的延续性仍待观察，全年来看对工业生产的支持力度仍趋降。

褪去“报复性消费”后，社零仍超预期

(1)如何理解社零超预期？结构上，服务消费好于实物消费，可选消费好于必选消费。其中 2 月、3 月社零环比季调为 0.67%、0.15%，1 月、2 月实则包含了一定的疫后“报复性消费”因素，因而 3 月消费延续改善表表征居民真实内生修复动能。

(2)重申 2023 年关注服务消费。商品消费和服务消费分化可能是 2023 年宏观经济预测的一大盲点。基准假设下全年社零和服务消费增速为 8.0%、15.0%，则服务消费将拉动最终消费支出 2.4 个百分点，拉动 GDP1.3 个百分点。百度地图消费指数显示清明节后居民消费活动未有疲弱，或将开启第二轮修复。

(3)青少年就业压力趋显。二季度高校毕业生就业将进入关键阶段，青少年失业率有一定的上行压力。好的方面在于，近期国务院、央行、财政部等多部门高度重视就业，加大投入兜底民生底线。

固定资产投资增速小幅回落

(1)基建：关注新一批政策性金融工具，Q2 增速或达 12%。项目端：一方面各地积极推进重大项目开工，较 2022 年发力提前、规模扩容；另一方面需关注新一批政策性金融工具和或有的其他资金来源，基建稳增长并无滑坡之扰。一季度央行货币政策委员会例会指出“用好政策性开发性金融工具，重点发力支持和带动基础设施建设，促进政府投资带动民间投资”，多地已在积极筹备项目，我们判断 4 月和 7 月概率或较大，若落实则提振 Q2 基建增速至 12%。

(2)地产：投资未能延续改善态势，竣工向上、新开工向下；融资端，销售回款改善但后续地产销售可能呈现缓步下滑；地产建安并未实质性改善、土地购置费仍存下行风险，仍需关注后续修复情况。

(3)制造业：企业中长贷持续向好，但民企利润承压，或为制造业加杠杆的较大制约项，2023 年可能不是传统意义上的朱格拉周期，结构大于总量。

迎接复苏，看好消费、基建

一季度经济数据总量好于结构，分项上服务生产好于工业生产，基建、消费表现亮眼。总量超预期可能在于，未被纳入宏观预测框架的服务消费高斜率修复，推升最终消费支出增速。

第一，消费端看，市场悲观之际，我们坚定看好消费。1 月以来反复强调消费复苏好于工业生产，“消费增量政策不足而怀疑居民内生修复动能”可能是伪逻辑，于短于长均看好消费。第二，基建端，政策、项目、资金三驱，基建有望维持高增长。

后续修复是否具备延续性可能是市场的一个担忧，需要指出的是第一季度的组合为“温和的政策环境+不错的经济数据”。往后看，政策保有余力，密切关注 4 月底政治局会议，预计后续政策可能加码，叠加施工旺季、出行消费修复，二季度经济将延续向好，供需改善，没有通缩，社融高增，看多权益市场，债券收益率有上行压力。上调全年 GDP 增速预测至 5.6%，其中 Q2 超过 8%，Q3、Q4 可能在 5.0%附近波动。

风险提示：国内疫情反复超预期，俄乌冲突反复超预期，美国经济超预期衰退

【固定收益】财政支出迈向疫后新常态——2023 年 3 月财政数据点评-20230419

陈曦（分析师）证书编号：S0790521100002 | 张维凡（联系人）证书编号：S0790122030054

3月财政数据的四个重要关注点

第一，随着3月经济基本面进一步转好，公共财政收入同比转正，录得5.46%。其中，地方多渠道盘活闲置资产，非税收入维持高位；四大主要税种表现不一，增值税表现亮眼；房地产相关税种出现分化，房地产需求相关税种同比大幅正增，但与土地相关的税种依然较为低迷；

第二，3月是公共财政支出大月，同比录得6.53%，支出维持较高强度。从支出结构上看，随着疫情影响逐渐消散，3月财政支出在教育、科技、就业等领域更加侧重，而对公共卫生等领域支出有所下降，财政支出迈向疫后新常态；

第三，政府性基金收支方面，虽然3月地产销售持续转好，但从地产销售到开工到拿地的循环依然存在较大的阻滞，土地出让持续低迷，受此拖累，在2022年3月同期低基数的基础上，政府性基金收入进一步下滑；由于收入端的持续少增以及2022年3月专项债支出节奏相比2022年更加前置，政府性基金支出亦录得同比显著负增；

第四，往后看，二季度经济向好趋势不变，公共财政收入在经济内生增长拉动下大概率将继续转好，支出端也将继续发挥扩大内需、稳增长的任务，后续可能会有新的政策性开发性金融工具出台以满足财政相机发力的需求。而政府性基金收支的修复，需依赖地产的持续修复，由地产的销售端逐渐传导至拿地后广义财政收支压力才能逐渐缓解，目前而言，可能短期内依然会在低位徘徊。对于债市，我们维持债市应警惕经济预期差的观点不变。

公共财政收入转好，支出维持较高强度

公共财政收入端，3月当月一般公共预算收入1.67万亿，同比小幅增长5.46%。1-3月累计同比增长0.5%（前值-1.2%），增速转正，累计财政收入达全年预算进度的28.7%，相比2022年同期28.9%略有下降。

从收入分项来看，3月税收收入小幅正增，同比上涨5.63%至1.23万亿元。主要税种表现不一，受线下消费热度居高不下等拉动，增值税表现非常亮眼，同比增长32.07%；个人所得税同比增长-7.14%，主因限售股转让等财产转让所得下降较多；消费税受高基数拖累，出现较大幅度下滑；受高基数和部分税收错期入库影响，企业所得税亦录得小幅负增。房地产税相关税种出现显著分化，得益于地产需求端的显著改善，房地产需求相关税种同比大幅正增，房产税、契税分别同比增长135.61%和10.30%；但地产销售到开工和拿地的传导仍需进一步打通，与土地相关的税种依然较为低迷。地方多渠道盘活闲置资产，非税收入规模4404亿元，维持高位，同比增长5.01%。

公共财政支出端，3月支出同比增长6.53%（前值7%）至2.7万亿元，整体维持较高强度，略有放缓。财政累计支出进度为24.68%，稍弱于2022年同期25.42%。

从支出分项来看，随着疫情对经济生活的影响消散，3月财政支出在教育、科技、就业、基建等领域更加侧重，对公共卫生、债务付息等领域支出有所下降。卫生健康支出自2022年起首次录得负增，而科学技术支出同比5个月以来首次实现正增长，增速达到14.49%，疫后财政支出重心逐渐向促进经济增长的领域侧重。

政府性基金仍在低位，收入端降幅有所收敛，支出端降幅扩大

3月政府性基金收入依然较为疲软，但降幅收窄。虽然3月地产销售持续转好，但从地产销售到开工到拿地的循环依然存在较大的阻滞，土地出让持续低迷，受此拖累，在2022年3月同期低基数的基础上，政府性基金收入进一步下滑，录得-17.57%，但环比降幅收窄；由于收入端的持续少增以及2022年3月专项债支出节奏相比2022年更加前置，政府性基金支出录得-20.21%，同比亦显著负增。

受此影响，1-3月地方政府性基金收支差额扩大至-1.02万亿。

风险提示：政策变化超预期；疫情扩散超预期。

【固定收益】统计局的“基数调整”，可能导致房地产数据被低估——固收专题-20230419

陈曦（分析师）证书编号：S0790521100002 | 张鑫楠（联系人）证书编号：S0790122030068

核心观点

1. 3月的经济数据中，最不及预期的是房地产数据，特别是3月的当月同比。按照常规的计算方法（累计值计算月环比，再计算同比）：

(1) 3月房地产投资当月同比-7.2%，1-2月的-5.7%，3月与1-2月相比大幅下降了1.5%；

(2) 3月房地产销售面积当月同比-3.5%，与1-2月的-3.6%基本相当，仍然是负增长，与高频数据同比转正严重相悖。

我们认为统计局对3月地产数据的基数进行了调整，可能导致房地产数据存在低估。

2. 首先，要介绍一个基本概念：“累计值的同比”与“累计同比”，对于很多数据而言是不同的。举个例子，附图1中由固定资产投资的累计值直接计算的同比（蓝线）与统计局公布的固定资产投资累计同比（橘线），两者经常出现显著的差异。

哪个更符合现实呢？例如2019年，蓝线表明固定资产投资的大幅下行，这是与2019年感知不同的；再例如2020年下半年，蓝线表明固定资产投资毫无恢复，这显然也与当时经济回升不符。因此，相比之下，橘色线更符合经济的现实情况，即“统计局公布的累计同比”，比“用累计值直接计算同比”更符合现实。

3. 产生这一问题的原因，主要是统计局要对样本进行调整，以保证数据的可比性，从而确保反映经济现实。更具体的讲，统计的方法只能是抽样，而如果两年的样本发生变化（例如规模以上企业变化），那么两年数据的绝对量直接做同比是没有意义的，需要进行可比性的调整。对于房地产数据，或许由于房地产企业比较稳定，所以通常情况下，用累计值做同比，与统计局公布的累计同比，是完全相同的。附图2和附图3中分别是房地产开发投资、房地产销售面积，两个数据的“累计值的同比”与“累计同比”，只有在2023年3月存在差异，其他时候都是一样的。也就是说，可能由于房地产的样本变化，导致统计局在2023年3月，对可比性进行了类似固定资产投资的调整。这种调整的结果是，使用“累计值直接做同比”，或者使用“累计值计算环比，再计算当月同比”，可能会低估房地产数据。

4. 我们认为，分析时合理的方法是使用“固定资产投资计算当月同比”的方法。由于固定资产投资的基数经常调整，这是一个常识，所以绝大部分分析人员在计算固定资产投资的当月同比时，不是：“通过累计值计算环比，再计算当月同比”，而是“通过累计同比倒推历史的累计值，再计算历史的环比，最后计算当月同比”。从2023年3月开始，计算房地产数据，应该使用类似的方法。以房地产销售面积为例，具体计算见附表1，计算结果如下：

(1) 3月房地产投资当月同比-5.9%，与1-2月的-5.7%相比仅仅略微下降；

(需要注意：1-2月的房地产投资中，主要是拿地的滞后贡献，1-2月拿地同比高达+11.2%，而建安同比仅为-12.7%。3月细项还未公布，由于拿地滞后计入不可能持续，因此大概率3月拿地会下降，而建安会上升。建安贡献GDP，而拿地不贡献GDP，因此建安上升对经济利好。)

(2) 3月房地产销售当月同比+0.1%，因此按照统计局数据，“地产销售当月同比负增长”也已经结束。

5. 参考固定资产投资数据，一旦基数调整，那么就不是一两个月的事情，“累计值的同比”与“累计同比”的背离会持续很长时间。因此，我们认为房地产数据的低估在之后的几个月或将持续。因此，建议使用固定资产投资数据的处理方法，来处理房地产数据，否则可能出现严重的误判。近期债券市场对利空钝化，叠加地产被低估，债市对后续经济修复或存在预期差，要关注后续经济修复情况。

风险提示：经济压力超预期；海外经济变化超预期；数据统计样本存在误差。

【固定收益】晶能转债投资价值分析：全球光伏组件龙头——固收专题-20230419

陈曦（分析师）证书编号：S0790521100002 | 梁吉华（联系人）证书编号：S0790121120045

正股分析：全球光伏组件龙头

晶科能源是全球光伏组件龙头，主营业务是太阳能光伏组件、电池片、硅片的研发、生产和销售以及光伏技术的应用和产业化，建立了从拉棒/铸锭、硅片生产、电池片生产到光伏组件生产的垂直一体化产能。

N型TOPCon加速放量。公司是国内最早一批布局N型TOPCon的企业，率先实现TOPCon量产，公司此次发行转债募集资金全部用来扩充N型产能，达产后将形成35GW N型电池产能和49GW N型组件产能。2022Q1-3公司实现N型组件收入79.19亿元，较2021年全年增长869.22%，增速较高。N型电池具备更高理论转换效率，未来有望成为主流技术路线。公司TOPCon电池实验室转化效率达到26.4%，创造新的记录；量产转换效率达到25%，处于行业领先水平，2023年力争达到25.8%。截至2月末，2023年在手订单中N型占比超过一半，相较P型维持约0.1元每瓦的溢价水平，全年N型出货占比预计达到60%，持续助力公司盈利水平提升。

公司加强产业链一体化建设。公司目前布局了硅料-硅片-电池-组件垂直一体化产能，通过对外投资，与硅料企业签订长单采购合同，可有效保障未来生产需求；转债募投项目投产后，可形成P型产能硅棒/硅片/电池片/组件35GW/33GW/20GW/34GW，N型产能40GW/32GW/35GW/49GW，电池片自供率进一步提高。上游硅料价格下降较多，利润有望向产业链下游转移，一体化布局的光伏组件企业有望受益。

公司积极布局海外渠道和产能。公司海外收入占比较高，2023Q1-3海外业务收入占比68.99%。公司坚持全球化布局的战略，截至2021年年末，已在全球超过120个国家和地区组建本地专业化销售团队，产品服务于超过160个国家和地区的客户，积累了优质客户和品牌优势。公司在东南亚和美国均有产能布局，具备从硅料到组件的海外一体化制造能力，能够一定程度绕开美国贸易限制。

转债分析：规模较大，正股估值较低

晶能转债发行规模100亿元，规模大，预计发行后流动性较好。转股对股本的摊薄压力较大，对流通股稀释率是27.01%。正股的估值处于历史较低水平，截至4月18日，公司的PE(TTM)46.21X，处于公司上市以来2.03%分位数；同行业可比公司估值普遍不高，估值分位数处于历史较低水平。正股上市以来年化波动率是56.90%，弹性较强。转债债底保护较好，面值对应的YTM为2.01%，纯债价值是90.98元；平价为98.77元，上市交易后大概率是偏股型转债。转债条款常规设置，能破净下修，到期赎回价108元。参考同行业同评级上市转债估值，我们预计晶能转债转股溢价率在25%-30%，上市价格在123.46-128.40元；参考近一年已发行转债申购和中签情况，预计晶能转债中签率在0.024991%-0.029991%之间。

风险提示：主要原材料价格波动；新建产能释放不及预期；国际贸易保护政策风险。

【金融工程】指数增强超额不见改善，头部私募中性策略回撤——量化基金业绩简报-20230419

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 高鹏（分析师）证书编号：S0790520090002 | 苏良（联系人）证书编号：S0790121070008

公募量化基金收益表现：指增超额继续回落

为了对公募量化基金收益表现进行跟踪，我们将市场存续的公募量化基金分为三类：公募量化对冲基金、公募沪深300增强基金和公募中证500增强基金，定期统计不同类型公募量化基金的业绩表现，本报告数据截至2023年4月18日。

公募沪深300增强基金：2023年3月17日以来公募沪深300增强基金整体超额收益率为-0.70%，2023年以来公募沪深300增强基金整体超额收益率为-1.64%。2023年以来，5只沪深300增强基金超额收益为正，37只沪深300增强基金超额收益为负，累计超额收益排名靠前的沪深300增强基金分别为：长信沪深300指数增强A（2.91%）、兴全沪深300指数增强A（1.08%）、国金沪深300指数增强A（1.03%）。

公募中证500增强基金：2023年3月17日以来公募中证500增强基金整体超额收益率为-1.02%，2023年以来公募中证500增强基金整体超额收益率为-1.89%。2023年以来，10只中证500增强基金超额收益为正，35只

中证 500 增强基金超额收益为负，累计超额收益排名靠前的中证 500 增强基金分别为：华泰柏瑞中证 500 增强策略 ETF (1.95%)、长城中证 500 指数增强 A (1.65%)、申万菱信中证 500 指数增强 A (0.93%)。

公募量化对冲基金：2023 年 3 月 17 日以来公募量化对冲基金整体收益率为 0.20%，2023 年以来公募量化对冲基金整体收益率为 0.13%。2023 年以来，13 只量化对冲基金取得正收益，11 只量化对冲基金取得负收益，累计收益率排名靠前的量化对冲基金分别为：华夏安泰对冲策略 3 个月定开 (4.34%)、海富通安益对冲 A (3.64%)、华泰柏瑞量化收益 (2.54%)。

私募量化基金收益表现：中性策略业绩小幅回撤

我们选择私募量化中性精选指数，来衡量私募量化对冲策略的整体业绩表现。同时我们选取了管理规模相对较大的 10 家量化私募，统计各家量化中性策略的月度收益表现。

从私募量化对冲精选指数的净值表现和周度收益来看，2023 年以来 (20221231-20230407)，私募量化中性产品的收益率为 0.36%。

我们选取了管理规模相对较大的 10 家量化私募，统计各家量化中性策略的月度收益表现。2023 年 3 月，头部量化私募中性策略的平均收益率为-0.42%，月度收益率最高为-0.01%，月度收益率最低为-1.71%。

风险提示：模型测试基于历史数据，市场未来可能发生变化。

行业公司

【电子：崇达技术(002815.SZ)】工段管理优化生产成本，2022Q4 毛利率改善显著——公司信息更新报告-20230419

刘翔（分析师）证书编号：S0790520070002 | 林承瑜（分析师）证书编号：S0790521090001

工段管理优化生产成本，持续深耕大客户销售策略，维持“买入”评级

公司发布 2022 年年报，实现营业收入 58.7 亿元，YoY-2.1%，归母净利润为 6.4 亿元，YoY+15.0%，其中 2022Q4 单季度实现营业收入 13.9 亿元，YoY-8.6%，归母净利润 1.4 亿元，YoY+48.7%。因 2022H2 以来行业需求转弱，我们下调公司 2023-2024 年盈利预测并新增 2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年公司归母净利润为 8.3/10.1（前值为 10.4/12.1）/11.6 亿元，当前股价对应 PE 为 16.9/14.0/12.1 倍，考虑到公司采取工段管理标准化的方式降低 PCB 生产成本，积极储备下游重点行业的大客户，维持“买入”评级。

公司工段管理优化生产成本，2022Q4 单季度毛利率改善显著

公司 2022Q4 单季度毛利率 30.8%，QoQ+3.6pct，净利率 10.1%，公司在转型大客户销售策略过程中，积极推动成本下降，通过对 PCB 生产的 10 多个工序分解为 100 多个工段，每个工段进行独立核算，对每个工段的设备、材料、人工、费用、工艺、流程时间等建立标准规范，降低管理难度并提升运营效率，2022Q4 公司珠海崇达一厂建成了 28*49 英寸大拼板生产线并实现批量生产，进一步降低生产成本。公司从原有的贸易商及经销商的间接供货形式转为重点行业大客户大批量供货的销售策略，在此过程中，竞争焦点从技术优势向成本优势切换，公司的工段管理模式有助于降本增效，从而获得客户更多的订单份额，随着国内客户的市场拓展，内销收入占比已由 2021 年的 38.7%提升至 2022 年的 42.7%。

储备高端产能，分厂区运行管理发挥协同效应

公司配套储备高端产能，公司控股子公司普诺威积极布局封装基板制造产业，2022Q4 完成从传统封装基板向先进封装基板转型，SiP 封装事业部产线通产，珠海崇达二期工厂仍在建设中，定位高多层板及 HDI 板等高端板产品，预计将重点应用于通信、服务器、智能手机、电脑等领域。

风险提示：原材料提价侵蚀成本、下游需求不及预期、客户导入不及预期、PCB良率不及预期。

【医药：寿仙谷(603896.SH)】利润高速增长，多样化营销不断开拓渠道成长空间——公司信息更新报告-20230419

蔡明子（分析师）证书编号：S0790520070001 | 龙永茂（联系人）证书编号：S0790121070011

利润高速增长，提质增效盈利能力持续增强，维持“买入”评级

2023年4月18日，公司发布2022年报：公司实现营业收入8.29亿元，同比增长8.07%；归母净利润2.78亿元，同比增长38.32%；扣非净利润2.53亿元，同比增加27.39%。公司利润端实现高速增长。考虑到公司大力开拓渠道费用投入阶段性增加，我们下调2023-2024并新增2025年盈利预测，预计2023-2025年公司归母净利润分别为3.35（原3.45）、4.04（原4.48）、4.87亿元，当前股价对应PE分别为28.4、23.5、19.5倍，公司产品具备临床价值，未来拓展省外市场成长空间大，维持“买入”评级。

各渠道增长稳步向前，多样化营销不断开拓渠道成长空间

省内渠道：2022年公司浙江省内地区实现营收5.23亿元（+8.38%），销售占比63.91%（+0.46pct，较2021年底数据），毛利率85.23%（+0.68pct），随着公司不断开拓省内空白市场，我们预计省内销售仍将保持稳健增长。省外渠道：浙江省外地区2022年实现营收0.98亿元（+5.84%），销售占比11.95%（-0.2pct，较2021年底数据），未来省外经销商模式的顺利推进，有望带动收入实现快速增长。线上渠道：互联网业务2022年实现营收1.97亿元（+6.42%），销售占比24.14%（-0.26pct，较2021年底数据），公司产品优势明显，线上消费者有望维持较高的复购率。营销模式多样化，截至2022年底公司累计已签约加盟城市代理商14家，公司持续在全国品牌推广以及线上营销等方面进行积极探索。

产品具备种源、培育、加工核心闭环优势，为公司走向全国奠定坚实基础

公司产品具备种源、培育、加工闭环核心优势，为产品的全国推广奠定良好基础。种源方面，公司自主选育九大自主知识产权优质种源，育种有效成分含量高，为公司铸造护城河。培育方面，公司通过仿野生有机栽培确保药材高品质，利用物联网技术实现种植全程追溯。加工方面，公司自主研发的超音速气流破壁技术显著提升产品安全性，独创去壁纯化技术提升有效成分含量8倍以上，专利保护期较长。

风险提示：省外推广不及预期，中药板块政策落地不及预期等。

【机械：宇环数控(002903.SZ)】业绩周期性磨底，看好高端精密磨床国产替代——公司信息更新报告-20230419

孟鹏飞（分析师）证书编号：S0790522060001 | 熊亚威（分析师）证书编号：S0790522080004

业绩周期性磨底，看好高端精密磨床自主可控

公司2023年Q1营业收入0.92亿元，同比下降25.64%；归母净利0.2亿元，同比下降24.94%。公司主要下游领域为消费电子，现阶段大客户包括捷普科技、绿点科技等苹果供应链企业，受苹果周期影响，业绩处于磨底阶段。但未来苹果新机型新工艺落地后，公司有望受益。此外，公司作为工业母机核心标的，核心零部件自制，高端精密磨床、五轴联动抛光机技术壁垒高企，有望受益国产替代及自主可控趋势；汽车第二增长曲线发展稳健，碳化硅设备验证有序进行，营收及利润率情况有望迎来进一步修复。因此，我们维持盈利预测，预计2023-2025年公司营收6.21/9.66/15.71亿元；归母净利润1.12/1.76/3.0亿元；对应EPS0.73/1.16/1.97元；当前股价对应PE为36.7/23.3/13.7倍，维持“买入”评级。

盈利能力修复，研发投入增大巩固竞争优势

公司2023年Q1实现毛利率51.27%，同比提升7%；净利率19.58%，同比降低1%，但较2022年全年提高4.99%；盈利能力修复明显。公司持续加大研发投入，2023年Q1研发费用同比增长104.42%，研发费用占比达8.37%。

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

根据 2022 年年报披露，公司研发费用主要应用于高精度数控磨床、碳化硅抛磨设备等领域。有望巩固国内数控磨床隐形冠军的优势地位，充分发挥产品技术壁垒及国产替代优势，持续受益供应链产业链自主可控。

关注苹果周期性需求，持续看好公司高端精密磨床国产替代

公司主要收入来源为消费电子设备，受苹果周期影响，业绩处于磨底阶段。但未来苹果新机型新工艺落地后，公司业绩有望迎来修复。公司的高精度数控磨床对标德、日优秀同行，可为装备制造、机械军工等具有高精度及表面质量要求的产品加工。碳化硅设备已进入到研发或技术指标验证阶段。未来有望乘高端设备国产替代东风，抓住 3C 行业设备换机周期及半导体设备风口，扩展产品应用领域，实现业绩增长。

风险提示：公司周期性修复不及预期、公司研发验证进度不及预期、相关地缘政治风险。

【食品饮料：嘉必优(688089.SH)】于波折中前进，待新产能释放——公司信息更新报告-20230419

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003 | 方勇（分析师）证书编号：S0790520100003

2022Q4 释放弹性，维持“买入”评级

2022 年营收 4.33 亿元，同比+23.44%；扣非前后归母净利润 6437 万元、3074 万元，同比-49.94%、-63.16%。2022Q4 单季营收 1.60 亿元，同比+58.28%；扣非前后归母净利润-1349 万元、-2419 万元，同比-148.83%、-263.79%。因短期粉剂产能仍需客户认证，我们下调 2023-2024 年归母净利润预测至 1.60、2.18 亿元（前次 1.83、2.46 亿元），新增 2025 年归母净利润预测 3.05 亿元，对应 EPS 预测 1.34、1.82、2.54 元，当前股价对应 28.3、20.9、14.9 倍 PE，新国标订单已经落地，有望持续爬坡进入放量阶段，维持“买入”评级。

国际收入占比提升，新国标订单开始放量

(1) 分业务看：全年 ARA 营收+15.21%，其中销量增 18.33%、吨价降 2.6%、毛利率微降 0.5pct，新国标订单于 2022Q3 逐渐起量、国际客户增量等贡献明显。DHA 营收+14.06%，其中销量增 31.7%、吨价降 13.4%、毛利率降 8.8pct，主因新国标起量以及新增客户；SA 收入-38.21%，吨价降 1.2%、毛利率略升 0.8pct，受童奶粉影响下降明显。动物营养 0.21 亿、毛利率较低。(2) 分市场看：国内收入同比增 2.56%。国外收入同比增 36.42%，主因新订单及新莱特恢复。

净利率下滑主因资产减值影响

2022 年净利率同比降 23.2pct，其中毛利率同比降 7.93pct，主因 DHA 毛利率下降、SA 占比下滑、动物营养占比提升。销售费用率同比+0.69pct、主因新业务开发费用增长。管理费用率同比+2.14pct、主因股份支付；研发费用率同比-1.36pct、总额维持平稳。

节奏虽有波动，但方向确定，弹性可期

公司老工厂发酵和粉剂产能仍处于满产状态、订单饱和，新的粉剂产能仍需待大客户认证、有待释放，叠加国际市场收入确认节奏回归正常，订单规模有望爬升，总体来看节奏或有波动，但放量趋势仍较确定。

风险提示：出生率持续下滑风险，技术不确定性风险，市场竞争风险

【机械：华中数控(300161.SZ)】业绩超预期，持续引领中国数控系统高端升级——公司信息更新报告-20230419

孟鹏飞（分析师）证书编号：S0790522060001 | 熊亚威（分析师）证书编号：S0790522080004

业绩超预期，长期看好公司在高端数控系统市场份额提升

据 2022 年年报，公司实现营业收入 16.6 亿元，同比+1.81%，归母净利润 1680 万元，同比-46.2%。业绩超预期。我们维持 2023-2024 年并新增 2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年实现归母净利润 0.83/2.14/3.26 亿元，EPS

为 0.42/1.08/1.64 元，当前股价对应 PE 为 96.3/37.4/24.6 倍。公司是国产高端数控系统龙头，以数控系统技术为核心推动三大主业增长，在高端数控系统市场持续推进国产替代，市占率稳步提升。维持“买入”评级。

产品结构高端升级明显，重磅产品华中 9 型数控系统助力中国机床弯道超车

高端数控系统是高端数控机床的灵魂，技术壁垒、战略意义与市场价值高。2022 年公司的数控系统业务实现收入 7.07 亿元，同比减少 15.79%，但毛利率同比提升 3.9pcts 达到 35.9%，产品结构高端化趋势明显，公司在国内高端数控系统市场的占有率提升。当前全世界范围内的数控机床都尚未完成真正的智能化，AI 与数控机床的深度融合将为机床产业带来重大变革与机遇。公司的华中 9 型数控系统与新一代人工智能技术和 AI 芯片技术融合，是世界首台具备自主学习、自主优化补偿能力的智能数控系统，实现了重大突破。以华中 9 型为平台，公司与秦川机床、宝鸡机床、江西佳时特等多家企业一同开发主要应用于航空航天领域的高端智能机床，带领中国机床行业逐步实现从“跟跑”到“领跑”的弯道超车。

定增项目聚焦高端数控系统研发，助力公司数控系统市场份额再提升

2023 年 3 月公司发布定增预案，控股股东卓尔制造为发行对象之一，拟投资 5.1 亿元建设“五轴数控系统及伺服电机关键技术研发与产业化”项目，拟投资 2.8 亿元建设工业机器人技术升级和产业化基地建设项目。控股股东股权份额提升有助于推动机制变革，定向开发高端数控系统产品，有助于获得政策层面更大程度的支持，加速推进高端产品放量，持续提升高端数控系统市占率。

【医药：振德医疗(603301.SH)】渠道品牌建设+产品产能升级助力企业长足发展——公司首次覆盖报告-20230419

蔡明子（分析师）证书编号：S0790520070001 | 司乐致（联系人）证书编号：S0790121120016

感控/敷料等赛道内扩外延助力企业长足发展，首次覆盖，给予“买入”评级

公司不断提升品牌力，打造销售尖兵，构建渠道优势，对内品类扩增和产能扩张，对外并购重组助力产品升级和发挥协同效应，已形成成熟的手术感控、造口和现代伤口护理、基础伤口护理、压力固定和感染防护 5 大业务板块，考虑诊疗复苏、个护意识提升和感染防护产品需求常规化，我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 7.06/7.51/8.92 亿元，EPS 分别为 2.65/2.82/3.35 元，当前股价对应 P/E 分别为 13.6/12.8/10.8 倍，具备估值性价比和安全空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

国内诊疗复苏助推公司医疗端产品放量，产品协同助力业务横向发力

诊疗复苏和医疗健康升级有望带动公司院端产品恢复性增长，公司现已覆盖医院超 6300 家，其中三甲医院超 950 家，各业务板块院内品牌协同效应逐渐显现。手术感控：据 CMI 机构统计，2026 年全球市场规模有望达 37 亿美元，其中一次性和定制化确定性大方向，定制化手术包届时市场有望达 213 亿美元，公司此业务收入从 2018 年 3.9 亿元达到 2021 年 15.5 亿元（CAGR58%）；伤口护理：2022 年全球市场规模为 137 亿美元，其中高端占比 54%，国内伤口护理为百亿市场，但高端占比不足两成，渗透率提升空间较大，公司基础和现代伤口护理业务有望通过渠道协同、产品升级、品类扩增和质量与成本优势抢占更大市场份额。压力固定：国内有静脉曲张和血栓预防需求的患者较多，静脉曲张袜和抗血栓梯度压力带市场虽分散但空间可期。感染防护：疫后将回归常态化需求，业绩短期承压，长期依然为稳定现金牛业务。

后疫情时代个护意识加强，消费健康端有望借品牌和渠道实现销售共振

后疫情时代随个人家庭健康护理意识增强，及国内老龄化加深保健护理需求释放，公司家庭健康产品有望借品牌和渠道力迎来销售共振。渠道方面：百强连锁药店覆盖率超 97%，共计门店 10 万余家，商超便利店超 1.5 万家；品牌方面：公司荣获 2022 年度中国创新品牌 500 强和 2021-2022 年度西鼎奖医药零售市场畅销品牌。

国外市场 OEM 起家，技术能力、产品质量和优质服务广受认可

公司凭多年敷料等产品 OEM 经验，不断积累技术生产工艺、提升研发能力、建立客户粘性，现已通过高质量产品、快速响应和优质服务获得 70 多个国家和地区客户认可，其中老产品客户粘性 & 需求稳定性较强，新产品业绩弹性值得期待。

风险提示：公司新产品推广不及预期，贸易争端影响海外订单。

【电力设备与新能源：平高电气(600312.SH)】高压开关龙头全面布局，迎特高压建设再上新台阶——公司首次覆盖报告-20230419

殷晟路（分析师）证书编号：S0790522080001 | 周磊（联系人）证书编号：S0790122090010

高压开关行业龙头，有望高度受益于电网投资加速

平高电气是电网开关及电站成套设备龙头企业，核心业务为高压开关、配电网开关、国内外电力工程总承包和开关产品运维检修。2001 年 2 月于上交所主板上市，2021 年 9 月划入中国电气装备集团再出发。公司各电压等级产品竞争优势突出，高度受益于电网投资加速，同时公司精益化管理效果显著，我们预计公司 2022-2024 年营业收入为 92.74、109.87、141.14 亿元，归母净利润为 2.12、4.68、8.15 亿元，EPS 为 0.16、0.34、0.60 元/股。对应当前股价 PE 为 69.1、31.3、18.0 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

特高压建设提速，特高压 GIS 产品迎来量利齐升

围绕中西部清洁能源跨区消纳和东南沿海保供电的需求，2023-2025 年电网投资尤其是特高压建设将迎来高峰期。平高电气作为特高压 GIS 龙头企业，拥有一批完全自主知识产权的高端产品，核心竞争力突出。公司中标规模和产品市占率行业领先，1000kV 特高压交流 GIS 设备的市占率约 46%，超高压市场占有率约 50%，竞争格局稳定。公司坚持走精益管理路线，主要产品毛利率均有所提升，我们预计公司高压板块可以实现量利齐升。

海外市场持续开拓，配网开关和运维板块稳定增长

伴随防疫政策优化和“一带一路”建设，公司国际业务市场空间将大幅扩大，实现扭亏为盈，未来增长确定性高。以新能源为主体的新型电力系统构建，推动配网升级，公司配网业务有望迎来加速成长。公司运维服务已成为高压开关运维检修领域第一品牌，与多家省级电力公司及多家能源公司签订检修战略合作协议，主营业务中该板块毛利率位居首位，预计持续稳定增长。

风险提示：电网投资不及预期、特高压建设不及预期、宏观及政策风险、海外投资环境变化风险、市场竞争风险、财务及汇率风险。

【计算机：海光信息(688041.SH)】产品不断迭代升级，受益于国内 AI 算力需求增加——公司信息更新报告-20230419

陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001 | 刘逍遥（分析师）证书编号：S0790520090001

高度看好公司长期发展，维持“买入”评级

考虑研发投入加大，我们下调公司 2023-2024 年归母净利润预测为 12.59、17.70 亿元（原预测为 13.23、19.33 亿元），新增 2025 年预测为 24.26 亿元，EPS 为 0.54、0.76、1.04 元/股，当前股价对应 PE 分别为 152.5、108.5、79.2 倍，考虑公司在国产 CPU 领域的领先及稀缺地位，维持“买入”评级。

业绩符合预期，期间费用率显著降低

(1) 公司发布 2022 年年报，全年实现营业收入 51.25 亿元，同比增长 121.83%；实现归母净利润 8.04 亿元，同比增长 145.65%。(2) 全年公司销售毛利率为 52.42%，同比下降 3.53 个百分点，主要由于晶圆原材料成本及封装测试成本上涨所致。公司销售费用率、管理费用率分别为 1.58% 和 2.63%，同比下降 0.67 和 1.28 个百分点。公司研发总投入为 20.67 亿元，资本化率为 31.61%，同比下降 21.42 个百分点。

成功推出海光三号，在电信、金融等行业信创领域市占率领先

2022年，公司成功推出CPU产品海光三号，与在售的海光二号，广泛应用于电信、金融、互联网、教育、交通等重要行业或领域，在行业信创取得不错的市场份额。目前，下一代CPU产品海光四号、海光五号研发进展顺利，后续有望在性能方面实现更大的提升。

DCU产品软硬件生态丰富，有望受益于AIGC发展带来的算力需求增加

海光DCU系列产品兼容国际主流商业计算软件和人工智能软件，软硬件生态丰富，DCU产品深算一号在2022年度实现了在大数据处理、人工智能、商业计算等领域的商业化应用，同时深算二号、深算三号研发进展顺利。公司DCU产品的性能优异，在国内处于领先水平，有望高度受益于国内AIGC发展带来算力需求的迅速增加。

风险提示：客户集中度较高风险、无法继续使用授权技术或核心技术积累不足的风险、市场竞争风险。

【轻工：明月镜片(301101.SZ)】2022年业绩增速靓丽，继续看好离焦镜的高成长性——公司信息更新报告-20230419

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002 | 周嘉乐（分析师）证书编号：S0790522030002

2022年业绩增速靓丽，继续看好离焦镜的高成长性，维持“买入”评级

2022年营收6.23亿元/+8.25%，归母净利1.36亿元/+65.89%，扣非归母净利0.93亿元/+24.45%，收入增长稳健，业绩增速靓丽，非经常性损益主要为理财收益、政府补助等。2022Q4营收1.68亿元/+1.62%，归母净利0.49亿元/+78.44%，扣非归母净利0.27亿元/+26.71%，单季收入增速放缓主要系疫情冲击。业绩符合预期，微调2023-2024年盈利预测，新增2025年盈利预测，预计2023-2025年归母净利1.65/2.06/2.58亿元（2023-2024年原为1.60/2.00亿元），对应EPS为1.23/1.54/1.92元，当前股价对应PE为46.4/37.0/29.7倍，公司离焦镜产品SKU丰富且性价比较高，看好2023年离焦镜持续快速放量，维持“买入”评级。

近视防控产品高速增长，预计疫情下传统镜片业务略下滑

2022年公司镜片收入4.78亿元/+5.63%，其中“轻松控”系列产品全年销售额7857.04万元/+170.56%，近视防控产品高速增长，我们预计收入占比提升明显，考虑到疫情对线下终端冲击，我们预计传统镜片收入略有下滑。2022年原料/成镜/镜架收入分别为0.89/0.49/0.03亿元，分别同比+44.93%/-12.63%/-8.05%，原料增速较高源自疫情下国内同行采购公司原料增加。

控费能力优秀，净利率同比提升且预计仍有向上空间

2022年毛利率为53.97%/-0.71pct，下滑主要系原料业务占比提升但毛利率跌幅较大（-7.65pct），2022Q4毛利率53.40%/+3.37pct。公司费用管控良好，销售/管理费用率均下降明显，2022年期间费用率为30.75%/-5.07pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为16.20%/11.28%/3.59%/-0.32%，分别同比-3.19pct/-2.04pct/+0.49pct/-0.33pct，研发费用率提升主因公司不断扩充离焦镜SKU等。2022年净利率为21.86%/+7.59pct，扣非净利率为14.87%/+1.93pct，2022Q4净利率为29.08%/+12.52pct，扣非净利率为15.88%/+3.14pct，盈利能力持续改善，预计2023年在高盈利能力的离焦镜快速放量下，公司整体盈利水平仍能继续向上。

风险提示：渠道拓展不及预期，离焦镜行业竞争加剧，原材料价格波动。

【社服：米奥会展(300795.SZ)】数字化赋能展会强劲恢复，规模效应显现——公司信息更新报告-20230419

初敏（分析师）证书编号：S0790522080008

双线双展模式助力线下自办展业务修复，Q4创成立以来最佳季度收益

公司公告，2022年公司实现营收3.48亿元/yoy+91.8%，归母净利润5038.5万元/yoy+187.4%，扣非归母净利3594.23万元/yoy+167.14%（超预告上限），非经常损益系深圳华富因疫情未实现业绩对赌对应返还投资金额。

2022Q4 实现营收 2.1 亿元/yoy+143.11%，归母净利润 6317.24 万元/yoy+479.94%/相比 2019 年同期增长 58.7%，自成立以来最佳季度收益。Q4 合同负债 7244 万元/2019 年同期为 1600 万元，企业参展热情高，叠加政策支持+区域经济红利，我们上调 2023-2024 年盈利预测并新增 2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润 1.7/2.4/3.2 亿元（2023/2024 年前值为 1.5/2.3），yoy+239.4%/+40.2%/33.9%，对应 EPS1.69/2.37/3.18 元，当前股价对应 PE 为 32.7/23.4/17.4 倍，维持“买入”评级。

网展贸 Max/网展贸 Meta 构贸数字化服务矩阵，规模效应显现盈利能力提升

全年举办双线双展 17 场，展位数 6562 个，举办 18 场数字展览，服务 4700 余个展商。分展览类型：2022 年公司线下自办展/数字展/代理展分别实现营收 2.55/0.9/0.03 亿元，占比分别为 73.29%/25.76%/0.95%。盈利能力：2022 年全年毛利率为 49.34%/yoy-7.4pct，净利率 14.68%/+47.38pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为 24.8%/10.2%/4.5%/-2.5%，yoy-26.7pct/-15.2pct/-8.48pct/+0.04pct，研发支出减少系研发费用前置投放，2022 年销售团队进一步扩充，增加 50 人左右达 391 人，为公司后续开拓业务保驾护航。Q4 单季毛利率为 53.72%，净利率 33.3%，剔除非常损益折算净利率为 26%，较 2019 年同期提升 4.96/1.74pct。

深耕“一带一路”和 RCEP 区域国家，持续推进专业展和外延并购

中纺自 2022 年 3 月收购至年末实现净利润 605.6 万元，预计将继续裂变扩大规模，全年收购的深圳华富扣非后净利润-264.61 万元，低于承诺值 477.56 万元，系计划举办的 6 场展会无法按期举行，随着国内会展复苏，业绩弹性较大。2023 年公司综合展全面升级成 8 大专业展，办展规模化和专业化水平持续提高，对采购商和参展商吸引力增强，2023 年公司预计举办 20 场线下自办展会，展位销量有望大幅增长，并在区域上进行拓展，进入 RCEP 美国、德国等区域国家市场。

风险提示：疫情反复、国内企业出展率不及预期、收并购不及预期。

【纺织服装:太平鸟(603877.SH)】2022 年库存及库龄改善,2023Q1 盈利向好——公司信息更新报告-20230419

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002 | 周嘉乐（分析师）证书编号：S0790522030002

疫情客流下滑导致全年业绩承压，2023Q1 盈利向好，维持“买入”评级

2022 年公司收入 86.02 亿元（-21.24%），归母/扣非净利润 1.85 亿元（-72.73%）、-0.27 亿元（-105.16%），非经常性项目政府补助 2.30 亿元、投资收益 0.45 亿元。2023Q1 在控费&调整零售折率下扣非及扣非增速转正，进入 4 月后零售流水同比持平，同店双位数增长，我们上调 2023-2024 年并新增 2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润为 7.0/8.7/11.3 亿元（此前 2023-2024 年为 5.9/7.4 亿元），对应 EPS 分别为 1.5/1.8/2.4 元，当前股价对应 PE 分别为 15.3/12.3/9.5 倍，2022 年 12 月启动组织变革从事事业部制转向职能大部制包括产品&零售&供应链管理三大业务中心，随着消费复苏，预计 2023 年发挥集中管控优势，渠道优化、库存管控及商品企划改善成效渐显，同时继续降本控费，维持“买入”评级。

品牌端：男装及童装体现韧性，期待改革后 2023 年冬季产品改善

2022 年女装/男装/乐町/MiniPeace 分别收入 32.7/29.2/10.0/11.0 亿元，同减 27.0%/13.3%/28.3%/13.9%，占比 38.4%/34.3%/11.8%/12.9%，男装及童装跌幅弱于较女装及乐町，体现男装及童装赛道韧性。

渠道端：线上销售占比持续提升，线下经营和拓店承压，静待 2023 年回暖

2022 年线上收入 27.32 亿元（-18.8%），占比 32.0%，占比+0.97pct。线下收入 57.96 亿元（-22.37%），其中直营/加盟收入 34.19/23.78 亿元，同降 25.9%/16.7%，占比 59%/41%（+3pct），直营同店下降 19.3%。门店数量，2022 年净闭 543 家至 4671 家，直营/加盟分别净闭 189/354 至 1427/3244 家，直营：加盟=1:2.3，2023 年预计继续优化渠道，直营规划净闭店 100-200 家，加盟规划净拓 200 家。

折扣加深及负经营杠杆拖累全年净利率下滑 1.4pct，营运能力维持良好状态

盈利能力：2022年毛利率48.2% (-4.7pct)，线上/直营/加盟毛利率分别同比-2.6/-2.3/-7.9pct，加盟毛利率下降较大主要系加大过季老货库存清理力度。2022年销售/管理/财务/研发费用率分别为36.81%/7.28%/0.80%/1.37%，同比+0.65/+0.79/+0.18/-0.02pct，净利率2.15% (-4.1pct)。营运能力：2022年底存货21.3亿元，同比-16.4%，且存货结构改善，截至2022年底一年以内货品占比+6pct至75%，存货周转天数189天 (+21天)；应收账款周转天数24天 (+1天)。

风险提示：线下零售复苏不及预期、渠道优化不及预期。

【纺织服装：361度(01361.HK)】2023Q1高基数下流水亮眼，渠道净开趋势持续——港股公司信息更新报告-20230419

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002 | 周嘉乐（分析师）证书编号：S0790522030002

2023Q1高基数下流水亮眼，渠道净开趋势持续，维持“买入”评级

2023Q1 361°成人线下流水低双增长、361°童装线下流水20-25%增长、电商流水35%增长，测算整体流水增长接近20%。2023Q1流水增速处行业头部，经营指标稳健，我们维持2023-2025年盈利预测，预测净利润分别为9.1/10.8/12.7亿元（此前为8.7/9.9/11.2亿元），对应EPS为0.4/0.5/0.6元，当前股价对应PE为8.4/7.1/6.0倍，公司不断打磨产品改革渠道并积累品牌力，预计2023年9月杭州亚运会催化下品牌曝光度有所提升进一步带动品牌焕新，继续维持“买入”评级。

2023Q1库存及折扣维持良好，渠道维持净开趋势

相对高基数下2023Q1表现亮眼（2022Q1成人线下/儿童线下/电商分别增长高双/20-25%/50%，整体2022Q1为最高基数），2023Q1新品售罄率75-80%体现产品捕捉消费需求，库存大约5倍保持良性，折扣大约7-7.2折，预计随消费复苏库销比有望回落至4-4.5区间、折扣有望恢复至7.5折的疫情前水平。2023Q1大装净增门店约20个，童装净增门店约60个，渠道净开趋势维持，预计关小店开大店及购物中心占比提升的渠道优化趋势持续。

订货会表现亮眼充分反应经销商信心，随消费复苏快反有望提高业绩弹性

361°主品牌不断聚焦功能性积累产品，鞋类销售中约50%为跑鞋，10%为篮球鞋，跑步品类中雨屏跑鞋销售占比9%、高端产品销售占比7%、飞字系列占比5%、海外线跑鞋占比2%。2023冬季订货会表现亮眼，量价齐升其中以量增为主驱动，且2023Q1经销拿货折扣从37%提升至38%，反应加盟商对新品及品牌的信心充分。此外，公司2022年快反比例预计仍有5%，预计随消费信心改善及消费能力提升，快反部分有望提升公司业绩弹性。

风险提示：消费者信心恢复不及预期、产品升级和渠道优化不达预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn