

## 东吴证券晨会纪要

## 东吴证券晨会纪要 2023-04-21

## 宏观策略

2023年04月21日

## 宏观点评 20230419: 第一季度财政“加力提效”的成果如何?

观点: 第一季度经济增长达到 4.5%, 财政的发力可能功不可没。一方面, 财政支出靠前发力明显, 为近 4 年最快, 外加与 2022 年同期相当的专项债发行, 体现出积极财政政策的加力; 另一方面, 第一季度的财政收入并不突出, 即使剔除扰动因素, 3% 的同比增速低于名义 GDP 增速(4.97%) 近 2 个百分点, 缺口仅次于 2020 年同期。展望第二季度, 我们认为财政收支之间的增速差会收窄、甚至逆转: 4.5% 的“答卷”可能使得财政的力度会有所放缓, 此外财政收入相对于支出存在更大的基数效应。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 20230420: 云南开启平台整合, 有望重铸城投市场信心

事件: 2023 年 2 月, 云南楚雄州财政局出台管理办法, 支持银行等金融机构稳步推进国有资产股权划转整合, 将县属国企集团 51% 以上股权无偿划转至州属两大集团公司, 开启了区域性资产上划和平台整合的崭新篇章。观点: 省市级平台整合未来可期, 有望重振市场信心: 1) 由于云南城投债务主要集中于省级和昆明市级平台, 未来高层级平台或能沿用云南康旅的债务处置思路进行平台资源整合, 助力云南加速化解隐债。2) 目前仍需观望州县整合的落地效果并等候“康旅模式”推行, 可适时配置省级及昆明等较优市县的中短久期高等级债, 弱区域弱平台还需谨慎下沉。风险提示: 平台整合进度不及预期; 债市异常波动; 数据口径误差。

## 固收点评 20230420: 模拟芯片产业可转债标的知多少? ——转债捕手系列(三)

观点: 模拟芯片是连接真实世界和数字世界的桥梁, 是电子系统重要的组成部分, 在半导体分类中归属“半导体—集成电路—模拟芯片”分级。模拟芯片行业发展三重逻辑: “复苏+增量需求+政策支持”。盈利预测和投资评级: 模拟芯片产业存续可转债盘点如下: (1) 韦尔转债: 截至 2023/4/19, 韦尔转债收盘价 117.61 元, 其中平价仅 63.50 元, 转股溢价率 85%, 弹性有限。结合正股基本面, 我们认为韦尔股份在计提大量存货减值后, 伴随新品迭代放量 and 下游需求循“复苏+增量”逻辑增加, 韦尔股份有望在 2023 年实现业绩扭转, 迎来右侧交易机会。平价随正股逐步上涨过程, 溢价空间有望得到消化, 投资者可选择合意弹性时点参与配置。(2) 芯海转债: 芯海转债事实上为小盘、优正股标的, 结合其弱交易属性、强“安全垫”、溢价“被动变化”的特征, 芯海转债较适合风险中性或风险厌恶型投资者配置。截至 2023/4/19, 收盘价 124.99 元, 转股溢价率 50.35%, 溢价有伴随平价抬升进一步压缩的空间, 同样建议等待右侧交易机会配置。(3) 雅创电子: 拟发行可转债 3 月进入证监会受理环节, 预计今年年底有望成功发行并进入申购环节。结合其“分销+自

研 IC”深耕汽车电子赛道的正股属性，建议积极申购。风险提示：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，政策利好信号不及预期风险。

## 行业

### 汽车行业点评报告：特斯拉单季度交付再创新高，官指下调单车净利短期承压

观点：我们预计，2023年全年国内新能源汽车批发口径销量有望达到894万辆，对应渗透率36.8%。2023年国内乘用车整体产批量有望达到2430万辆，分别同比+3.6%/+5.0%，其中新能源汽车批发销量为894万辆，同比+37.9%，批发口径新能源汽车渗透率为36.8%；交强险零售销量1980万辆，同比+0.2%，其中新能源汽车零售销量760万辆，同比+44.4%，零售口径渗透率达到38.4%。投资建议：乘用车板块价格战正在进行时。投资层面，短期（1年内）视角板块仍需消化价格战。长期（1-2年以上）视角依然对【自主品牌全球崛起】充满信心【比亚迪/理想汽车/长城汽车/吉利汽车/蔚来/小鹏/长安汽车/上汽集团/广汽集团】等。零部件板块：基本是与乘用车【一荣俱荣，一损俱损】。短期（1年内）视角优选业绩与国内乘用车价格战相关度较低的品种【中国汽研/岱美股份/爱柯迪】等。中长期（1-2年以上）视角建议核心围绕“具备出海综合优势”布局优质零部件品种（福耀玻璃/拓普集团/旭升集团/文灿股份/爱柯迪/新泉股份/岱美股份/继峰股份/德赛西威/华阳集团/伯特利/星宇股份等）。风险提示：芯片短缺影响超预期；乘用车价格战超出预期。

### 食品饮料行业点评报告：量贩零食门店草根调研反馈：门店前端管理差别大，产品存区域分化

观点：量贩零食店方兴未艾，区域分化较大。量贩零食店以高性价比、小包装吸引消费者，转化率高。区别于传统BC超，量贩零食店专营零食品类，需求清晰，转化率高。其区域发展差异明显，全国化潜力巨大。国内量贩零食店目前主要分布在南方地区，尤其以湖南、江西、四川省等发展最快。区域分化较大，北方空白区域较多，这与各地的消费习惯相关。从格局看，量贩零食业态较发达的地区通常呈现“一强”格局，量贩零食品牌会在当地完成加密布局后再进行异地扩张。在我们草根调研中发现，门店前端管理水平参差不齐，我们认为未来门店管理和供应链能力强的公司份额有望提升。由于各地口味偏好不同，产品力强的公司或更为受益。我们认为，品类矩阵丰富的公司和产品力强的公司会更为受益。风险提示：食品安全事件；量贩零食门店扩张不及预期风险；渠道人流下滑风险。

### 传媒行业+公司首次覆盖：AI开启应用领域新纪元

观点：万兴科技：国产数字创意软件头部企业，收入主要来自于海外，旗下视频编辑软件、PDF软件、思维导图软件均已具备AI能力，公司积极拥抱技术，基本面扎实，我们看好公司在该领域的竞争优势，首次覆盖，给予“买入”评级。美图公司：公司聚焦影像赛道，旗下产品包括美图秀秀、Wink等。公司深耕AI领域多年，图片视频类产品与AIGC高度结合，商业模式落地清晰，已推出AI头像、AI绘画等产品，有望推动付费率提升，我们看好公司在该领域的竞争优势，首次覆盖，给予“买入”评级。利欧股份：公司持续推动人工智能、大数据、区块链这些创新技术在数字营销领域的应用。利欧数字宣布成为百度文心一言

(英文名: ERNIE Bot) 首批生态合作伙伴。近期, 利欧数字正在推进 AIGC 产品小组的内部测试。我们看好公司在营销领域的竞争优势, 首次覆盖, 给予“买入”评级。 三人行: 公司以校园媒体业务起家, 自转型发力数字营销以来, 不断挖潜存量客户价值、拓展汽车行业客户, 业绩高速增长。公司与科大讯飞强强联手, 结合讯飞技术及三人行在营销行业的资源及经验, 共同探索智能营销, 看好 AI 赋能广告营销效率, 首次覆盖, 给予“买入”评级。 光云科技: AI 将为电商行业带来新的投资机会, 光云科技具备先发优势, 预计未来电商 SaaS 业务将成为公司主要增长动能, 首次覆盖, 给予“买入”评级。 值得买: 公司以消费内容为核, 2022, MGC 占平台内容比例达 20.31%。平台的技术实力、数据和内容的丰富度是重要的竞争元素, AI 赋能内容生成效率, 有望显著提升内容产能, 吸引及运营更多用户。我们看好公司 AI 加持下内容产能提升, 首次覆盖, 给予“买入”评级。 风险提示: AI 相关技术/应用发展不完善、AI 基础设施不及预期、AI 伦理风险。

**环保行业点评报告: 浙江省发布排污权有偿使用和交易管理办法, 持续推荐环保三大成长主线**

事件: 国家能源局《2023 年能源工作指导意见》积极推动能源消费侧转型。国家能源局发布关于印发《2023 年能源工作指导意见》(以下简称《意见》)的通知。《意见》指出, 积极推动能源消费侧转型。 重点推荐: 美埃科技, 凯美特气, 国林科技, 景津装备, 三联虹普, 赛恩斯, 新奥股份, 天壕环境, 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: 盛剑环境, 华特气体, ST 龙净, 再升科技, 金科环境, 卓越新能。 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

**推荐个股及其他点评**

**爱博医疗 (688050): 2022 年报及 23 年一季报点评: 人工晶体及 OK 镜恢复高增长, 新产品进入收获期**

事件: 2022 年实现收入 5.79 亿元 (+33.81%, 表示同比增速, 下同), 归母净利润 2.33 亿元 (+35.81%), 扣非归母净利润 2.08 亿元 (+38.84%)。22Q4 收入 1.38 亿 (+27.74%), 归母净利润 0.34 亿 (+8.60%), 扣非归母净利润 0.26 亿 (+0.62%), 疫情影响四季度人工晶体及 OK 镜验配, 2022 年业绩符合我们预期。 盈利预测与投资评级: 考虑到公司优势产品已恢复增长, 新产品进入收获期, 我们将 2023-2024 年的归母净利润由 3.40/4.75 亿元, 调整为 3.35/4.74 亿元, 预计 2025 年归母净利润为 6.59 亿元, 当前市值对应 2023-2025 年 PE 分别为 68/48/35 倍, 维持“买入”评级。 风险提示: 终端恢复不及预期, 行业竞争加剧, 集采降幅超预期风险等

**华阳集团 (002906): 2022 年/2023 年 Q1 业绩点评: 汽车电子+精密压铸双轮驱动, 产品&客户结构持续优化**

事件: 公司公布 2022 年年报及 2023 年一季报, 2022 年业绩符合我们预期, 2023 年 Q1 业绩略低于我们预期。2022 年实现营收 56.38 亿元, 同比+25.61%; 实现归母净利润 3.8 亿元, 同比+27.40%; 实现扣非归母净利润 3.56 亿元, 同比+37.27%。 盈利预测与投资评级: 考虑到下游乘用车需求可能不及预期以及价格战对供应链的传导, 我们将公司 2023-2024 年营收从 77.9/100.6 亿元下调至 72.3/92.5 亿元, 2025 年为

112.2 亿元，同比分别+28%/+28%/+21%，归母净利润从 6.0/8.4 亿元下调至 5.2/7.2 亿元，2025 年为 9.7 亿元，同比分别+37%/+38%/+35%，对应 PE 为 28/21/15 倍，维持“买入”评级。风险提示：全球疫情控制低于预期；行业缺芯情况持续时间超出预期。

**统联精密 (688210): 2022 年报点评: 业绩符合预期, 新业务快速增长**

事件: 公司 2022 年营收 5.1 亿元, yoy+43.5%; 归母净利润 0.94 亿元, yoy+98.9%; 扣非归母净利润 0.72 亿元, yoy+73.7%; 毛利率/销售净利率为 42.3%/18.8%, 经营性现金流净额 1.3 亿元, 同比增长 64.9%。盈利预测与投资评级: 考虑到新产品及客户拓展进度及费用影响, 我们调整公司 23/24 年盈利预测, 预测公司 2023-2025 年归母净利润分别为 1.4/2.2/3.1 亿元。风险提示: 大客户订单不及预期; 新建产能投产不及预期。

**蓝色光标 (300058): 2022 年报&2023Q1 季报点评: 商誉减值压力落地, 全力拥抱 “All in AI” 战略**

事件: 公司 2022 年实现营收 366.83 亿元, 同比下降 8.47%; 归母净利润实现-21.75 亿元, 同比下降 516.85%; 扣非净利润实现-18.99 亿元, 同比下降 389.64%。23Q1, 公司实现营收 97.74 亿元, 同比提升 25.6%; 归母净利润实现 1.49 亿元, 同比提升 355.1%。盈利预测与投资评级: 蓝色光标在广告营销领域身处龙头地位, AIGC 将大大提升搜索体验, 颠覆搜索引擎广告模式, 带来流量格局及代理格局重塑的机遇, 公司已和微软广告合作提前卡位新广告生态, 有望率先受益, 我们将 23-24 年归母净利润从 5.09/5.83 亿元上调至 6.86/8.41 亿元, 预计 25 年归母净利润实现 9.9 亿元, 对应 23-25 年 PE 为 32/26/22 倍, 给予“买入”评级。风险提示: 商誉减值风险, AI 技术及应用不及预期。

**山东黄金 (600547): 黄金龙头, 量价齐升**

观点: 最纯黄金龙头: 公司位于山东济南, 自成立至今近 20 年, 国有控股, 为 A+H 股上市企业。公司 2022 年黄金行业毛利占比 97%。为行业最高。公司现形成了从勘探到黄金产品深加工、销售于一体的完整产业链。盈利预测与投资评级: 我们预计公司 2023-2025 年收入为 512/563/604 亿元, 同比增长 1.76%/9.95%/7.39%; 归母净利润为 25/31/46 亿元, 同比增长为 98.26%/26.75%/45.53%, 对应 PE 分别为 48/38/26 倍。此处选取银泰黄金、湖南黄金为可比公司, 得出公司估值水平高于可比公司均值, 但考虑公司作为黄金最纯标的, 龙头地位巩固且具备高涨价弹性与成长性; 因此首次覆盖, 给予公司“买入”评级。风险提示: 公司黄金产量不及预期; 金价波动; 美国流动性转向。

**中金黄金 (600489): 低估的黄金央企**

观点: 黄金唯一上市央企。中金黄金是国内黄金矿业唯一一家央企控股的矿业上市公司, 2021 年公司整体毛利率 11.49%, 黄金产品毛利率 6.8%, 矿山铜毛利率 55.95%。盈利预测与投资评级: 我们预计公司 2022-2024 年收入为 560/620/660 亿元, 同比增速为 0%/11%/6%; 归母净利润分别为 22/31/36 亿元, 同比增速分别为 27%/42%/19%。对应 PE 分别为 27/19/16x。此处我们选取山东黄金、湖南黄金、银泰黄金为可比公司, 得出 2023-2024 年 PE 均值为 28/21x; 公司估值低于可比公司均值。考虑黄金价格持续上行, 公司业绩弹性较大且估值较低, 故首次覆盖给予公司“买入”评级。风险提示: 项目推进不及预期; 黄金价格波动; 资产注入不及预期。

**三峡水利 (600116): 2022 年报点评: 业务版图日益清晰, 转型的阵痛和新业务的亮点并存**

事件: 公司公告 2022 年年报, 实现收入 110.93 亿元、增长 9.00%; 归母净利润 4.76 亿元、增长-44.95%; 扣非后增长-47.46%, 业绩符合预期。盈利预测与投资评级: 我们调整公司 2023-2024 归母净利 8.85/10.18 亿元(前值为 12.2/13.9 亿元), 新增 2025 归母净利 11.44 亿元, 对应 2023-2025EPS 为 0.46、0.53、0.60 元, 对应 PE 分别为 20/17/15 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 宏观经济下行使得终端工业用电需求减弱, 来水波动较大等。

**华致酒行 (300755): 2022 年报点评: 归母净利润符合预期, 关注疫后精品酒恢复弹性**

事件: 2023 年 4 月 19 日, 华致酒行发布 2022 年年度报告。公司 2022 年全年实现收入 87.08 亿元, 同比+16.7%; 归母净利润 3.66 亿元, 同比-45.8%基本符合预期; 扣非归母净利润 3.38 亿元, 同比-48.7%。其中 2022 年 Q4 收入为 12.28 亿元, 同比-17.5%; 归母净利润为 0.13 亿元, 同比-86.5%; 扣非归母净利润为-0.04 亿元, 同比-103.9%。盈利预测与投资评级: 公司是国内规模领先的酒类流通龙头, 精品酒经营能力领先。2023 年随着疫情的复苏, 公司精品酒业务有较大的复苏弹性。考虑到 Q1 酒类整体需求情况, 我们将 2023~24 年归母净利润从 7.3/9.9 亿元调整至 6.8/9.9 亿元, 预计 2025 年归母净利润为 11.2 亿元, 同比+85%/45%/14%, 维持“买入”评级。风险提示: 餐饮需求恢复不及预期, 定制酒及门店扩张不及预期等。

**九丰能源 (605090): 2023 年一季报点评: 清洁能源盈利稳定, 一主两翼格局布局完善**

事件: 公司发布 2023 年第一季度报告, 第一季度营业收入为 64.74 亿元, 同减 7.75%; 归母净利润 4.52 亿元, 同增 14.98%; 扣非归母净利润 4.49 亿元, 同增 15.36%。盈利预测与投资评级: 公司清洁能源主业稳定发展; 能源服务&特种气体纳入核心主业, 一主两翼格局打开成长空间。我们维持公司 2023-2025 年归母净利润 13.15/16.85/18.83 亿元, 对应 PE 为 11.2/8.7/7.8 倍(估值日期 2023/4/19), 维持“买入”评级。风险提示: 天然气价格剧烈波动, 氢能政策落地速度不及预期

**天奈科技 (688116): 22 年报&23 年一季报点评: 低端产品竞争加剧, 业绩低于市场预期**

事件: 公司年报符合预期、一季报低于预期。公司 22 年营收 18 亿元, 同增 40%, 归母净利 4 亿元, 同增 43%, 扣非净利 4 亿元, 同增 51%, 毛利率 35%, 同增 1.1pct; 其中 Q4 营收 4 亿元, 环减 20%; 归母净利 1 亿元, 环减 20%, 毛利率 37%, 环增 1.3pct, 与业绩快报基本一致, 符合市场预期; 23 年 Q1 营收 2.8 亿元, 同减 42%, 归母净利 0.4 亿元, 同减 60%, 扣非净利 0.3 亿元, 同减 66%, 毛利率 31%, 低于市场预期。盈利预测与投资评级: 由于市场竞争加剧, 我们下调公司 23-25 年归母净利润预测至 4.5/6.4/9 亿元(原 23-24 年预测 5.0/9.1 亿元), 同比+6%/42%/42%, 4 月 19 日收盘价对应 35/25/17xPE, 维持“买入”评级。风险提示: 1) 下游需求不及预期; 2) 产品竞争加剧; 3) 新技术进展不及预期。

**米奥会展 (300795): 全球会展第三极崛起, 聚焦一带一路和中国**

观点: 米奥会展: 一带一路自办展龙头, 服务中国制造出海。公司是 A 股唯一一家专注于会展主办的本土民营企业。公司聚焦一带一路, 服务

中国企业走出去，历经 20 多年打造了“自主产权、自主品牌、独立运营”的 Homelife 和 MachineX 双品牌展会。根据全球展览业协会数据，公司是中国出海自主办展的龙头，主要展会的规模在当地均名列前茅。盈利预测与投资评级：公司主要收入驱动来自于境外自办展，该业务有望在 2023 年迅速复苏，我们预计公司 2023-2025 年营业收入为 7.0/9.5/12.5 亿元，同比增长 102.0%/35.5%/30.6%。预计公司 2023-25 年归母净为 1.6/2.7/4.1 亿元，同比增长 218.7%/68.7%/51.3%，当前收盘价对应 3 年动态 PE 为 39/23/15 倍。相比检测、MRO 等 B 端服务业态，会展业具有更轻资产、更好的盈利能力及现金流的特点，且公司处于快速发展期，一带一路发展空间广阔，国内合作机会涌现，我们看好公司业绩充足的弹性与较强确定性，首次覆盖给予“买入”评级。风险提示：国际经济贸易波动，新冠疫情反复风险，行业竞争加剧客户拓展不及市场预期风险。

### 赛意信息 (300687): 铸魂系列二: 离散智能制造新星, “三级火箭”推动快速成长

观点: 从泛 ERP 到 MES, 从服务商到“产品+服务”, 赛意正在快速蜕变: 赛意信息做高端 ERP 实施起家, 2012 年进入智能制造领域, 大力投入自研产品, 2016-2021 年营收复合增速达 26%, 智能制造营收由 2017 年的 0.73 亿元快速跃升到 2021 年的 5.92 亿元, 年复合增速高达到 68%, 营收占比达到 31%。2021 年自研产品占到约 30%, 并在快速提升, 实现从服务商到“产品+服务”提供商的转变。我们认为赛意的快速成长主要由“三级火箭”推动。盈利预测与投资评级: 赛意信息是 A 股稀缺的离散制造企业信息化“产品+服务”提供商。智能制造业务乘行业东风, 有望持续高增, 泛 ERP 业务有望稳步增长。公司营收高增, 盈利质量提升, 我们认为公司有望成为离散制造龙头企业。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 2.52/3.41/4.58 亿元。首次覆盖, 给予“买入”评级。风险提示: 自研产品进度不及预期; 政策推进不及预期; 行业拓展进度不及预期。

### 科思股份 (300856): 2022 年年报点评: 盈利水平逐季提升, 激励营收高增目标彰显成长信心

事件: 2022 年营收同增 61.9%, 归母净利润同增 192.1%: 2022 年公司实现营收 17.6 亿元(同比+61.9%, 下同), 实现归母净利 3.9 亿元(+192.1%), 实现扣非归母净利 3.8 亿元(+229.3%)。公司归母净利增速位于预告中值偏上。2022Q4, 公司实现营收 5.2 亿元(+48.7%), 实现归母净利 1.3 亿元(+534.6%), 实现扣非归母净利 1.3 亿元(+670.6%)。盈利预测与投资评级: 公司是稀缺的化妆品原料全球龙头, 需求较为旺盛、新品类推出较快, 我们将公司 2023-24 年归母净利润从 4.77/6.04 亿元上调为 4.87/6.17 亿元, 分别同增 25%/27%, 预计 2025 年归母净利润为 7.79 亿元, 同增 26%, 当前市值对应 2023~25 年 PE 为 19x/15x/12x, 维持“买入”评级。风险提示: 原材料价格波动、疫情反复、重要客户流失。

### 海思科 (002653): 2022 年年报点评: 环泊酚持续增长, 国际化+BD 有望取得突破

事件: 2022 年, 公司营收 30.2 亿元, 同增 8.7%, 归母净利润 2.8 亿元, 同增-19.7%, 扣非归母净利润 9.6 千万元, 同增 171.4%。盈利预测与投资评级: 公司研发投入强度较大, 对外授权、政府补助收益确认时间存在不确定, 我们将 2023-2024 年的归母净利润由 4.0/6.1 亿元, 下调为

3.1/4.1 亿元, 预计 2025 年归母净利润为 6.0 亿元, 当前市值对应 2023-2025 年 PE 分别为 102/76/51 倍。由于公司: 1) 环泊酚商业潜力较大, 持续兑现; 2) 新药规模效应逐渐体现, 盈利能力提升; 3) 创新药对外授权有望增厚利润; 4) 创新产品迎接收获期, 中长期业绩加速, 维持“买入”评级。 风险提示: 创新药放量不及预期, 药品降价风险, 带量采购风险。

**药康生物 (688046): 2022 年年度报告点评: 业绩符合预期, 国内有望逐步恢复, 境外业务维持高增长**

事件: 2023 年 4 月 19 日晚药康生物发布 2022 年年度报告, 2022 年公司实现营收 5.17 亿元 (+31.17%, 括号内为同比, 下同), 归母净利润 1.65 亿元 (+31.79%), 扣非归母净利润 1.02 亿元 (+32.16%); 单 Q4 营收 1.30 亿元 (14.22%), 归母净利润 3652 万元 (-7.58%), 扣非归母净利润 2446 万元。 盈利预测与投资评级: 考虑到行业经营环境的变化, 我们将公司 2023-2024 年营收预期由 7.99/11.30 亿元调整为 6.82/8.93 亿元, 归母净利润预期由 2.52/3.59 调整为 2.12/2.70 亿元, 我们预计公司 2025 年营收和利润分别为 11.49/3.43 亿元, 当前股价对应 PE 分别为 47/37/29x, 维持“买入”评级。 风险提示: 海外市场拓展不及预期; 下游景气度下降风险; 技术授权与更新迭代风险等。

**安克创新 (300866): 2022 年年报点评: 归母净利润同比+16%符合预期, 加大研发投入夯实产品力优势**

事件: 公司发布 2022 年报。公司 2022 年实现收入 142.51 亿元/+13.3%yoy; 归母净利润 11.43 亿元/+16.4%yoy 符合预期; 扣除权益投资公允价值变动等非经常损益后, 扣非净利润为 7.81 亿元, 同比+10.4%。 盈利预测与投资评级: 安克创新是跨境电商赛道中品牌力突出的稀缺龙头。随着海外消费的恢复, 公司海外业务需求有望复苏。我们将公司 2023-24 年归母净利润预测从 12.5/ 13.8 亿元调整至 12.4/ 14.3 亿元, 预计 2025 年归母净利润为 16.4 亿元, 同比+9%/ +15%/ +14%, 4 月 19 日收盘价对应 P/E 为 23x/ 20x/ 17x, 维持“买入”评级。 风险提示: 汇兑损益, 新品不及预期, 海外消费能力及跨境贸易风险等。

## 宏观策略

### 宏观点评 20230419: 第一季度财政“加力提效”的成果如何?

第一季度经济增长达到 4.5%，财政的发力可能功不可没。一方面，财政支出靠前发力明显，为近 4 年最快，外加与 2022 年同期相当的专项债发行，体现出积极财政政策的加力；另一方面，第一季度的财政收入并不突出，即使剔除扰动因素，3% 的同比增速低于名义 GDP 增速（4.97%）近 2 个百分点，缺口仅次于 2020 年同期。展望第二季度，我们认为财政收支之间的增速差会收窄、甚至逆转：4.5% 的“答卷”可能使得财政的力度会有所放缓，此外财政收入相对于支出存在更大的基数效应。加力提效下，一季度财政收支压力不小。2023 年一季度，全国一般公共预算收入为 62341 亿元，同比增长 0.5%；一般公共预算支出为 67915 亿元，同比增长 6.8%，支出端增速大于收入端。整体来看，一季度财政收支差额为 -5574 亿元，赤字率达 1.96%，高于近两年同期水平，收支压力依旧明显。

**一般公共预算收入：结构改善，高基数下实现稳定增长。**3 月一般公共预算收入同比增速录得 5.5%，实现由负转正。从绝对值来看，一季度一般公共预算收入整体处于历史较高位，这与去年制造业中小微企业缓税至今年入库有关，从而拉高一季度财政收入。然而，从增速来看，与往年相比，一季度一般公共预算收入同比增速处于历史较低水平，主要原因系 2021 年末收入在 2022 年初入库，从而抬高基数。一季度公共财政预算收入完成序时进度的 28.7%，较往年而言进度节奏适中，财政收入靠前发力并不显著。不过，3 月财政收入结构比 1-2 月有一定改善。3 月税收收入和非税收入当月同比增速分别达 5.6% 和 5.0%，分别拉动公共财政收入增长 4.1 和 1.3 个百分点。整体来看，一季度非税收入实现稳定增长，主要原因在于地方多渠道盘活闲置资产，从而带动国有资源（资产）有偿使用收入上升。消费税继续恶化，增值税承压。以税种结构来说，四大主要税种中唯有增值税表现最佳，3 月同比增速录得 32.1%（前值 6.3%），增速有所加快，这与去年制造业中小微企业缓税于今年入库相关之外。除了增值税以外，其余三大类税种收入增速在 3 月均出现不同程度的下滑：企业所得税增速为 -2.9%（前值 11.4%）、个人所得税为 -7.1%（前值 -4.0%）。表现最差的仍为消费税，其增速进一步降至 -32.52%（前值 -18.4%），与 3 月社零同比数据“背道而驰”，原因不仅在于 2022 年末消费税等中央税的“提前入库”压低了 2023 年开年收入，还在于消费的复苏可能是分化的。从近期的央行调查来看，居民更倾向于释放被压抑的出行旅游需求，大额商品的复苏力度排在第四，位于购房和社交文娱消费之后，而消费税的课税对象更偏向于高档化妆品、贵重首饰、高档手表等奢侈品，证明目前人们对高档商品的需求仍未回暖。房产相关税传达出积极信号。除四大主要税种之外，其他税种之间的分化也较为明显。随着国家出台一系列支持房地产市场平稳健康发展措施，地产市场释放出一些积极信号：地产相关税为 3 月税收收入的主要拉动项，其同比增速为 10.4%、拉动税收收入增长 1.86 个百分点。其中，城镇土地使用税、契税、房产税表现最佳，同比增速均实现由负转正，分别录得 75.9%（前值 -7.5%）、10.3%（前值 -3.95%）、135.6%（前值 -2.8%），拉动税收收入增长 0.95、0.59、1.54 个百分点。外贸相关税也是另一大亮点，进口货物增值税和消费税增速由负转正、对税收收入形成 0.35 个百分点的拉动，出口货物退税增速进一步提至 14.0%（前值 9.71%），反映出中央对外贸出口平稳发展的有力支持。

**一般公共预算支出：就业**

和基建，财政发力的两大关键词。3月财政支出强度仍较高，一般公共预算支出同比增速录得6.5%，完成年度预算的24.7%，是近四年来同期最快进度。从支出结构来看，3月公共财政支出仍主要面对民生领域，其中教育、社会保障和就业的同比增速分别达8.99%、9.3%，对财政支出形成1.2、1.5个百分点的拉动。民生类支出中的卫生健康支出增速大幅下滑，降至-1.7%（前值23.3%），民生类相关支出的强度适当下降，意味着财政支出可在基建等拉动经济增长的领域发力。3月基建类支出同比增速为4.8%，其中城乡社区事务增速提至3.8%（前值0.7%）、对财政支出形成0.28个百分点的拉动；农林水事务增速为10.3%（前值11.4%）、形成0.71个百分点的拉动。政府性基金收入：卖地收入稍有好转。3月政府性基金收入同比增速为-17.6%（前值-23.95%），有一定程度的改善，主要得益于国有土地使用权出让收入降幅的收窄。预计土地出让收入的实际复苏时点可能要延迟到2023年下半年，目前政府还本付息压力仍存。政府性基金支出：专项债发行进度加快，带动基建发力。受政府卖地收入依旧低迷的影响，土地出让业务支出也进一步回落，使3月政府性基金支出负增长更为明显，同比增速录得-20.2%（前值-11.0%）。不过，3月新增专项债发行进度明显加快，完成全年限额的34.8%，位于历史较高水平，起到提振基建增速的作用。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 20230420：云南开启平台整合，有望重铸城投市场信心

**事件** 2023年2月，云南楚雄州财政局出台管理办法，支持银行等金融机构稳步推进国有资产股权划转整合，将县属国企集团51%以上股权无偿划转至州属两大集团公司，开启了区域性资产上划和平台整合的崭新篇章。**观点** 云南财政高度依附中央，经济规模偏小但稳步增长，公开市场安全性较高：1) 财力方面，受疫情及土地市场影响，2022年地方公共财政收入体量及增速显著下滑；财政对中央补助的依赖性较强，2022年财政自给率仅为29.1%，全国排名第六，高度依赖中央政府转移支付。2) 经济方面，云南GDP处于全国中下游位置，2014-2022年体量逐年提升且除2021年外其余年份GDP增速均超过全国平均水平，增长动能较强。3) 债务方面，云南债务负担中等偏重且主体分散，2021年发债城投债务中信贷占比达70%，标债占比仅为15%，说明公开市场兑付压力较小。疫情防控调整后云南旅游业强劲复苏，经济活力焕发：1) 文旅行业作为云南支柱产业在疫情中屡遭挫折，使本就欠发达的区域经济与偏弱的财力雪上加霜。2) 2022年底疫情防控措施调整以来，云南旅游业强劲复苏，春节期间旅游市场迅速升温、旅游人次及收入均达2019年同期的130%，为云南经济高效发展提供强力支持，加强偿债保障。近年云南出台多份文件指导地方化债，具体举措包括成立债务管委会、信保基金、银企合作、领导履新等：1) 债务管委会：2017年起陆续设立省、市（州）、县各级债务管理委员会，高度重视省域内债务压力，实现政府性债务归一口径管理。2) 信保基金：2021年组建总规模不低于300亿元的国企改革发展基金，整合支持省属企业深化改革。3) 银企合作：多家城投平台与银行开展座谈交流，提高银行的授信额度、加强金融支持力度。4) 领导履新：2022年7月，云南任命原建设银行副行长为金

融副省长，针对性跟进债务问题，提升化债专业度与工作效率。永煤事件后，云南康旅提前兑付债券并上调平台层级，为城投平台化债与整合提供范式：1) 支持核心城投平台化债：在永煤事件累及云南康旅债券融资后，2022年9月云南政府采取资金拆借、财政支持、协调省内金融机构等措施助力云南康旅提前兑付债券，降低公司融资成本以规避潜在风险，打造“康旅模式”化债样本。2) 股权划转整合：2022年10月云投集团将其持有的云南康旅约45%股权无偿划转至云南省国资委，使云南康旅成为国资委直接控股的一级平台，提升其资金资源、政府支持的可触及性，成为近年云南省级国企平台向上整合的首个案例。平台主体整合加码，二级市场回暖，蕴含配置机会：1) 平台整合由个体拓展至区域：近期云南楚雄州要求推进县属资产上划，加速州县平台整合、利好资源共享，进一步拓宽了平台整合的应用范围。2) 一级市场方面，4月云南城投发行票面利率仍居全国第一，环比上升17bp，融资成本仍暂处高位；3) 二级市场方面，云南多品种城投债的收益率及信用利差自2023年2月起呈下行态势。分等级看，AAA、AA-等主体信用利差降幅明显，后者各期限均回落至30-45%的历史分位数水平；分期限看，短久期城投债信用利差下降明显，尤其系AAA级品种回落至31%历史分位；分主体行政级别看，市县级信用利差降于80-90%区间，省级与国家新区则显著回落至60-75%历史分位数，均存在压缩空间。省市级平台整合未来可期，有望重振市场信心：1) 由于云南城投债务主要集中于省级和昆明市级平台，未来高层级平台或能沿用云南康旅的债务处置思路进行平台资源整合，助力云南加速化解隐债。2) 目前仍需观望州县整合的落地效果并等候“康旅模式”推行，可适时配置省级及昆明等较优市县的中短久期高等级债，弱区域弱平台还需谨慎下沉。风险提示：平台整合进度不及预期；债市异常波动；数据口径误差。

(证券分析师：李勇 研究助理：徐津晶)

### 固收点评 20230420：模拟芯片产业可转债标的知多少？——转债捕手系列（三）

观点 模拟芯片是连接真实世界和数字世界的桥梁，是电子系统重要的组成部分，在半导体分类中归属“半导体—集成电路—模拟芯片”分级。模拟芯片行业发展三重逻辑：“复苏+增量需求+政策支持”。本篇作为转债捕手系列报告（三），旨在捕捉市场热点、帮助投资者速览相关概念及其标的。模拟芯片产业存续可转债盘点如下：（1）韦尔转债：截至2023/4/19，韦尔转债收盘价117.61元，其中平价仅63.50元，转股溢价率85%，弹性有限。结合正股基本面，我们认为韦尔股份在计提大量存货减值后，伴随新品迭代放量 and 下游需求循环“复苏+增量”逻辑增加，韦尔股份有望在2023年实现业绩扭转，迎来右侧交易机会。平价随正股逐步上涨过程，溢价空间有望得到消化，投资者可选择合意弹性时点参与配置。（2）芯海转债：芯海转债事实上为小盘、优正股标的，结合其弱交易属性、强“安全垫”、溢价“被动变化”的特征，芯海转债较适合风险中性或风险厌恶型投资者配置。截至2023/4/19，收盘价124.99元，转股溢价率50.35%，溢价有伴随平价抬升进一步压缩的空间，同样建议等待右侧交易机会配置。（3）雅创电子：拟发行可转债3月进入证监会受理环节，预计今年年底有望成功发行并进入申购环节。结合其“分销+自研IC”深耕汽车电子赛道的正股属性，建议积极申购。风险提示：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，政策利好信号不及预期风险。

(证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭)

## 行业

### 汽车行业点评报告：特斯拉单季度交付再创新高，官指下调单车净利短期承压

**投资要点** 2023Q1 单车 ASP/毛利率/单车净利同环比回落。1) 营收方面，2023Q1 特斯拉营业总收入为 233.29 亿美元，同环比分别为 +24.38%/-3.07%；其中汽车销售总额 199.63 亿美元，同环比分别为 +18.40%/-6.31%，汽车销售业务收入 193.99 亿美元，同环比分别为 +19.80%/-6.32%，汽车租赁业务收入 5.64 亿美元，同环比分别为 -15.57%/-5.84%。2023Q1 能源收入 15.29 亿美元，同环比分别为 +148.21%/+16.72%；服务及其他收入 18.37 亿美元，同环比 +43.63%/+8.00%。2) 利润方面，2023Q1 公司实现归母净利润 25.13 亿美元，同环比分别为 -24.26%/-31.84%，归母净利率 10.77%，同环比 -7.00pct/-4.39pct。单季度交付再创新高，终端价格下调单车净利润短期承压。2023Q1 特斯拉全球交付 42.29 万辆，同环比分别为 +36.39%/+4.34%；2023Q1 公司整体毛利率 19.34%，同环比分别为 -9.77/-4.42pct；其中汽车销售/租赁毛利率分别为 20.50%/40.96%，同比分别为 -12.10/+2.04pct，环比分别为 -4.97/-0.28pct；能源业务毛利率创历史新高，达 12.14%，同环比分别为 +19.55/+2.83pct，服务及其他业务毛利率 7.90%，同环比分别为 +7.90/1.71pc；2023Q1 毛利率同比降低主要系汽车销售业务压力较大，能源/汽车租赁等业务毛利率同比持续提升，环比略有下降，总体保持稳定；汽车销售业务毛利率下滑主要系：1) 汽车上游原材料成本保持高位；2) 国内/海外市场需求端恢复较慢，公司全球范围内下调终端销售价。核心费用率同比维持下降趋势，销售/行政与一般费用率随销量增长环比微增，Q1 研发费用率 3.30%，同环比 -1.30/-0.03pct；销售、行政和一般费用率 4.61%，同环比分别为 -0.68/+0.37pct。2023 年，公司规划全年全球累计交付预期在 180 万辆。我们预计，2023 年全年国内新能源汽车批发口径销量有望达到 894 万辆，对应渗透率 36.8%。特斯拉以“销量持续高增长，盈利能力优于行业”领跑全球电动车市场，公司于 2023 年 1 月起持续进行价格下探，拓展更大的细分市场，国内中低价格带消费群体对新能源汽车的接受程度正逐渐提升，国内新能源汽车市场渗透率提升有望进一步提速。我们预计，2023 年国内乘用车整体产批量有望达到 2430 万辆，分别同比 +3.6%/+5.0%，其中新能源汽车批发销量为 894 万辆，同比 +37.9%，批发口径新能源汽车渗透率为 36.8%；交强险零售销量 1980 万辆，同比 +0.2%，其中新能源汽车零售销量 760 万辆，同比 +44.4%，零售口径渗透率达到 38.4%。投资建议：乘用车板块价格战正在进行时。投资层面，短期（1 年内）视角板块仍需消化价格战。长期（1-2 年以上）视角依然对【自主品牌全球崛起】充满信心【比亚迪/理想汽车/长城汽车/吉利汽车/蔚来/小鹏/长安汽车/上汽集团/广汽集团】等。零部件板块：基本是与乘用车【一荣俱荣，一损俱损】。短期（1 年内）视角优选业绩与国内乘用车价格战相关度较低的品种【中国汽研/岱美股份/爱柯迪】等。中长期（1-2 年以上）视角建议核心围绕“具备出海综合优势”布局优质零部件品种（福耀玻璃/拓普集团/旭升集团/文灿股份/爱柯迪/新泉股份/岱美股份/继峰股份/德赛西威/华阳集团/伯特利/星宇股份等）。风险提示：芯片短缺影响超预期；乘用车价格战超出预期。

（证券分析师：黄细里 研究助理：杨惠冰）

食品饮料行业点评报告：量贩零食门店草根调研反馈：门店前端管理

### 差别大，产品存区域分化

**投资要点** 零食很忙（长沙）：量贩零食店龙头，门店前端管理强。零食很忙起步于2017年，目前在全国拥有2000+家门店，主要分布在湖南省总部，以及邻近的江西省、湖北省等地。根据我们草根调研，零食很忙长沙门店消费者络绎不绝，前端形象佳、管理好。门店内辣条产品SKU丰富，盐津铺子、甘源、劲仔均已进入。零食顽家（武汉）：良品铺子旗下新秀，辅以会员体系+私域流量。湖北省当地零食店以良品铺子为主，量贩零食品牌主要有宅小惠、馋不二等。零食顽家是良品铺子旗下品牌，主要布局量贩零食赛道，目前在武汉有5家门店。品牌以社区店为主，门店内陈列、人员管理等稍有不足，不同于其他量贩零食品牌，零食顽家有会员活动与店铺微信群。店内甘源、盐津铺子产品已进入，品类整体分布相对均匀。甘源主要为老三样产品，盐津铺子烘焙、果干等品类进入，SKU更丰富。零食有鸣（成都）：四川量贩零食龙头，综合实力强。零食有鸣起步于2019年，2021年第一家成都门店开业，目前主要分布在四川、重庆、广东等地。已在西南、华南、华中地区开设门店超过1200家。四川当地零食店主要包括零食有鸣、恐龙和泰迪等。门店综合管理能力优秀，货架陈列有致，店员补货和对商品价格都比较熟悉。店内有当地特色产品凤爪，品牌产品中甘源SKU最为丰富。盐津铺子SKU相对少，甘源SKU最丰富，包括老三样、花生、豆果、烘焙产品（饼干、薯片等）均有。喻小苏（贵阳）：门店少，前端管理相对弱。贵州省量贩零食门店偏少，喻小苏是当地品牌。贵州省量贩零食门店整体偏少，嗨特购和炒货店在当地显得更受欢迎。分布在当地的零食量贩品牌主要包括零食有鸣、喻小苏、湘遇舌尖零食等。我们在草根调研过程中发现部分大众点评上的门店如罗比零食、湘遇舌尖零食等门店有不同程度的关店。门店人流少，门店管理相对薄弱，门店的陈列、人员的着装、服务能力都不够规范化。喻小苏内有当地品牌的洋芋丝、洋芋片产品。从品牌看，盐津铺子、甘源、劲仔均已进入，其中盐津铺子SKU最多，包括深海零食、辣卤和烘焙产品，甘源主要为老三样，劲仔主要为小鱼干产品。总结：量贩零食店方兴未艾，区域分化较大。量贩零食店以高性价比、小包装吸引消费者，转化率高。区别于传统BC超，量贩零食店专营零食品类，需求清晰，转化率高。其区域发展差异明显，全国化潜力巨大。国内量贩零食店目前主要分布在南方地区，尤其以湖南、江西、四川省等发展最快。区域分化较大，北方空白区域较多，这与各地的消费习惯相关。从格局看，量贩零食业态较发达的地区通常呈现“一强”格局，量贩零食品牌会在当地完成加密布局后再进行异地扩张。在我们草根调研中发现，门店前端管理水平参差不齐，我们认为未来门店管理和供应链能力强的公司份额有望提升。由于各地口味偏好不同，产品力强的公司或更为受益。我们认为，品类矩阵丰富的公司和产品力强的公司会更为受益。风险提示：食品安全事件；量贩零食门店扩张不及预期风险；渠道人流下滑风险。

（证券分析师：汤军 研究助理：罗頔影）

### 传媒行业+公司首次覆盖：AI开启应用领域新纪元

**投资要点** AI将成为重要生产力工具：在我们此前深度报告《AI开启传媒变革，推进行业价值重估》中明确提到，生成式AI在游戏、图片/视频、营销、电商中将会带来巨大变革。生产力工具的变革将会体现在两个方面：收入的直接提升，和企业生产过程中的降本增效。同时，技术的变革将会带来创新的商业模式，以及产业格局的变化。具体从各行业来看。图片/视频：影视行业综合文本、音频和视频，是生成式AI的优质落地场景。但由于行业环节众多，我们建议优先关

注行业中能够直接面对付费客户的工具型公司，例如英伟达、Midjourney、万兴科技和美图公司。营销：广告主预算的迁移将会直接利好下游广告平台及其广告产业链。在 AI 加持下，用户流量/时长增加的广告平台，未来将会获得更多的广告预算，初期返点也将提升，其广告产业链将受益，例如蓝色光标、三人行和利欧股份。电商：电商是个资金量和数据量都十分庞大的行业，市场空间虽大但已进入极度内卷状态，我们认为 AI 技术可以有效缓解行业内卷，带来新增量和存量的重新分配，从而产生投资机会。建议关注值得买和光云科技。万兴科技：国产数字创意软件头部企业，收入主要来自于海外，旗下视频编辑软件、PDF 软件、思维导图软件均已具备 AI 能力，公司积极拥抱技术，基本面扎实，我们看好公司在该领域的竞争优势，首次覆盖，给予“买入”评级。美图公司：公司聚焦影像赛道，旗下产品包括美图秀秀、Wink 等。公司深耕 AI 领域多年，图片视频类产品与 AIGC 高度结合，商业模式落地清晰，已推出 AI 头像、AI 绘画等产品，有望推动付费率提升，我们看好公司在该领域的竞争优势，首次覆盖，给予“买入”评级。利欧股份：公司持续推动人工智能、大数据、区块链这些创新技术在数字营销领域的应用。利欧数字宣布成为百度文心一言（英文名：ERNIE Bot）首批生态合作伙伴。近期，利欧数字正在推进 AIGC 产品小组的内部测试。我们看好公司在营销领域的竞争优势，首次覆盖，给予“买入”评级。三人行：公司以校园媒体业务起家，自转型发力数字营销以来，不断挖潜存量客户价值、拓展汽车行业客户，业绩高速增长。公司与科大讯飞强强联手，结合讯飞技术及三人行在营销行业的资源及经验，共同探索智能营销，看好 AI 赋能广告营销效率，首次覆盖，给予“买入”评级。光云科技：AI 将为电商行业带来新的投资机会，光云科技具备先发优势，预计未来电商 SaaS 业务将成为公司主要增长动能，首次覆盖，给予“买入”评级。值得买：公司以消费内容为核，2022，MGC 占平台内容比例达 20.31%。平台的技术实力、数据和内容的丰富度是重要的竞争元素，AI 赋能内容生成效率，有望显著提升内容产能，吸引及运营更多用户。我们看好公司 AI 加持下内容产能提升，首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：AI 相关技术/应用发展不完善、AI 基础设施不及预期、AI 伦理风险。

（证券分析师：张良卫 研究助理：何逊玥 研究助理：晋晨曦）

### 环保行业点评报告：浙江省发布排污权有偿使用和交易管理办法，持续推荐环保三大成长主线

投资要点 重点推荐：美埃科技，凯美特气，国林科技，景津装备，三联虹普，赛恩斯，新奥股份，天壕环境，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：盛剑环境，华特气体，ST 龙净，再升科技，金科环境，卓越新能。 全国碳排放配额（CEA）行情：2023/4/19，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。 国家能源局《2023 年能源工作指导意见》积极推动能源消费侧转型。国家能源局发布关于印发《2023 年能源工作指导意见》（以下简称《意见》）的通知。《意见》指出，积极推动能源消费侧转型。1）加快建设智能配电网、主动配电网，提高接纳新能源的灵活性和多元负荷的承载力，提升生产生活用能电气化水平，重点推进工业、建筑、交通等领域绿色低碳转型。2）推动充电基础设施建设，上线运行国家充电基础设施监测服务平台，提高充电设施服务保障能力。3）完善清洁取暖长效机制，稳妥有序推进新增清洁取暖项目，推动北方地区冬季清洁取暖稳步向

好。4) 强化能源行业监管。聚焦党中央、国务院交办的能源领域重点任务, 进一步强化对国家重大能源规划、政策、项目落实情况监督。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。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】。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: 半导体配套治理行业深度: 刚需&高壁垒铸就价值, 设备国产替代&耗材突破高端制程! 气体行业月报: 利好事件持续落地晶圆厂逆周期扩产, 2023 年半导体行业景气度扭转, 推动电子特气价格整体上涨。碳月报: 中特估推动环保国企价值重估, CCER 方法学公开征集重启渐行渐近。瀚蓝环境: 固废稳定燃气有望改善, REITs&地方支持改善现金流。洪城环境: 固废并表带动业绩增长, 厂网一体化&直饮水拓展可期。仕净科技: 签署水泥/钢铁/煤电行业新型 CCUS 合作协议, 医药领域 3.59 亿元合同落地。福龙马: 环服业务稳中有进, 新能源装备表现亮眼 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: 陈致文)

## 推荐个股及其他点评

**爱博医疗 (688050): 2022 年报及 23 年一季报点评: 人工晶体及 OK 镜恢复高增长, 新产品进入收获期**

投资要点 疫情影响下 2022 年全年业绩符合我们预期。2022 年实现收入 5.79 亿元 (+33.81%, 表示同比增速, 下同), 归母净利润 2.33 亿元 (+35.81%), 扣非归母净利润 2.08 亿元 (+38.84%)。22Q4 收入 1.38 亿 (+27.74%), 归母净利润 0.34 亿 (+8.60%), 扣非归母净利润 0.26 亿 (+0.62%), 疫情影响四季度人工晶体及 OK 镜验配, 2022 年业绩符合我们预期。2022 年人工晶体及 OK 镜毛利率有所提升。2022 年人工晶体实现收入 3.53 亿 (+15.80%), 随着 2022 年度产能扩大、产量增加, 单位成本有所降低, 人工晶体毛利率提升 2.54pct 至 89.5%。OK 镜实现收入 1.74 亿 (+62.1%), 随着试戴片占比减少, 平均销售单价不断提高, 毛利率提升 2.29pct 至 86.2%。2023Q1 收入利润均

超我们预期,新产品进入收获期。2023Q1 实现收入 1.90 亿(+44.6%)、归母净利润 0.78 亿(+33.58%)、扣非归母利润 0.75 亿(+43.88%),在 1 月份疫情影响下公司业绩实现恢复性高增长,主要原因为人工晶体手术及 OK 镜验配在 2、3 月份恢复情况良好,公司前期布局的护理产品、离焦镜及彩瞳逐步进入收获期,对收入贡献超过 11%。盈利预测与投资评级:考虑到公司优势产品已恢复增长,新产品进入收获期,我们将 2023-2024 年的归母净利润由 3.40/4.75 亿元,调整为 3.35/4.74 亿元,预计 2025 年归母净利润为 6.59 亿元,当前市值对应 2023-2025 年 PE 分别为 68/48/35 倍,维持“买入”评级。风险提示:终端恢复不及预期,行业竞争加剧,集采降幅超预期风险等

(证券分析师:朱国广)

### 华阳集团(002906): 2022 年/2023 年 Q1 业绩点评: 汽车电子+精密压铸双轮驱动, 产品&客户结构持续优化

投资要点 公告要点: 公司公布 2022 年年报及 2023 年一季报, 2022 年业绩符合我们预期, 2023 年 Q1 业绩略低于我们预期。2022 年实现营收 56.38 亿元, 同比+25.61%; 实现归母净利润 3.8 亿元, 同比+27.40%; 实现扣非归母净利润 3.56 亿元, 同比+37.27%。2022 年 Q4 实现营收 16.29 亿元, 同比+20.04%, 环比+6.98%; 实现归母净利润 1.13 亿元, 同比+25.39%, 环比+8.68%; 实现扣非归母净利润 1.09 亿元, 同比+30.01%, 环比+10.30%。2023 年 Q1 实现营收 13.15 亿元, 同比+9.63%, 环比-19.27%; 实现归母净利润 0.78 亿元, 同比+12.10%, 环比-31.62%; 实现扣非归母净利润 0.73 亿元, 同比+11.59%, 环比-33.02%。业绩受到下游客户影响, 营收结构持续优化。2022 年 Q4 公司核心客户长城汽车+长安汽车产量合计 67.9 万辆, 环比+21.7%, 核心客户放量叠加新产品落地推动 Q4 营收环比增长; 2023 年 Q1 长城汽车+长安汽车产量为 54.6 万辆, 环比-19.5%, 导致公司营收承压。汽车电子+精密压铸业务营收占比提升, 2022 年公司汽车电子业务实现营收 37.45 亿元, 同比+27.1%, 精密压铸业务实现营收 13.2 亿元, 同比+41.1%。产品盈利能力保持稳定, 营收下降导致费用率被动提升。2022 年 Q4 及 2023 年 Q1, 公司毛利率分别为 22.5%/22.3%, 整体毛利率水平保持稳定, 管理费用分别为 0.44/0.42 亿元, 销售费用分别为 1.31/1.28 亿元, 因为 2023 年 Q1 营收环比下降, 导致费用率实现 17.36%, 环比被动提升 2.7pct。新产品矩阵不断完善, 优质客户取得突破。公司围绕智能化+轻量化方向, 产品矩阵不断完善。1) 汽车电子: 座舱域控、数字声学、数字钥匙、电子外后视镜、液晶仪表、等新产品陆续获取定点或实现落地量产; 2) 精密压铸: 精密运动机构、新能源三电、激光雷达壳体等多个产品实现批量生产交付。公司持续突破合资、新势力和国际车企客户, 成功导入比亚迪、博世、博格华纳等优质客户项目, 客户结构持续优化。盈利预测与投资评级: 考虑到下游乘用车需求可能不及预期以及价格战对供应链的传导, 我们将公司 2023-2024 年营收从 77.9/100.6 亿元下调至 72.3/92.5 亿元, 2025 年为 112.2 亿元, 同比分别+28%/+28%/+21%, 归母净利润从 6.0/8.4 亿元下调至 5.2/7.2 亿元, 2025 年为 9.7 亿元, 同比分别+37%/+38%/+35%, 对应 PE 为 28/21/15 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 全球疫情控制低于预期; 行业缺芯情况持续时间超出预期。

(证券分析师: 黄细里 研究助理: 谭行悦)

### 统联精密(688210): 2022 年报点评: 业绩符合预期, 新业务快速增长

事件: 公司发布 2022 年报 业绩符合预期, 新业务快速增长: 公司 2022 年营收 5.1 亿元, yoy+43.5%; 归母净利润 0.94 亿元, yoy+98.9%;

扣非归母净利润 0.72 亿元，yoy+73.7%；毛利率/销售净利率为 42.3%/18.8%，经营性现金流净额 1.3 亿元，同比增长 64.9%，业绩表现原因：1) MIM 精密金属零部件业务营收 3.3 亿元，yoy+24.2%，下游终端产品的稳定需求保障公司营收稳健增长；2) 加快其他精密零部件制造能力向业绩转化，提高自动化程度降低成本，其他精密零部件营收 1.6 亿元，yoy+108.7%，实现了翻倍增长；3) 持续加大研发投入，2022 年研发支出 0.61 亿元，yoy+45.8%，研发费率 11.9%，不断进行工艺创新，提升精密制造能力，高产品技术附加值促进公司与核心客户持续合作。MIM 基本盘稳固，多领域拓展空间广阔：公司作为国内 MIM 企业第一梯队，通过工艺创新夯实竞争优势，从喂料、模具、自动化等全流程各环节进行自主研发，持续与苹果、亚马逊、大疆等技术驱动型客户建立长期稳定的合作关系，并且在核心客户的部分产品线已成为主力研发供应商。除消费电子外，公司持续拓展产品应用领域，已量产产品包含应用在新能源汽车上的换挡旋钮产品，应用在电子烟上的外壳和配件产品等。产能方面，公司在湖南长沙的募投项目有望尽快正式投产，有利于公司开拓新产品，导入新客户。随着材料应用的多元化及工艺技术的提升，MIM 工艺应用的下游领域日益增加，如折叠屏手机、AR/VR 产品、汽车、医疗器械等，市场空间稳步上升，有望打开公司成长天花板。持续打开产业边界，积极布局非 MIM 技术领域：公司不断丰富和充实产品线，进一步满足客户多样化的零部件需求，形成了 MIM 和以 CNC、激光加工为代表的非 MIM 精密零部件业务的双驱动发展，公司持续扩大 CNC、激光加工、精密注塑等其他制造工艺的规模化生产能力。此外，公司积极布局 3D 打印、新型功能性材料等技术方向，打开产业边界，实现多元化、跨领域发展。考虑到公司在其他精密零部件同样具备先进的工艺技术优势及快速创新能力，我们认为公司新业务将具备持续快速增长潜力，成为新的业绩助力。盈利预测与投资评级：考虑到新产品及客户拓展进度及费用影响，我们调整公司 23/24 年盈利预测，预测公司 2023-2025 年归母净利润分别为 1.4/2.2/3.1 亿元（23/24 年前值为 1.4/2.4 亿元），对应 PE 为 23/15/10 倍维持“买入”评级。风险提示：大客户订单不及预期；新建产能投产不及预期。

（证券分析师：马天翼 研究助理：金晶）

### 蓝色光标 (300058)：2022 年报&2023Q1 季报点评：商誉减值压力落地，全力拥抱“AI in AI”战略

投资要点 疫后复苏态势明朗，公司 Q1 业绩同比大幅提升：公司 2022 年实现营收 366.83 亿元，同比下降 8.47%；归母净利润实现-21.75 亿元，同比下降 516.85%；扣非净利润实现-18.99 亿元，同比下降 389.64%。23Q1，公司实现营收 97.74 亿元，同比提升 25.6%；归母净利润实现 1.49 亿元，同比提升 355.1%，主因疫情政策放开及经济复苏趋势下，广告主预算需求提升。我们预计随宏观经济回暖，公司全年业绩有望延续 Q1 态势。资产减值致净利润下滑，商誉减值压力落地。公司以并购扩大规模，商誉资产持续积累。2022 年，公司计提 20.38 亿商誉、无形资产及其他资产减值，叠加宏观环境影响，公司 22 年归母净利及扣非归母净利大幅下滑。2022 年，公司正常经营性净利润为正；经营活动产生的净现金流达 10.80 亿元，同比上升 43.9%。截至 22 年底，公司商誉总额下降到 17.56 亿，占净资产比重下降到 23.68%，将不再构成对公司未来财务表现的重大挑战。拥抱“AI in AI”战略，探索生成式 AI 下全新商业模式。公司与微软深度合作，23 年 3 月，蓝标跨境出海业务与 Microsoft 广告达成战略合作，在具备生成式 AI 能力的 New Bing 浏览器上提供营销服务。同时，公司也

正在申请成为 Azure 的营销 ISV。生成式 AI 将重塑广告形式及媒体流量格局，公司作为营销服务商龙头，积极拥抱 AIGC，有望参与到重塑的每一个关键点，率先受益于 AI 对营销行业重塑的机遇。AI 赋能主业，业绩及估值均有提升空间。1) 公司专注于行业模型及在应用层创新，已经在创意素材生产、公关传播、虚拟人内容、虚拟直播等业务上进行实践，并与客户开展试点合作。公司将基于不同行业场景打造 BlueFocus AIGC 工具矩阵，赋能各行业营销场景；2) 公司内部全面高频使用 AIGC 作为工作工具，大力拥抱 AIGC，助力公司降本增效，长期释放利润值得期待。盈利预测与投资评级：蓝色光标在广告营销领域身处龙头地位，AIGC 将大大提升搜索体验，颠覆搜索引擎广告模式，带来流量格局及代理格局重塑的机遇，公司已和微软广告合作提前卡位新广告生态，有望率先受益，我们将 23-24 年归母净利润从 5.09/5.83 亿元上调至 6.86/8.41 亿元，预计 25 年归母净利润实现 9.9 亿元，对应 23-25 年 PE 为 32/26/22 倍，给予“买入”评级。风险提示：商誉减值风险，AI 技术及应用不及预期

(证券分析师：张良卫 证券分析师：周良玖 证券分析师：张家琦 研究助理：晋晨曦)

### 山东黄金(600547)：黄金龙头，量价齐升

投资要点 最纯黄金龙头：公司位于山东济南，自成立至今近 20 年，国有控股，为 A+H 股上市企业。公司 2022 年黄金行业毛利占比 97%。为行业最高。公司现形成了从勘探到黄金产品深加工、销售于一体的完整产业链。加息尾声渐进，金价趋势上行：2023 年 3 月，美国经济数据低于预期，显示美国劳动力市场有所降温；各国央行加大购金力度，俄罗斯和澳大利亚主权基金亦加大黄金投资。在紧缩带来银行风险事件的影响下、美国加息步入尾声已成定局。美债长短收益率倒挂并非长久，短端收益率下降来修正收益率曲线为必然之势；实际利率作为黄金价格的反向锚，中枢下移，黄金价格看涨。内外并举，产量增速行业最快：2022 年，公司矿产金产量 38.7 吨，其中境内矿山产金 32.6 吨，占境内矿产金产量总量的 13.1%，其中，焦家金矿年黄金产量突破 10 吨，成为全国第一黄金生产矿山。我们测算的 2023-2025 年公司黄金产量 CAGR 高达 29%。拟控股银泰黄金，协同优势显著：2022 年底，山东黄金拟收购银泰黄金 20.93% 股份。银泰黄金为民营龙头，矿产金毛利率持续为行业最高。通过本次收购，山东黄金将加强与银泰黄金之间的产业协同，实现西南、东北地区的资源从无到有、以点带面的战略布局，提高省外主要成矿区域竞争力。纵享涨价与费用下降的双重弹性。根据公司 2022 年的成本和费用水平，在不考虑产量增长的情况下，当黄金年均价增长 50%，公司 2022 年 PE 由 95 倍下降至 20 倍；而横向比较，山东黄金的 PE 水平下降速度亦为全行业最快。而由于产量恢复，公司 2022 年克金成本、三费率亦同比下降 20%、5%。考虑黄金步入牛市、控股银泰黄金后在降本增效上实现协同，公司有望纵享涨价与成本费用下降的双重弹性。盈利预测与投资评级：我们预计公司 2023-2025 年收入为 512/563/604 亿元，同比增长 1.76%/9.95%/7.39%；归母净利润为 25/31/46 亿元，同比增长为 98.26%/26.75%/45.53%，对应 PE 分别为 48/38/26 倍。此处选取银泰黄金、湖南黄金为可比公司，得出公司估值水平高于可比公司均值，但考虑公司作为黄金最纯标的，龙头地位巩固且具备高涨价弹性与成长性；因此首次覆盖，给予公司“买入”评级。风险提示：公司黄金产量不及预期；金价波动；美国流动性转向。

(证券分析师：杨件 证券分析师：王钦扬)

### 中金黄金(600489)：低估的黄金央企

**投资要点** 黄金唯一上市央企。中金黄金是国内黄金矿业唯一一家央企控股的矿业上市公司，2021 年公司整体毛利率 11.49%，黄金产品毛利率 6.8%，矿山铜毛利率 55.95%。加息尾声渐进，金价趋势上行：2023 年 3 月，美国经济数据低于预期，显示美国劳动力市场有所降温；各国央行加大购金力度，俄罗斯和澳大利亚主权基金亦加大黄金投资。在紧缩带来银行风险事件的影响下、美国加息步入尾声已成定局。美债长短收益率倒挂并非长久，短端收益率下降来修正收益率曲线为必然之势；实际利率作为黄金价格的反向锚，中枢下移，黄金价格看涨。吨金市值低，亟待价值重估。从产量/储量吨市值角度出发，中金黄金的单位指标均处于较低水平；而公司 2022-2024PE 水平亦低于行业。公司作为唯一央企理应享有更高估值水平。优质黄金储量迭增，集团资源静待注入：通过重组交易与资产注入，公司获得丰硕的黄金资源，并增资中原冶炼厂，顺势拓张；购股内蒙古矿业，实现铜、金双线拉动；集团注资承诺催化资产提质和盈利增长，公司在多方业务条线和资源储备都极具优势；在多方增资拓量利好加持下，公司储量产能稳步增长。铜钼业务：收购内蒙古矿业增厚利润空间。公司收购内蒙古矿业后，为公司显著增厚利润空间：2021 年公司矿山铜产品产量逐步提高，收益能力强，毛利率维持在 50% 左右。公司产钼矿山主要为内蒙古黄金集团内蒙古矿业有限公司，2021 年年产量达到 5860 吨。国企改革提高经济效益，股权激励提振信心：在稳定前进中追求卓越、深化改革，效果显著；股权激励顺利实施，反响优异；改革有效助益管理与财务费用优化，极大提升了盈利质量。盈利预测与投资评级：我们预计公司 2022-2024 年收入为 560/620/660 亿元，同比增速为 0%/11%/6%；归母净利润分别为 22/31/36 亿元，同比增速分别为 27%/42%/19%。对应 PE 分别为 27/19/16x。此处我们选取山东黄金、湖南黄金、银泰黄金为可比公司，得出 2023-2024 年 PE 均值为 28/21x；公司估值低于可比公司均值。考虑黄金价格持续上行，公司业绩弹性较大且估值较低，故首次覆盖给予公司“买入”评级。风险提示：项目推进不及预期；黄金价格波动；资产注入不及预期。

（证券分析师：杨件 证券分析师：王钦扬）

### 三峡水利（600116）：2022 年报点评：业务版图日益清晰，转型的阵痛和新业务的亮点并存

**投资要点** 事件：公司公告 2022 年年报，实现收入 110.93 亿元、增长 9.00%；归母净利润 4.76 亿元、增长-44.95%；扣非后增长-47.46%，业绩符合预期。业绩符合预期，转型的阵痛和新业务的亮点并存。根据公司年报，2022 年实现收入 110.93 亿元、增长 9.00%；归母净利润 4.76 亿元、增长-44.95%；扣非后为 3.89 亿元、增长-47.46%，业绩符合预期。从这份年报中，我们可以看出，公司在坚定执行“十四五”战略发展规划、发展综合能源、新能源、市场化售电新业务的过程中，转型的阵痛和新业务的亮点并存：1) 电解锰：2022 年产量为 3.75 万吨、同比下滑 47.77%，主要系重庆锰业自 2021 年下半年关停以及贵州锰业同比减少电解锰产量；销量为 6.18 万吨、同比下滑 48.14%，主要系电解锰市场需求下降所致。同时，由于重庆锰业政策性关停，收到补偿款 0.59 亿元。2) 公允价值变动：2022 年为-1.76 亿元、同比下滑 55.16%，是由公司持有的上市公司涪陵电力股票公允价值下降所致。3) 投资收益：2022 年为 1.75 亿元，其中确认黔源电力投资收益 0.41 亿元、确认赤壁长城炭素投资收益 0.21 亿元、确认重庆天泰能源投资收益 0.18 亿元等；出售涪陵电力股票计入 0.43 亿元、交易性金融资产投资收益 0.10 亿元等。4) 其他收益：2022 年为 0.83 亿元，主要系农网还贷政府补助、移民迁建补偿、农村小水电增效扩

容改造补助等自递延收益转入当期收益。 5) 电力业务: 2022 年发电量为 20.29 亿度、同比下滑 27.04%, 主要系公司自有水电站所属流域来水偏枯所致; 售电量为 135.72 亿度、同比增长 2.68%, 主要系开拓新用户以及存量客户用电量增加所致。电力业务实现营业利润 3.64 亿元、同比下滑 28.91%。 6) 综合能源服务: 扭亏为盈, 2022 年实现营业利润 0.51 亿元, 主要是万州经开区九龙园热电联产项目顺利投产实现利润。 7) 市场化售电: 全资子公司长兴电力 2022 年以不同地区的市场准入资质完成市场化售电结算电量 19.81 亿度、同比上升 1414%; 全资子公司长电能源 2022 年完成市场化售电结算电量 16.41 亿度、同比上升 8377%; 合营企业重庆两江供电有限公司(公司全资子公司长兴电力持有其 50% 股份) 2022 年完成市场化售电结算电量 56.99 亿度、同比下降 31%; 公司参股 45% 股份的企业广东新巨能能源科技有限公司 2022 年完成市场化售电结算电量 15.82 亿度, 同比下降 18%; 公司参股 17.51% 股份的企业川能智网 2022 年完成市场化售电结算电量 169.10 亿度, 同比上升 38%。 战略规划和业务版图日益清晰, 成长的确定性较强。公司的业务版图逐渐清晰: 1) 传统配售电业务: 截至 2022 年底, 公司自有及控股在运水电机组装机容量共 746.2MW, 其中接入公司自有电网的机组装机容量为 713.3MW, 未接入公司自有电网机组装机容量 32.9MW (云南芒牙河水电站 24.9MW, 巫溪县峡门口水电站 8MW)。 2) 综合能源服务业务: 公司投资 11.1 亿元建设的万州经开区九龙园热电联产项目全部建成投运; 投资 6.6 亿元的重庆两江龙兴赣锋能源站项目已获核准, 目前 EPC 总承包招标工作已经完成; 与鞍钢集团有限公司共同设立清洁能源开发合资公司; 在广东等地积极推进用户侧储能业务并取得突破: 截至目前累计签约用户侧储能项目 84 个, 合计容量 863MWh, 累计开工项目 33 个, 总容量 131MWh; 另一方面抢抓重庆市提升电力自主可控保供能力、试点建设独立储能电站的重要机会, 合计投资约 11.82 亿元推动永川区松溉和两江新区龙盛独立储能电站项目; 逐步探索明晰电动重卡“充换储用”一体化业务商业模式和运营体系, 截至目前已完成决策项目 19 个, 累计决策投资额近 5 亿元。 3) 市场化售电业务: 采取“自营+联营”的营销模式, 售电规模位居全国同行业前列, 2022 年公司下属控股和参股售电公司累计签约用户 3700 余家, 全年实际结算电量近 280 亿度。。 盈利预测与投资评级: 我们调整公司 2023-2024 归母净利润 8.85/10.18 亿元(前值为 12.2/13.9 亿元), 新增 2025 归母净利润 11.44 亿元, 对应 2023-2025EPS 为 0.46、0.53、0.60 元, 对应 PE 分别为 20/17/15 倍, 维持“买入”评级。 风险提示: 宏观经济下行使得终端工业用电需求减弱, 来水波动较大等

(证券分析师: 刘博 证券分析师: 唐亚辉 研究助理: 米宇)

### 华致酒行(300755): 2022 年报点评: 归母净利润符合预期, 关注疫后精品酒恢复弹性

投资要点 事件: 2023 年 4 月 19 日, 华致酒行发布 2022 年年度报告。公司 2022 年全年实现收入 87.08 亿元, 同比+16.7%; 归母净利润 3.66 亿元, 同比-45.8%基本符合预期; 扣非归母净利润 3.38 亿元, 同比-48.7%。其中 2022 年 Q4 收入为 12.28 亿元, 同比-17.5%; 归母净利润为 0.13 亿元, 同比-86.5%; 扣非归母净利润为-0.04 亿元, 同比-103.9%。 渠道布局持续推进助公司疫情下仍实现收入增长: 2022 年公司品牌连锁门店与直供终端网点数均实现稳步增长, 其中直供终端网点同比增加 5161 家。公司的销售人员数量也从年初的 1247 人增长至年底的 1928 人。销售渠道的不断扩张有望驱动公司持续成长。

疫情影响精品酒销售，公司利润率有所承压：2022 年公司毛利率/净利率分别为 14.03%/4.29%，分别同比下降 6.9pct/4.9pct。2022 年销售/管理费用率分别为 6.94%/1.78%/0.25%，分别同比-0.8pct/+0.02pct。品鉴会是精品酒的一个重要销售方式，疫情期间公司品鉴会举办受阻，因此疫情期间精品酒的销售承压。而随着高利润的精品酒占比下降，公司利润率承压。2023 年随疫情恢复，公司精品酒销售有望恢复此前增速。分品类看：白酒仍是主要收入来源，疫情期间增长稳定。2022 年公司白酒/葡萄酒/进口烈性酒分别实现收入 78.3 亿元/6.1 亿元/1.5 亿元，同比+19.9%/+29.0%/-51.1%；白酒/葡萄酒毛利率分别为 13.0%/28.7%，同比-8.5pct/+5.6pct。白酒毛利率下降主要因精品酒销售额占比下降所致。分量价来看：疫情影响名酒整体销售量：2022 年公司白酒/葡萄酒销量 753 万升/238 万升，同比+6.5%/+4.8%；单价为 1040/255 元，同比+12.5%/23.5%。由于疫情影响酒类消费整体需求，白酒/葡萄酒的销量均有所放缓。疫情期间单价提升一定程度反映中高端酒品有着更好的需求韧性。盈利预测与投资评级：公司是国内规模领先的酒类流通龙头，精品酒经营能力领先。2023 年随着疫情的复苏，公司精品酒业务有较大的复苏弹性。考虑到 Q1 酒类整体需求情况，我们将 2023~24 年归母净利润从 7.3/9.9 亿元调整至 6.8/9.9 亿元，预计 2025 年归母净利润为 11.2 亿元，同比+85%/45%/14%，维持“买入”评级。风险提示：餐饮需求恢复不及预期，定制酒及门店扩张不及预期等。

(证券分析师：吴劲草 证券分析师：阳靖 证券分析师：汤军 证券分析师：王颖洁)

### 九丰能源 (605090)：2023 年一季报点评：清洁能源盈利稳定，一主两翼格局布局完善

投资要点 事件：公司发布 2023 年第一季度报告，第一季度营业收入为 64.74 亿元，同减 7.75%；归母净利润 4.52 亿元，同增 14.98%；扣非归母净利润 4.49 亿元，同增 15.36%。清洁能源售价成本同步回落，海陆双气源优势凸显。公司 2023 年第一季度营业收入同比减少 7.75%，营业成本同比减少 9.2%，主要系公司清洁能源产品销售单价与采购单价同步下降所致。公司 2023 年第一季度公司归母净利润实现 4.52 亿，同比+14.98%，符合我们预期；扣非归母净利润 4.49 亿，同比+15.36%；ROE 实现 6.32%，同比-0.3pct。我们发现在一季度全球气价回落背景下，公司顺价能力改善，成本降幅大于收入降幅，这得益于公司 1) LNG 海陆双资源池构建成效显著，一季度国际天然气价格大幅下降，海气成本降低，双气源优势得以显现，同时公司加速工商业直接终端布局，提升资源配置效率，强化国内顺价能力。2) LPG 产品销量增长稳定，公司保持现有市场优势与开拓新市场并举，维持顺价能力稳固。我们认为公司在天然气价格波动中保持经营韧性，盈利稳定性得到验证。能源服务业务稳健增长。公司在强化清洁能源业务基础上，巩固一主两翼发展格局，强调能源服务业务与特种气体业务核心地位。能源服务业务稳中向好，主要体现在 1) 能源作业服务盈利突出，2022 年底，公司加工处理产能达 40 万吨/年，全年实际处理量约 30 万吨；2023 年一季度公司井口天然气回收配套作业量达 9 万吨，单吨服务收益保持稳定。2) 能源物流服务营收达 0.65 亿，随着未来公司 LNG 船舶 (2 艘自有/1 艘待交付/1 艘在建)、LPG 船舶 (2 艘租赁/2 艘在建) 逐步投运，年周转能力达 400-500 万吨；接收站可实现 LNG/LPG 年周转能力 150/150 万吨，该项业务将实现稳步增长。氢气业务收购即将落地，特种气体业务高增。公司特种气体业务放量增长，a. 氦气：一季度公司高纯度氦气销量超 5 万方，

同增超 50%。截至 2022 年底，公司高纯度氦气设计产能为 36 万方/年，产量约 18 万方，一季度氦气销售表现亮眼。b. 氢气：相关标的进入资产交割阶段（拟持股 70%），该标的用以推动现场制氢业务落地，助力公司制氢技术以及氢气运营管理发展。我们认为公司氦气与氢气板块布局不断完善，特种气体业务潜力可期。盈利预测与投资评级：公司清洁能源主业稳定发展；能源服务&特种气体纳入核心主业，一主两翼格局打开成长空间。我们维持公司 2023-2025 年归母净利润 13.15/16.85/18.83 亿元，对应 PE 为 11.2/8.7/7.8 倍（估值日期 2023/4/19），维持“买入”评级。风险提示：天然气价格剧烈波动，氢能政策落地速度不及预期

（证券分析师：袁理 证券分析师：任逸轩）

### 天奈科技（688116）：22 年报&23 年一季报点评：低端产品竞争加剧，业绩低于市场预期

投资要点 公司年报符合预期，一季报低于预期。公司 22 年营收 18 亿元，同增 40%，归母净利 4 亿元，同增 43%，扣非净利 4 亿元，同增 51%，毛利率 35%，同增 1.1pct；其中 Q4 营收 4 亿元，环减 20%；归母净利 1 亿元，环减 20%，毛利率 37%，环增 1.3pct，与业绩快报基本一致，符合市场预期；23 年 Q1 营收 2.8 亿元，同减 42%，归母净利 0.4 亿元，同减 60%，扣非净利 0.3 亿元，同减 66%，毛利率 31%，低于市场预期。22 年出货同增 40%、23 年预计增长 50%+、单位盈利承压。公司 22 年浆料出货 4.6 万吨，同增 40%，其中 Q4 出货近 1.3 万吨，环比微增，23 年 Q1 出货 1.1 万吨，环比下降 5-10%，全年出货预计 7-8 万吨，同增 50%+。盈利方面，22 年单吨价格 3.9 万元(含税)，同比微降，单吨扣非净利 0.85 万元，同增 7%，其中 Q4 单吨扣非净利 0.6-0.7 万元，环降 20%，主要受产品降价影响。公司 Q1 由于比亚迪需求好于行业，一代产品收入占比提升至 40%，导致 Q1 单吨价格环降 18%，达 2.9 万吨(含税)，且产能利用率低，单吨扣非净利 0.3 万元，环降 60%。随二三代产品占比恢复，预计 Q2 起盈利预计逐步恢复，全年单吨利润预期 0.5 万元/吨+。单壁碳管即将放量、布局新型正极贡献新增长点。单壁碳管性能更优，适配硅碳负极，22 年公司单壁碳纳米管及其相关产品已实现部分出货，目前将加快 2 万吨单壁导电浆料+500 吨单壁材料产能建设，预计 24 年可大批量量产，开始贡献利润。同时公司开发出将碳纳米管生长在磷酸铁锂、磷酸锰铁锂中形成新型正极材料，拟与上海锦源晟、国城矿业合资规划 10 万吨产能，总投资 30 亿元，公司持股 70%，其中一期 2 万将于 1H24 年投产，未来有望成为新增长点。22 年经营性现金流高增、存货维持高位。22 年公司期间费用 1.9 亿元，期间费用率 10%，同增 1.5pct。22 年底存货 2.2 亿元，较 Q3 末增长 42%，公司 22 年年底粉体库存 0.1 万吨，浆料库存 0.37 万吨，整体维持高位；应收账款 3.9 亿元，较 22 年初减少 16%；22 年经营活动净现金流净额 1 亿元，同增 270%，其中 Q4 经营性现金流 1.5 亿元，同增 1938%。23 年 Q1 公司期间费用 0.5 亿元，期间费用率 18%，同增 10pct，经营活动净现金流净额 0.4 亿元，同增 617%。盈利预测与投资评级：由于市场竞争加剧，我们下调公司 23-25 年归母净利润预测至 4.5/6.4/9 亿元（原 23-24 年预测 5.0/9.1 亿元），同比+6%/42%/42%，4 月 19 日收盘价对应 35/25/17xPE，维持“买入”评级。风险提示：1) 下游需求不及预期；2) 产品竞争加剧；3) 新技术进展不及预期。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕 证券分析师：岳斯瑶）

### 米奥会展（300795）：全球会展第三极崛起，聚焦一带一路和中国

**投资要点** 米奥会展：一带一路自办展龙头，服务中国制造出海。公司是 A 股唯一一家专注于会展主办的本土民营企业。公司聚焦一带一路，服务中国企业走出去，历经 20 多年打造了“自主产权、自主品牌、独立运营”的 Homelife 和 MachineX 双品牌展会。根据全球展览业协会数据，公司是中国出海自主办展的龙头，主要展会的规模在当地均名列前茅。会展行业是 B 端服务业皇冠上的明珠，强品牌、轻资产、高盈利、强现金流。行业规模递增效应和规模马太效应非常明显。作为城市经济的一个重要引流行业，会展业受到政府的诸多支持，跨境展会的举办更需要较多的境内外资源积累。头部展会具有强品牌和高复购率，推广成本和销售费用边际为负，利润率弹性显著。中国会展业面临历史性机遇，有望形成全球第三极势力。全球龙头会展公司以英资和德资为主，中国会展行业规模近千亿，但格局分散，尚未形成跨行业且跨地区的全球品牌。疫后会展业迎来一轮洗牌，兼并重组，寻找新的增长点。类似于欧美会展业的品牌国际化，随着中国制造、品牌文化的输出对象转向一带一路和 RCEP 区域，中国会展公司的品牌国际化也将迎来长足发展机遇，有望跻身龙头行列，形成全球第三极势力。逆势卡位，顺势崛起，展会+数据，合作共赢。1) 公司依托长期的数字化理念和研发，疫情期间逆势扩张，引进人才，开创“双线双展”新模式，拓展了展会的场次和区域，品牌影响力实现较大提升，从而赢得疫后领先卡位优势。2) 充分利用数字化工具和努力自研数字化产品，公司降低办展成本，不断提升客户的参展效果，从而走出了一条有别于传统会展公司的快速发展道路。3) 顺应国内会展的国际化需求，公司对外采取合资、合作和并购的方式，助力其在海外的落地和壮大，从而实现中国会展品牌的崛起。盈利预测与投资评级：公司主要收入驱动来自于境外自办展，该业务有望在 2023 年迅速复苏，我们预计公司 2023-2025 年营业收入为 7.0/9.5/12.5 亿元，同比增长 102.0%/35.5%/30.6%。预计公司 2023-25 年归母净为 1.6/2.7/4.1 亿元，同比增长 218.7%/68.7%/51.3%，当前收盘价对应 3 年动态 PE 为 39/23/15 倍。相比检测、MRO 等 B 端服务业态，会展业具有更轻资产、更好的盈利能力及现金流的特点，且公司处于快速发展期，一带一路发展空间广阔，国内合作机会涌现，我们看好公司业绩充足的弹性与较强确定性，首次覆盖给予“买入”评级。风险提示：国际经济贸易波动，新冠疫情反复风险，行业竞争加剧客户拓展不及市场预期风险。

(证券分析师：黄诗涛 证券分析师：汤军 证券分析师：李昱哲)

### **赛意信息 (300687)：铸魂系列二：离散智能制造新星，“三级火箭”推动快速成长**

**投资要点** 从泛 ERP 到 MES，从服务商到“产品+服务”，赛意正在快速蜕变：赛意信息做高端 ERP 实施起家，2012 年进入智能制造领域，大力投入自研产品，2016-2021 年营收复合增速达 26%，智能制造营收由 2017 年的 0.73 亿元快速跃升到 2021 年的 5.92 亿元，年复合增速高达 68%，营收占比达到 31%。2021 年自研产品占到约 30%，并在快速提升，实现从服务商到“产品+服务”提供商的转变。我们认为赛意的快速成长主要由“三级火箭”推动。第一级，所在智能制造行业景气度高涨，赛意先发优势明显：离散制造行业渗透率大多在 20% 以下，下游需求旺盛，市场空间较大。行业增速有望保持在 20% 以上，赛意等行业头部客户相关业务增速有望保持在 40% 以上。智能制造市场刚刚兴起，叠加细分赛道差异性较大，跨行业壁垒较高，市场竞争格局较为分散。赛意已经布局智能制造领域 10 年时间，与西

门子合作同时，已经具备较完整自研产品矩阵，在 PCB、电子等多个行业获得认可，形成产品、经验、客户明显先发优势，充分受益行业增长红利。第二级，泛 ERP 业务基石稳固，业务相互协同助力智能制造高增：短期来看，高端 ERP 市场国产化仍有难度，疫情等因素促使高端 ERP 实施市场格局集中度进一步提升。赛意为 SAP、Oracle 等高端 ERP 产品头部实施商，市场地位进一步提高，订单充沛。长期来看，赛意自研核心 ERP 之外的营销、业财等泛 ERP 产品，满足客户对 ERP 的多样性需求，打开增量市场空间。横向来看，ERP 和 MES 各为制造企业数字化紧密相连一环，公司实施 SAP 等高端 ERP 拉动对智能制造产品的需求。第三级，修炼内功，实现量、质双升：营收端，公司巩固优势行业，向腰部客户渗透，开拓新行业，突破头部灯塔客户；设立央企事业部，从民企客户向央企拓展；设立华东总部，再造一个“华南”。毛利端，赛意加大研发，推出自研产品，提升自研产品营收占比，同时，推出行业套件、技术中台，提升产品标准化程度，拉升毛利率。费用端，“谷神”平台提升人力复用率，2022 年开展 LTC 管理改革，优化管理效率。盈利预测与投资评级：赛意信息是 A 股稀缺的离散制造企业信息化“产品+服务”提供商。智能制造业务乘行业东风，有望持续高增，泛 ERP 业务有望稳步增长。公司营收高增，盈利质量提升，我们认为公司有望成为离散制造龙头企业。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 2.52/3.41/4.58 亿元。首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：自研产品进度不及预期；政策推进不及预期；行业拓展进度不及预期。

（证券分析师：王紫敬 研究助理：王世杰）

### 科思股份（300856）：2022 年年报点评：盈利水平逐季提升，激励营收高增目标彰显成长信心

投资要点 2022 年营收同增 61.9%，归母净利润同增 192.1%：2022 年公司实现营收 17.6 亿元（同比+61.9%，下同），实现归母净利 3.9 亿元（+192.1%），实现扣非归母净利 3.8 亿元（+229.3%）。公司归母净利增速位于预告中值偏上。2022Q4，公司实现营收 5.2 亿元（+48.7%），实现归母净利 1.3 亿元（+534.6%），实现扣非归母净利 1.3 亿元（+670.6%）。盈利能力逐季提升，研发投入增加：2022Q4 公司毛利率/净利率分别为 45.0%/26.0%，分别同比+24.7pct/+19.9pct。受益于两轮提价以及高毛利产品（如 PA、PS）销售增加，公司盈利水平在 2022 年各季度呈现逐季提升趋势。2022 年公司研发投入有所增加，研发人员同增 45%至 272 人。财务费用减少主要系汇兑收益增加，公司汇兑收益约 2500 万元。年内新品类有望逐步投产，化妆品原料在建产能规模较大：（1）化妆品原料：截至 2022 年底，设计产能为 27070 吨/年，产能利用率达 81.1%，在建产能达 20800 吨/年。其中，马鞍山科思的 2000 吨/年的物理防晒剂二氧化钛已建成试生产，安庆科思高端个护及合成香料项目已全面启动，首批建成投产后将形成 12800 吨/年的氨基酸表面活性剂、2000 吨/年的高分子增稠剂卡波姆、3000 吨/年的新型去屑剂 PO 和 1000 吨/年的 PS 等产能，预计将于 2023H2 起逐步投产。（2）合成香料：截至 2022 年底，设计产能为 16400 吨/年，产能利用率达 54.1%。股权激励覆盖范围较广，营收高增目标彰显公司成长信心：本次股权激励实际获授数量=公司归属系数\*个人归属比例\*个人计划获授数量。公司归属系数设置 100%、90%、80%三档，以 2022 年营收为基数，2023~25 年当年营收较 2022 年增速 CAGR 分别不低于 30%/28%/25%，则分别对应 100%/90%/80%三档公司归属系数。本次股权激励涉及员工范围广，包括董事、高管、核心技术人员以及业务骨干共 89 人，拟授予限制

性股票总量为 190 万股，占总股本的 1.12%。盈利预测与投资评级：公司是稀缺的化妆品原料全球龙头，需求较为旺盛、新品类推出较快，我们将公司 2023-24 年归母净利润从 4.77/6.04 亿元上调为 4.87/6.17 亿元，分别同增 25%/27%，预计 2025 年归母净利润为 7.79 亿元，同增 26%，当前市值对应 2023~25 年 PE 为 19x/15x/12x，维持“买入”评级。风险提示：原材料价格波动、疫情反复、重要客户流失。

(证券分析师：吴劲草 证券分析师：张家璇)

### 海思科 (002653): 2022 年报点评: 环泊酚持续增长, 国际化+BD 有望取得突破

**投资要点** 环泊酚持续、快速增长。2022 年, 公司营收 30.2 亿元, 同增 8.7%, 归母净利润 2.8 亿元, 同增-19.7%, 扣非归母净利润 9.6 千万元, 同增 171.4%。收入端, 麻醉产品 4.4 亿元, 同增 626.8%, 其中环泊酚销售 4.35 亿元, 准入 1300 家医院, 2023 年目标达成超 1000 万支。其他板块, 原料药及专利技收入 7.5 亿元, 同增 7.2%; 肠外营养销售 6.4 亿元, 同增-24.7%; 其他适应症 3.7 亿元, 同增 25.4%。费用端, 销售费用率 37.7% (同增 2.5 pct), 管理费用率 10.9% (同增-1.8 pct), 研发费用率 14.9% (同增-0.8 pct)。扣非净利率 3.2% (同增 1.9 pct), 增长显著。研发项目快速推进, 多产品进入临床后期。环泊酚美国 III 期临床持续推进; HSK16149 糖尿病外周神经痛已递交 NDA; HSK76532 型糖尿病已递交 NDA 申请; HSK21542 术后镇痛/瘙痒正在开展 III 期临床, 即将进行 NDA 申报; HSK31679 (原发性高胆固醇血症) 即将进入 II 期临床; HSK29116 (B 细胞淋巴瘤) 正在进行 I 期临床; HSK40118 (NSCLC)、HSK38008 (前列腺癌) 预计 2023 年将陆续进入 I 期临床; HSK31858 (非囊性支气管扩张) 积极推进 II 期临床。HL231 (COPD) 正在进行 II 期临床研究。2024-25 年有望集齐 4 款创新药, 整体销售峰值看到 55-75 亿元。创新前瞻, 国际化+BD 有望取得突破。HSK3486 麻醉诱导第一项美国 III 期临床已达到终点, 第二项 III 期临床顺利推进中, 2023 年计划在美国、欧洲开展第三项 III 期临床。2023 年推进 HSK3486 及 HSK29116 的海外临床, 争取创新药对外合作/授权有所突破。公司引进的利鲁唑口腔膜 EXSERVANTM (渐冻症), 公司将负责 EXSERVANTM 在中国的注册和商业化活动, 目前积极准备上市申请, 有望贡献新增长点。盈利预测与投资评级: 公司研发投入强度较大, 对外授权、政府补助收益确认时间存在不确定, 我们将 2023-2024 年的归母净利润由 4.0/6.1 亿元, 下调为 3.1/4.1 亿元, 预计 2025 年归母净利润为 6.0 亿元, 当前市值对应 2023-2025 年 PE 分别为 102/76/51 倍。由于公司: 1) 环泊酚商业潜力较大, 持续兑现; 2) 新药规模效应逐渐体现, 盈利能力提升; 3) 创新药对外授权有望增厚利润; 4) 创新产品迎接收获期, 中长期业绩加速, 维持“买入”评级。风险提示: 创新药放量不及预期, 药品降价风险, 带量采购风险

(证券分析师: 朱国广)

### 药康生物 (688046): 2022 年年度报告点评: 业绩符合预期, 国内有望逐步恢复, 境外业务维持高增长

**投资要点** 事件: 2023 年 4 月 19 日晚药康生物发布 2022 年年度报告, 2022 年公司实现营收 5.17 亿元 (+31.17%, 括号内为同比, 下同), 归母净利润 1.65 亿元 (+31.79%), 扣非归母净利润 1.02 亿元 (+32.16%); 单 Q4 营收 1.30 亿元 (14.22%), 归母净利润 3652 万元 (-7.58%), 扣非归母净利润 2446 万元。功能药效势头迅猛, 研发投入+产能规划奠定长期增长基础: 分业务来看, 商品化小鼠模型销售营收 3.23 亿元 (+27.58%), 定制繁育营收 6450 万元 (+13.78%),

模型定制营收 2328 万元 (-5.22%)，功能药效营收 9707 万元 (+81.51%)。商品化小鼠模型销售作为公司主要收入来源继续保持较快增长，营收占比 62.7%；随着公司小鼠品系库的丰富、服务体系的完善以及客户需求的增长，公司功能药效业务快速增长，营收占比已达 18.82%，我们预计此趋势有望保持。研发层面来看，公司 2022 年研发费用同比增长超 50%，“斑点鼠计划”已完成品系超 20000 个，2022 年新增 1700 个；“野化鼠”750 胖墩鼠已向市场批量化供鼠，管线上已有超过 20 个野化鼠品系，自 2023 年起将陆续推向市场。产能层面来看，公司 2022 年已有 20 万笼位，在建 9 万笼位，产能充足。境内有望逐步复苏，海外保持高速增长：分地区来看，境内营收 4.49 亿元 (+22.25%)，境外营收 6642 万元 (+166.24%)，海外业务占比已达 12.9% (其中工业客户营收占比超 70%)。国内市场主要区域全覆盖，销售渠道建设完整，2022 年新增客户 700 家，成都、广东药康均已实现盈利；海外加速渠道建设，2022 年公司新拓展海外客户超 100 家，以北美为开拓重点，授权 Charles River 代理下一代 NCG 小鼠，有望迅速打开市场。我们认为随着疫后高校科研端复苏，公司对于国内 pharma 客户的开拓以及可能的投融资回暖，国内有望重回高增长；海外拥有更大市场空间，且公司相较于国际龙头在成本、效率、品系数量等方面有较大优势，海外业务有望继续保持翻倍增长。盈利预测与投资评级：考虑到行业经营环境的变化，我们将公司 2023-2024 年营收预期由 7.99/11.30 亿元调整为 6.82/8.93 亿元，归母净利润预期由 2.52/3.59 调整为 2.12/2.70 亿元，我们预计公司 2025 年营收和利润分别为 11.49/3.43 亿元，当前股价对应 PE 分别为 47/37/29x，维持“买入”评级。风险提示：海外市场拓展不及预期；下游景气度下降风险；技术授权与更新迭代风险等。

(证券分析师：朱国广 证券分析师：周新明 研究助理：张坤)

### 安克创新 (300866)：2022 年年报点评：归母净利润同比+16%符合预期，加大研发投入夯实产品力优势

**投资要点** 事件：公司发布 2022 年报。公司 2022 年实现收入 142.51 亿元/+13.3%yoy；归母净利润 11.43 亿元/+16.4%yoy 符合预期；扣除非经常性损益后，扣非净利润为 7.81 亿元，同比+10.4%。线上占比提升导致毛利率、费用率上涨，存货周转大幅改善：2022 年公司毛利率/销售净利率为 38.7%/ 8.3%，同比+8.4pct/+2pct。2022 年公司销售/管理/研发费用率分别为 20.6%/ 3.3%/ 7.6%，同比+1.17pct/+0.29pct/+1.39pct。毛利率、费用率相对更高的线上渠道占比提升，使公司毛利润率和期间费用率都有所增长；研发投入的上升有助于提高产品竞争力，从而进一步扩大市场、夯实品牌力。公司调整备货策略，存货周转天数从 81 天下降到 73 天，期末存货额同比下降 28%。充电类保持稳定增速，积极培育新品类：2022 年公司充电类实现收入 68.8 亿元，同比+23.8%，占总营收的 48.3%；智能创新类实现收入 43.9 亿元，同比+7%；无线音频类实现收入 28.2 亿元，同比-1.06%。其他类实现收入 1.6 亿元，同比+143.5%。其他类的大幅增长反映公司正在不断探索新的品类。中东及内地市场高增，线上独立站渠道取得突破：公司线下与多渠道卖家合作打入全球市场，线上深耕销售平台精细化管理及运营。2022 年中东和中国大陆增长明显，同比+35.7%/ 24.2%。2022 年公司线上/ 线下渠道收入增速分别为 18.17%/ 4.87%，线上渠道收入占比为 66.34%，同比+4.3pct，线上增速快于线下。线上独立站渠道表现亮眼，2022 年实现收入 6.76 亿元，同比+71.75%，独立站渠道收入占比提升至 4.75%。独立站的发展有

利于巩固公司品牌形象，降低平台费用率。 盈利预测与投资评级：  
安克创新是跨境电商赛道中品牌力突出的稀缺龙头。随着海外消费的恢复，公司海外业务需求有望复苏。我们将公司 2023-24 年归母净利润预测从 12.5/ 13.8 亿元调整至 12.4/ 14.3 亿元，预计 2025 年归母净利润为 16.4 亿元，同比+9%/ +15%/ +14%，4 月 19 日收盘价对应 P/E 为 23x/ 20x/ 17x，维持“买入”评级。 风险提示：汇兑损益，新品不及预期，海外消费能力及跨境贸易风险等  
(证券分析师：吴劲草 证券分析师：阳靖)

## 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>