

责任编辑:

周颖

☎: 010-80927635

✉: zhouying_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130511090001

要闻

4月23日,国新办举行推动外贸稳规模优结构国务院政策例行吹风会。商务部、人民银行、海关总署等相关人士在会上透露,将出台一系列举措推动外贸稳规模优结构。

证监会对国家发改委移交的34个企业债券项目依法履行了注册程序,同意核发注册批文。

央行4月23日开展890亿元7天期逆回购操作,中标利率2.0%。

国务院总理李强主持国务院第一次专题学习。

一季度,我国外贸实现稳增长,呈现逐月向好态势,其中,推动加工贸易转移和转型升级、支持跨境电商发展等成为重点。

银河观点集萃:

- **宏观:** 人民币国际化的未来空间: 首先国家综合实力是最终的决定因素, 以中国为代表的新兴经济体发展最终会推动国际货币多元化。其次, 世界数字技术的快速进步, 也是打破单极格局的新生力量。最后国际货币也都会受到国际收支平衡的约束。例如美国为全世界提供美元, 会导致美国经常账户长期处于逆差状态, 即面临“特里芬难题”。这意味着随着人民币国际化进程的推进, 中国金融账户的净流入会增加, 但经常账户余额将趋于缩小, 体现为出口与世界更为同步, 进口与出口之间更趋平衡。
- **传媒:** 短期来看, 随着新一轮产品周期开启, 盈利端叠加政策端释放的积极信号有望提振游戏行业估值。长期来看, AIGC有望帮助游戏厂商实现场景和原画的低成本、高质量地批量生产, 从而实现游戏厂商的降本提效。我们重点推荐研发实力强、研发投入大的游戏企业以及在AIGC上领先的头部互联网科技企业。推荐标的包括: 腾讯控股(0700.HK)、吉比特(603444.SH)、三七互娱(002555.SZ)、完美世界(002624.SZ)、电魂网络(603258.SH)、姚记科技(002605.SZ)、神州泰岳(300002.SZ)、祖龙娱乐(9990.HK)、网易-S(9999.HK)。
- **银行:** Q1信贷实现开门红, 实体融资需求逐步回暖, 叠加货币政策趋稳、空间仍存, 银行经营环境良好, 基本面预计维持稳健, 地产风险对资产质量影响有限。中特估催化下, 银行面临估值提升机遇。我们继续看好银行板块投资机会, 关注一季报披露窗口期, 优选区域资源禀赋突出、信贷增长动能强劲的城农商行, 同时关注产业链修复和零售业务布局领先的股份行估值修复机会。个股方面, 继续推荐江苏银行(600919)、常熟银行(601128)、宁波银行(002142)、招商银行(600036)、平安银行(000001)。

银河观点集锦

宏观：人民币国际化的现实路径与未来空间

核心观点

自 2014 年中央文件首次提出“稳步推进人民币国际化”以来，人民币国际化的路径越来越清晰。目前看，大宗商品计价、双边贸易本币结算，以及新型跨境支付系统（如多边央行数字货币桥）可能是发展的重点路径。可以从跨境收付功能、储备功能和投融资功能三项指标来分析人民币国际化的程度。目前人民币在全球贸易结算、储备、投融资领域所占比例仍然有限，但成长速度明显。

1. 跨境收付功能：根据 SWIFT 数据，人民币占全球支付比例从 2009 年的 0.1% 上升至 2021 年的 2.42%。《2022 年人民币国际化报告》显示，2021 年人民币跨境收付金额合计为 36.61 万亿元，同比增长 29.0%。其中实收 18.51 万亿元，同比增长 31.3%；实付 18.10 万亿元，同比增长 26.7%，收付比为 1:0.98，净流入 4044.70 亿元，上年同期为净流出 1857.86 亿元。人民币跨境收付占同期本外币跨境收付总额的 47.4%，较 2020 年全年提高 1.2 个百分点。2021 年直接投资人民币跨境收付金额合计为 5.8 万亿元，同比增长 52.3%。其中，对外直接投资人民币跨境收付金额 1.64 万亿元，同比增长 56.2%；外商直接投资人民币跨境收付金额 4.16 万亿元，同比增长 50.7%。

2. 储备功能：根据 IMF 数据，2022 年全球央行共持有外汇储备 11 万亿美元，其中人民币规模为 2984.35 亿美元，占比 2.49%，较 2016 年刚加入 SDR 时提升 1.60 个百分点，在主要货币中排名第五位。

3. 投融资功能：2022 年末中国债券都已经被纳入三大主要国际债券指数。此外境外主体持有的境内人民币资产的余额达到了 9.6 万亿元，其中股票和债券规模分别为 3.2 万亿元和 3.5 万亿元，比 2016 年同期增长了 392% 和 306%。融资方面，境外发行人在我国债券市场累计发行 6300 亿元人民币熊猫债。直接投资方面，2012 至 2022 年中国对外投资增长 51%，而对外直接投资人民币跨境结算量增长 4151%。2022 年，我国对外非金融类直接投资额达 1168.5 亿美元，其中人民币结算部分为 1239.5 亿人民币，大约占总投资的 15.6%。

人民币国际化的未来空间：首先国家综合实力是最终的决定因素，以中国为代表的新兴经济体发展最终会推动国际货币多元化。其次，世界数字技术的快速进步，也是打破单极格局的新生力量。最后国际货币也都会受到国际收支平衡的约束。例如美国为全世界提供美元，会导致美国经常账户长期处于逆差状态，即面临“特里芬难题”。这意味着随着人民币国际化进程的推进，中国金融账户的净流入会增加，但经常账户余额将趋于缩小，体现为出口与世界更为同步，进口与出口之间更趋平衡。

风险提示：地缘政治事件、全球经济衰退

（分析师：高明）

传媒：4月国产游戏版号发放，供给端持续改善

1、事件

2023年4月20日，国家新闻出版署正式发布4月份国产网络游戏审批信息，共86款国产网络游戏获得版号。

2、分析和判断

国内版号持续发放，供给端持续改善 从数量上看，本次通过审批的游戏共86款，相比3月的86款持平。从近几个月的趋势来看，版号审批已经逐渐松动。从产品归属上看，国内众多头部公司均取得版号，重点游戏产品包括吉比特旗下雷霆游戏的《不朽家族》(m66)、三七互娱自研卡牌《龙与爱丽丝》、中青宝《看见飘扬的斗篷了吗》《欢乐斗兽场》、恺英网络和腾讯联合开发运营的《石器时代：觉醒》等。我们认为版号发放整体趋势的向好持续优化供给端，游戏新产品周期正逐步开启，各家游戏公司盈利端将逐步企稳。

AIGC 渗透游戏产业链，商业化探索快速落地 随着3月20日英伟达开发者大会(GTC)和3月22日微软游戏开发者大会(GDC)的相继召开，生成式人工智能(AIGC)颠覆传统游戏开发，塑造全新游戏体验，从而提高用户付费频次和实现潜在增收的逻辑基本成立。算力方面，在ChatGPT持续渗透背景下，AIGC领域软硬件结合的飞轮效应逐渐形成。内容方面，AIGC正深入渗透进入游戏开发各环节，在游戏资产生成、内容更新优化和游戏运营及管理等领域的应用正快速落地，有望实现降本增效。我们认为随着能够实现游戏中语音、图像、文字等多种信息的智能识别和处理的多模态AIGC应用的成熟，游戏在玩法、剧情的自由度和多样性也有望得到显著提升，从而为玩家提供更多的选择和挑战，进一步提高用户的付费频次和付费深度。

投资建议 短期来看，随着新一轮产品周期开启，盈利端叠加政策端释放的积极信号有望提振游戏行业估值。长期来看，AIGC有望帮助游戏厂商实现场景和原画的低成本、高质量地批量生产，从而实现游戏厂商的降本提效。我们重点推荐研发实力强、研发投入大的游戏企业以及在AIGC上领先的头部互联网科技企业。推荐标的包括：腾讯控股(0700.HK)、吉比特(603444.SH)、三七互娱(002555.SZ)、完美世界(002624.SZ)、电魂网络(603258.SH)、姚记科技(002605.SZ)、神州泰岳(300002.SZ)、祖龙娱乐(9990.HK)、网易-S(9999.HK)。

风险提示 行业政策监管趋严、国内外游戏市场竞争加剧等，AIGC技术发展不及预期。

(分析师：岳铮)

银行：Q1社融和经济改善明显，政策趋稳但空间仍存

1、核心观点

经济稳步恢复，3月单月数据转暖，消费与出口强劲 2023Q1 GDP 同比增长 4.5%，相较于 2022 年实现修复。3 月单月规模以上工业增加值同比增长 3.9%，较上年末实现改善；3 月固定资产投资额同比下降 0.75%，表现偏弱；3 月社会消费品零售总额同比增长 10.6%，由负转正并实现两位数高增，复苏强劲；3 月出口同比增长 14.8%，高于去年同期；PMI 录得 51.9%，维持在荣枯线以上。

社融连续超预期，居民部门信贷显著改善 3 月新增社融 5.38 万亿元，高于 4.5 万亿元的预期值，同比多增 7235 亿元，信贷增长动能持续强劲是主因，表外融资亦有所改善。3 月，新增人民币贷款 3.95 万亿元，同比多增 7211 亿元；新增表外融资 1919 亿元，同比多增 1784 亿元。结构上看，居民部门信贷改善明显，企业贷款稳健增长。3 月单月居民部门新增贷款 1.24 万亿元，同比多增 4908 亿元，其中，新增短期贷款和中长期贷款 6094 和 6348 亿元，同比多增 2246 和 2613 亿元。3 月单月企业部门新增人民币贷款 2.7 万亿元，同比多增 2200 亿元。其中，新增短期贷款和中长期贷款 1.08 和 2.07 万亿元，同比多增 2726 和 7252 亿元。

央行货币政策委员会例会明确政策基调，银行整体经营环境向好（1）经济形势表述更加积极，货币政策趋稳但空间仍存：会议删除了“需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力”，同时稳健的货币政策转向“精准有力”，剔除了逆周期调节要求，但对稳增长稳物价扩内需的支持延续。（2）总量层面重视信贷增长节奏：会议提出要“保持信贷合理增长、节奏平稳”，更加契合一季度信贷前置效应突出以及零售端融资需求改善可持续性的实际情况。（3）结构层面偏向服务中长期高质量发展，但短期基建仍起到压舱石作用：结构工具坚持“聚焦重点、合理适度、有进有退”，弱化了对疫情冲击的支持，更加侧重普惠小微、绿色金融、科技创新等中长期视角，同时指出要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。（4）银行存款利率压降打开融资成本下降空间：会议指出“推动企业综合融资成本和个人消费信贷成本稳中有降”。考虑到当前贷款利率处于低点，持续降息概率偏低、空间有限，后续空间预计来自中小行存款利率补降。

投资建议 Q1 信贷实现开门红，实体融资需求逐步回暖，叠加货币政策趋稳、空间仍存，银行经营环境良好，基本面预计维持稳健，地产风险对资产质量影响有限。中特估催化下，银行面临估值提升机遇。我们继续看好银行板块投资机会，关注一季报披露窗口期，优选区域资源禀赋突出、信贷增长动能强劲的城农商行，同时关注地产链修复和零售业务布局领先的股份行估值修复机会。个股方面，继续推荐江苏银行（600919）、常熟银行（601128）、宁波银行（002142）、招商银行（600036）、平安银行（000001）。

风险提示：宏观经济增速不及预期导致银行资产质量恶化的风险。

（分析师：张一纬）

家电：一季度空调内销超预期增长

1、事件：

2023年3月家用空调生产1767.3万台，同比增长5.9%，销售1844.2万台，同比增长7.4%，其中内销出货1048.2万台，同比增长19.3%，出口出货796.0万台，同比下降5.1%。库存1868.1万台，同比下降5.6%。

2、分析和判断

一季度空调内销超预期增长。2023 Q1家用空调累计销售4277.7万台，同比增长5.2%，其中内外销同比+16.7%和-5.4%。三月份增长幅度和一季度基本趋同，内销实现高增长。由于进入了生产旺季，行业整体生产热度较高。从排产数据来看，二季度行业整体排产同比增长约14.3%，其中内销上涨23.4%。从零售端来看，3月份空调零售增速环比1-2月有所回落，但随着疫情抑制的需求释放及地产市场回暖带来的需求增长，空调零售有望保持稳定增长。奥维云网数据显示，2023年3月份空调线上、线下零售量同比6%和-7.95%。出口方面，同比增速下降幅度有所收窄，但由于欧美经济衰退、需求萎缩，出口实现同比增长还有一定的不确定性。

二线品牌弹性更大。3月份美的、格力和海尔内外销表现均不及行业。其中内销同比增幅分别为11.54%、15.69%和8.82%，出口同比降幅分别为23.33%、10.34%和15.79%。由于头部企业战略调整，二、三线企业获得了更大的空间，叠加基数较低，弹性更大。奥克斯、TCL、长虹和海信内销增幅均优于行业，分别为46.55%、40.0%、100.0%和30.95%，外销除海信外，均实现了正增长，奥克斯和长虹增幅达到33.33%和76.47%。累计数据来看，1-3月份美的、格力、海尔总销量同比-0.9%、-2.7%和-1.5%，其中内销量同比6.77%、8.91%和12.45%，外销量同比-7.14%、-20.33%和-21.43%。

行业内销集中度下降。3月份美的、格力、海尔总出货量市占率同比变动-4.42、-0.25、-0.61PCT，其中内销市占率同比变动-1.93、-0.89、-1.36PCT，出口市占率同比变动-6.89、-0.96、-0.77PCT。2023Q1美的、格力、海尔总出货量市占率同比变动-1.98、-1.69、-0.63PCT，其中内销市占率同比变动-2.81、-1.96、-0.47PCT，出口市占率同比变动-0.64、-2.61、-1.29PCT。从集中度来看，3月空调内、外销CR3为69.93%和60.30%，同比变动-4.18和-5.3PCT。2023年1-3月内、外销累计CR3同比变动-5.24和1.55PCT。

投资建议：3月份空调内销表现较好，随着疫后需求释放及地产市场回暖带来的需求增加，空调内销有望延续增长。出口方面实现增长面临一定的压力，但随着海外库存逐步去化，原材料和航运价格下降对出口也有一定的拉升，出口增速有望改善。建议关注美的集团（000333）、格力电器（000651）和海尔智家（600690）。

风险提示：原材料价格波动的风险；行业竞争加剧的风险；内需恢复不及预期的风险。

（分析师：李冠华）

立华股份(300761.SZ): 黄鸡价格好转带动 22 年业绩高增, 市占率稳步提升中

1、**事件** 公司发布 2022 年年度报告、2023 年一季度报告。

2、**核心观点:**

22 年公司业绩高速增长, 23Q1 业绩承压 2022 年公司营收 144.47 亿元, 同比+29.79%; 归母净利润 8.91 亿元, 同比+325.18%; 扣非后归母净利润为 8.65 亿元, 同比+282.71%。业绩高增主要受益于黄羽鸡价格向好。公司综合毛利率 14.4%, 同比+6.51pct; 期间费用率为 6.47%, 同比-0.33pct。22Q4、23Q1 公司营业收入 43.25 亿元、34.11 亿元, 同比+37.06%、+25.83%; 归母净利润 2.41 亿元、-3.91 亿元, 同比+15.2%、-120.15%; 扣非后归母净利润 2.34 亿元、-4.17 亿元, 同比+40.91%、-122.25%; 销售毛利率为 14.09%、-4.8%, 同比+2.14pct、-13.32pct。期间费用率为 4.98%、7.22%, 同比-2.01pct、-0.97pct。分红预案: 每 10 股派发现金股利 8 元(含税), 以资本公积金向全体股东每 10 股转增 8 股。

黄鸡销量增长稳健, 市占率逐年提升 2022 年公司销售商品肉鸡 4.07 亿只, 同比+5.99%, 市占率达 10.91%, 公司市占率逐年提升。公司实现商品鸡销售收入 128.15 亿元, 同比+28.21%; 毛利率为 13.51%, 同比+3.45pct; 销售均价为 15 元/公斤, 同比上升 16%。公司黄羽鸡业务合作农户数为 6652 户, 同比+0.71%。受益于黄羽鸡市场供求关系持续改善, 销售价格上涨利好黄鸡业务利润好转。23Q1 公司商品鸡销售 1.01 亿只、销售收入 28.71 亿元, 毛鸡销售均价 13.1 元/公斤, 同比分别为+15.1%、+14%、-5.1%。公司坚持既定稳健发展战略, 继续加大对西南、华南及华中等主要消费市场的开发力度。另外, 公司持续推进黄鸡屠宰业务, 湘潭、扬州屠宰加工项目已建成并逐步投入运营; 泰安、潍坊、合肥等项目顺利推进中, 预计在 23、24 年完成投产。22 年公司销售冰鲜鸡及冻品 5.73 万吨, 同比+14.26%。

生猪出栏快增长, 生猪产能达 150 万头 2022 年公司持续推进养猪板块中长期发展规划, 生猪养殖业务合作农户数为 280 户, 同比+31.46%。22 年公司销售肉猪 56.44 万头, 同比+36.82%; 销售均价 20.56 元/kg, 同比+14.22%; 实现销售收入 14.47 亿元, 同比+41.96%; 毛利率为 22.14%, 同比+35.37pct。23Q1 末, 公司固定资产、在建工程、生产性生物资产分别为 58.09 亿元、8.04 亿元、4.96 亿元, 环比 22 年末为+1.24%、+6.21%、-5.7%。公司围绕江苏、安徽核心养猪区域, 发展养猪产业。截至 22 年末公司已建成生猪产能约 150 万头, 计划到 25 年实现产能 300 万头。公司自繁父母代种猪存栏充足, 为后续出栏增长奠定基础。

投资建议 公司国内第二大黄羽鸡养殖企业, 公司持续推进黄羽鸡、生猪产能扩张。考虑黄羽鸡供需结构较优, 后续价格走势可期。我们预计 2023-2025 年 EPS 分别为 3.15 元、4.61 元、3.11 元, 对应 PE 为 13 倍、9 倍、13 倍, 维持“推荐”评级。

风险提示 动物疫病与自然灾害的风险; 原材料供应及价格波动的风险; 黄羽鸡与生猪价格波动的风险; 政策变化的风险等。

(分析师: 谢芝优)

华东医药(000963.SZ): 业绩符合预期, 看好新业务恢复高增长

1、事件

公司发布 2023 年一季报, 公司 2023 年 1-3 月实现收入 101.15 亿 (+13.23%), 环比 2022 年 Q4 增长 2.62%, 归母净利润 7.55 亿 (+7.23%), 扣非净利润 7.58 亿 (+8.45%), 若排除股权激励费用及参控股研发机构等损益, 实现扣非归母净利润 8.55 亿元 (+14.99%)

2、核心观点

工业及商业增速稳中有升, 净利润同比增长均超 15%。2023 年 1-3 月, 中美华东实现营收 30.75 亿元 (含 CSO 业务, +10.19%), 扣非归母净利润 6.67 亿元 (+15.90%), 环比 2022Q4 增长 39.98%, 整体经营保持稳定增长; 商业板实现营收 68.44 亿元 (+15.67%), 净利润同比增长 15.06%, 增速提升主要是阶段性药品需求增加所致。

Q1 医美及工业微生物业务略受影响, 看好 Q2 及全年高速增长。2023 年 1-3 月公司医美业务实现营收 5.03 亿元 (+10.86%)。海外增速受到部分区域订单延迟影响同比放缓, Sinclair 实现营收 3,380 万英镑 (+8.89%, 约合人民币 2.84 亿), EBITDA 299 万英镑。国内业务受市场回暖及拓展顺利带动, 实现较好恢复, 欣可丽美学实现营收 2.1 亿元 (+33.83%), 环比 2022Q4 增长 10.51%。此外, 工业微生物略受到核苷原料中间体国际需求下滑影响, 其余产品保持稳定增速。我们认为, 医美及工业微生物发展势能强劲, 随着内部布局愈发完善及外部不利因素出清, 2023 年 Q2 起有望恢复高速增长态势。

研发及 BD 进展顺利, 多条产线稳步推进。2023 年 Q1 公司医药工业研发投入 3.87 亿元 (直接研发 3.06 亿元+产品引进及研发股权投资 0.81 亿元)。主要研发进度: ELAHERE 已于 3 月完成 pre-BLA 递交, 计划年内提交 BLA 申请; 迈华替尼预计 Q2 开展上市申报; HDM3002 已于 2 月递交国内 IND 申请; HDM3001 已于 4 月完成 pre-BLA 递交; HDM1002 已于 2 月递交中国 IND, 计划 4 月完成美国 IND 申请递交; 利拉鲁肽注射液有望年内获批; 司美格鲁肽注射液&德谷胰岛素注射液: 预计下半年启动 III 期临床研究; HD-NP-102 已于 4 月完成中国 pre-NDA 递交; Ellans é® M 型国内受试者入组完毕并开始随访, 美国 Ellans é®注册启动 Sculpt&Shape 于欧洲市场推出, 芮艾瑛®计划 Q2 国内上市销售。BD 方面: 1 月, 子公司华东医药 (杭州) 获恺兴生泽沃基奥仑赛注射液的独家商业化权益, 公司血液肿瘤治疗领域多维度管线布局进一步形成; 4 月, 子公司中美华东以不超过 2.65 亿元获南农动药 70% 股权, 进一步完善工业微生物产业布局。

3、投资建议

公司是集医药研发、生产、经销为一体的大型综合性医药公司，医美与工业微生物板块高速发展，医药工业与商业板块经营保持稳健，创新转型为公司中长期发展提供想象空间。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 31.20/37.55/45.15 亿元，同比增长 24.83%/20.37%/20.24%，EPS 分别为 1.78/2.14/2.57 元，当前股价对应 2023-2025 年 PE 为 23/19/16 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：研发进度不及预期的风险、市场竞争加剧的风险、降价超预期的风险、产品注册进度不及预期的风险。

(分析师：程培)

华阳集团 (002906.SZ): 客户群继续扩张, 定增扩产面向汽车智能化、轻量化趋势

1、事件

公司发布 2022 年度报告和 2023 年一季度报告。

2、核心观点

(一) 汽车电子业务稳健增长, 精密压铸业务快速导入客户。2022 年公司实现营业收入 56.38 亿元, 同比+25.61%, 实现归母净利润 3.80 亿元, 同比+27.40%。2023 年 Q1, 公司实现营业收入 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%, 同比增速放缓主要系下游主机厂客户受车市总体低迷影响销量短期不振。

汽车电子业务产品线持续优化, 获得多个项目定点。汽车电子业务实现营收 37.45 亿元, 同比+27.14%, 占总营收比重的 66.43%。年内公司丰富了汽车电子产品线, 实现智能座舱域控、数字声学系统、自动泊车、数字钥匙等多类新产品量产, 并获得长城、长安、吉利、广汽、北汽、比亚迪、奇瑞、赛力斯、蔚来、理想、小鹏等国内头部主机厂客户的新定点项目。另外, 公司继续保持了与老客户的紧密合作关系, 为长城汽车蓝山配套了屏显示类、HUD、车载无线充电产品, 自上市以来, 蓝山累计订单突破万辆, 具备成为又一 SUV 爆款潜力。

精密压铸业务快速导入客户, 应用领域扩张带来业务增量空间。精密压铸业务是公司第二大业务, 2022 年实现营收 13.24 亿元, 同比+41.10%, 占营收总比重的 23.48%。公司在年内拓展了精密压铸的应用领域, 增加了新能源三电系统、热管理系统和汽车电子零部件 (HUD、激光雷达、毫米波雷达) 等新应用领域项目, 产品类别从小件逐步向中大件延伸。公司成功导入比亚迪、博世、博格华纳、宁德时代、法雷奥、伟世通、采埃孚、电装、爱信、亿纬锂能、

日本精机等汽车零部件龙头企业的新项目，新能源和汽车电子订单占比大幅增加。

(二) 定增扩充核心业务产能，面向汽车未来发展趋势。2022 年公司拟通过非公开发行股票募集资金总额不超过 20 亿元，募集资金扣除费用后拟用于智能汽车电子产品产能扩建项目、汽车轻量化零部件产品产能扩建项目及智能驾驶平台研发项目，主要用于扩建座舱域控、数字声学、电子内外后视镜、屏显示类、HUD、车载无线充电、精密运动机构、数字钥匙以及轻量化零部件等产能，聚焦新能源汽车智能化、轻量化发展趋势，提升公司未来业绩增长潜力。

3、投资建议

我们预计公司 2023~2025 年营业收入分别为 71.07 亿元、87.06 亿元、103.21 亿元，同比增速分别为 26.06%、22.49%、18.55%，归母净利润分为 4.54 亿元、6.05 亿元、7.40 亿元，对应 EPS 分别为 0.95 元、1.27 元、1.55 元，维持“推荐”评级。

风险提示：1、产品销量不及预期的风险；2、原材料价格上涨的风险。

(分析师：石金漫、杨策)

绿的谐波 (688017.SH)：与三花智控达成战略合作，将开拓下游扩宽市场

1、事件

近日，公司发布公告称与三花智控签订战略合作协议。合作主要内容为，在三花智控位于墨西哥的工业园内，由双方共同出资设立一家合资企业，该合资企业注册资本不低于 1000 万美元。双方同意，合资企业由绿的谐波方占据控股地位并纳入其合并财务报表范围。

2、核心观点

国产谐波减速器龙头，与热管理龙头联手，实现互利共赢。三花智控是以热泵变频控制技术和热管理系统产品的研究与应用为核心的零部件厂商，其产品广泛应用与传统燃油车、混合动力车及纯电动车等乘用车热管理领域，且已成为特斯拉等客户的供应商。基于本次签署的战略合作协议，绿的谐波和三花智控双方将以合资企业为平台并在全球范围内开展深入合作，充分利用绿的谐波的谐波减速器相关产品优势，以及三花智控的客户关系、渠道资源优势，共同拓展全球市场，实现产业联动及互利共赢。特斯拉持续布局机器人产业链，绿的谐波有望通过与三花智控的战略合作，深入特斯拉机器人供应链，通过公司核心产品拓宽下游客户公司范围，布局海外市场，形成增量业绩。

20 亿定增在即，新一代产品加持，公司核心竞争力与日俱增。近日，公司公布了定增方案，公司拟向特定对象发行股票募集约 20 亿元，用于新一代精密传动装置智能制造项目。

精密减速器作为工业机器人、数控机床、半导体制造设备等高端装备的核心零部件，与制造业景气度和经济增长密切相关。公司募投项目若建成达产，将新增新一代谐波减速器 100 万台、机电一体化产品 20 万台的年产能，公司将有效扩大精密传动装置的生产能力，丰富产品结构，满足快速增长的下游市场对精密传动装置的需求及产品类型多元化的需求，进而巩固行业地位，加速实现国产替代，进一步扩大经营规模，增强公司综合竞争力。

自动化、智能化生产仍是趋势，谐波减速器处于快速发展期。工业机器人仍将是制造业未来发展的主线之一，而公司核心产品精密谐波减速器是机器人的重要零部件。虽然受多方因素影响，我国工业机器人的产量呈现出阶段性下行，但我国制造业对自动化、智能化生产模式的需求依然旺盛。同时，随着我国《“十四五”机器人产业发展规划》、《“机器人+”应用行动实施方案》等政策的出台，将进一步促进工业机器人行业的持续发展。谐波减速器作为重点攻克核心零部件之一，基于其体积小、精度高、传动效率高的特点，除了工业机器人外，还可以广泛应用于人形机器人、高端数控机床、半导体设备等领域。随着公司技术水平提升，产品系列丰富，公司业绩有望持续稳定增长。

3、投资建议

我们认为公司核心产品具有竞争力，且成长空间伴随着新业务发展不断拓宽，业绩稳定增长可期。随着公司传统业务稳步增长以及新业务发力，我们预计 2023-2025 年可分别实现归母净利润 2.24/3.27/4.45 亿元，对应 EPS 为 1.33/1.94/2.64 元，对应 PE 为 93/63/47 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：制造业投资不及预期的风险，行业竞争加剧的风险，募投项目发展不及预期的风险。

(分析师：鲁佩、范想想)

山高环能 (000803.SZ)：餐厨垃圾提油能力领先，生物柴油打开长期增长空间

1、事件

山高环能发布 22 年报和 23 年一季报，公司 22 年实现营业收入 17.9 亿元，同比增长 116.6%；实现归母净利润 0.85 亿元，同比增长 5.55%。23Q1 实现营业收入 6.80 亿元，同比增长 101.2%；实现归母净利润 0.40 亿元，同比下降 0.01%。

2、核心观点

外购油脂占比高拖累整体毛利率，自产率提升未来有望得到改善。22 年公司毛利率为 19.27%，同比减少 10.52pct；净利率为 4.44%，同比减少 5.66pct。公司利润率的下降是由于 22 年工业级混合油加工与销售业务中主要以外购工业油的贸易业务为主，该类业务毛利率偏

低，因此拉低了整体毛利率，23Q1 公司增收不增利也是同样的原因。我们认为，随着公司餐厨垃圾处理规模和产能利用率的提升，自提 UCO 量将有明显提升，公司盈利能力有望改善。

公司持续布局餐厨垃圾处理业务，已形成规模化发展格局。截至 2022 年末，公司已实现在国内十余个城市垃圾处理布局，投资建设运营了济南、青岛、烟台、石家庄、太原、湘潭、武汉、兰州、大同等地区多个大型城市餐厨垃圾处理和资源化利用项目，形成规模化发展格局。目前公司合并报表内运营产能已达 4630 吨/日，处于行业领先地位。根据规划，未来公司将通过招投标、收购等方式持续提升产能规模，保障业绩持续增长。

提油能力全国领先，销售规模提升有望进一步增厚业绩。公司目前在手餐厨项目产能对应油脂提取量为 5.5-6.0 万吨/年，提油能力超过 4%，高于国内同行平均水平。我国是全球最有潜力的 UCO 供应市场，潜在供应量或超 600 万吨，目前国内已开发原料规模不足一半，未来仍有较大的拓展空间。公司已通过欧盟可持续和碳认证（ISCC），获得 UCO 销往欧盟各国的通行证，22 年公司积极开拓客户市场，创造更高价值。未来伴随着油脂收集力度加大，油脂销售规模的提升有望进一步增厚业绩。

以餐厨项目为核心，打通生物柴油产业链上下游。22 年 9 月公司与山东尚能签署《合作协议》，双方共同出资建设 10 万吨/年酯基生物柴油和 40 万吨/烃基生物柴油项目，合作项目总工期拟为 15 个月，努力促成项目公司在 2023 年 10 月 31 日前完成主要装置建设并具备投产条件，届时公司将成为国内少有的完整布局生物柴油全产业链的上市公司。随着总规模 50 万吨/年的生物柴油项目逐步落地，将为公司后续业绩增长注入强劲动力。

拟发行公募 REITs，盘活优质供热资产。2022 年，公司供热业务实现营业收入 2.58 亿元，同比增长 3.7%。目前，供热业务子公司新城热力共计运行 68 个热力站，70 个小区，7 万余户，管理面积约 740.9 万平方米，全部位于北京城市副中心区域内。公司拟以新城热力为主体发行公募 REITs，盘活存量供热项目，加快公司资金周转，加速资源化业务布局。

3、投资建议

预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 2.02/2.94/3.87 亿元，对应 EPS 分别为 0.58/0.84/1.10 元/股，对应 PE 分别为 20x/14x/11x，维持“推荐”评级。

风险提示：项目建设进度不及预期的风险；再生油脂价格下行的风险；项目产能利用率不足的风险；行业竞争加剧的风险。

(分析师：陶贻功、严明)

大丰实业 (603081.SH): 低估值文旅装备龙头，转型中的“小宋城”

核心观点：

国内文体装备龙头，业绩增长稳健

公司为国内领先的文体旅科技综合服务商，主营业务全面涵盖文旅产业链上下游（文体装备、数字艺术科技、文旅项目及场馆运营）。其中，公司为国内文体装备龙头，服务项目遍及全球 100 多个国家，国内标杆项目包括央视春晚舞台系统、北京冬奥会主火炬、杭州亚运会场馆设备、海口国际免税城主题中庭等。公司历史财务增长稳健，2016-2021 年收入由 16.1 亿增长至 29.6 亿，CAGR~13%；归母净利润由 2.0 亿增长至 3.9 亿，CAGR~15%。

文体旅产业需求旺盛，市场空间广阔

受益于疫情管控放开，文旅体行业复苏趋势确定。一方面是服务业 PMI 快速提升至近三年新高、居民出游人次回升；另一方面，我国文旅体设施建设亦将回归正轨。根据文旅部《“十四五”文化和旅游发展规划》，到 2025 年，全国各类文化设施数量达到 7.7 万，文化设施年服务人次达到 48 亿，政府和企业对于文旅项目的投资力度加大，有望为场馆建设和运营提供广阔空间。此外，随着 VR/AR、人工智能等科技发展，以及居民对文旅体产品的品质要求提升，文旅项目着更具有沉浸感、科技感、互动性的方向发展，相关技术服务商、运营商有望受益。

公司看点：文旅科技龙头，赋能文化运营转型

公司自 2017 年起向文旅服务运营转型，依托在文旅领域深厚的项目资源、科技应用、内容创作能力积累，介入剧院运营+旅游/城市演艺等领域，有望进一步优化当前收入结构，打开长期成长空间。其中，公司已打造《今夕共西溪》旅游演艺项目，同时亦获国内顶级科幻 IP《流浪地球》在泛文旅领域的授权，提供新的增量看点。在场馆运营方面，受益于地方政府对剧院运营存市场化需求，公司已承接国内多地剧院运营，未来有望对标保利文化，实现托管剧院的稳步增长。

盈利预测与估值：

预计 2022-2024 年归母净利润 2.4 亿、4.8 亿、5.7 亿，对应 PE 各为 23X、14X、12X，我们认为当前公司市值仅体现文体装备业务估值，未来伴随公司数字艺术科技、文旅项目运营收入、利润占比增加，估值仍有提升空间，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：宏观经济及消费复苏弱于预期；疫情二次传播风险；文旅项目爬坡进展低于预期。

(分析师：顾熹闽)

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

分析师：周颖，食品饮料行业分析师，清华大学本硕，2007年进入证券行业，2011年加入银河证券研究院。多年消费行业研究经历。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10% - 20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn