

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2023-04-25

宏观策略

2023年04月25日

宏观点评 20230424: 出口“逆袭”带来的意外后果

3月出口数据“逆袭”带来的“惊喜”并未持续太久，细思之下市场更加迷茫了：期待的政策没了，而经济的不确定性似乎更大了。3月出口同比增速飙升至14.8%，贸易盈余达到6010亿元，成为第一季度经济成绩单的重要“胜负手”——而历史同期这一规模从未超过3000亿元，我们测算如果3月进出口延续1至2月的低迷，那么第一季度GDP的增速将低于4%。不过，“靠出口”的不确定性在当前也尤为突出，一方面是基本面的因素，从历史上看，在主要发达经济体周期见底前，中国出口的反弹都是不稳的；另一方面则是新的“技术面”问题，由于出口结构的变化，传统追踪出口的方法和数据在第一季度出现了“失真”，而这将在未来一段时间继续存在。

晨会编辑 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

固收金工

固收周报 20230423: 反脆弱: 存续可转债弹性系数如何?

本周(4月17日-4月21日)权益市场整体下跌,全指数收跌。

固收周报 20230423: 金融数据发布会释放的信息

2023年一季度金融统计数据新闻发布会何需要关注的要点:4月11日,央行发布了2023年第一季度金融统计数据。对于近期信贷和通胀走势出现背离的现象,央行认为经济基本面和高基数等因素是使得近期物价回落的原因,而货币信贷较快增长本质上是受时滞的影响,金融数据领先于经济数据反映的是供需恢复不匹配的现状,目前经济运行状况与通缩有明显区别。我们认为,通胀数据短期内受食品项、汽车降价促销活动以及石油价格下降等因素的扰动,长期来看物价仍呈现温和上涨态势,同时M2和社融增长相对较快,目前我国尚不具备通缩条件。对于下阶段货币政策是否具有转向的可能性,央行表示下一步将继续实施稳健的货币政策,保持货币信贷合理增长,确保利率水平合适。政策基调方面,一季度货币政策执行报告删除了关于“逆周期调节”和“信贷量的合理增长”的表述,未来增量货币政策空间可能受限,需关注后续政策表述。结构性工具方面,央行此前曾表示结构性货币政策工具要“有进有退”,其中“退”指的是不再新发放资金,并要求平稳有序,存量资金仍存,短期内流动性无虞。利率水平方面,央行认为近期部分银行存款降息行为属正常现象,意味着其大概率不会引导金融机构下调存款利率;央行对房价出现趋势性上涨苗头的城市及时退出支持政策做出要求,暗示房贷利率下限宽松力度收缩,房地产刺激力度边际减弱。

固收点评 20230422: 中资地产美元债数据跟踪半月报 (20230410-20230421)

中资地产美元债价格异动情况: 20230410-20230421期间,价格涨幅前五的债券分别为:阳光城发行的 SUNSHI 5.3 01/11/22 (7.84%)、大发地产发行的 DAFAPG 12 1/2 06/30/22(6.80%)、佳源国际发行的 JIAYUA 7 01/27/25 (5.43%)、远洋地产宝财发行的 SINOCE 3 1/4 05/05/26

(4.93%)、景瑞控股发行的 JINGRU 12 07/25/22 (3.38%)。价格跌幅前五的债券分别为：中梁控股发行的 ZHLGHD 9 1/2 07/29/22 (-81.29%)、祥生控股发行的 SHNSUN 10 1/2 06/07/22 (-40.37%)、祥生控股发行的 SHNSUN 12 08/18/23 (-35.80%)、禹州集团发行的 YUZHOU 7 3/8 01/13/26 (-26.22%)、禹州集团的 YUZHOU 6 10/25/23 (-26.22%)。

固收点评 20230422：绿色债券周度数据跟踪（20230417-20230421）

一级市场发行情况：本周（20230417-20230421）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 8 只，合计发行规模约 48 亿元，较上周减少 82.51 亿元。发行年限以 5 年及以下中短期为主；发行人性质以中央国有企业、地方国有企业和民营企业为主；主体评级以 AA、AA+和 AAA 为主。发行人地域为江苏省、湖南省、福建省、新疆维吾尔自治区、四川省和云南省。发行债券种类为公司债、中期票据、超短期融资券和商业银行普通债。

固收点评 20230422：二级资本债周度数据跟踪（20230417-20230421）

一级市场发行与存量情况：本周（20230417-20230421）无新发二级资本债。截至 2023 年 4 月 21 日，二级资本债存量余额达 36,892 亿元，与上周末（20230414）持平。

行业

推荐个股及其他点评

英科再生（688087）：2022 年报点评：收入平稳增长，纵横拓展积极推进

盈利预测与投资评级：公司为再生塑料先行者，项目稳步推进有望持续贡献增长，考虑到新冠疫情反复，宏观环境波动较大，原材料价格上涨等影响，我们将公司 2023-2024 年归母净利润 3.79/ 4.62 亿元下调至 2.99/3.76 亿元，预计 2025 年归母净利润为 4.57 亿元，对应 PE 为 16/13/11 倍 PE，维持“买入”评级。

奥普特（688686）：2023 年一季报点评：3C 业务快速增长，费用率上提压制利润端表现

盈利预测与投资评级：我们维持 2023-2025 年归母净利润分别为 4.89、6.82 和 9.27 亿元，当前市值对应 PE 分别为 38/27/20 倍，基于公司在 3C 行业持续扩张的潜力，以及新能源业务的成长空间，维持“增持”评级。风险提示：新能源放量不及预期，盈利能力下滑，行业拓展不及预期等。

启明星辰（002439）：启明星辰携手中国移动的未来成长四象限

盈利预测与投资评级：我们预计 2023-2025 年启明星辰归母净利润为 9.27/12.42/16.41 亿元，同比增长 48%、34%、32%，考虑公司将持续加大研发投入，我们将公司 2023-2024 年 EPS 由 1.43/1.74 元下调至 0.97/1.30 元，预计 2025 年 EPS 为 1.72 元。我们看好公司战略新兴业务布局卓有成效，中国移动控股合作进展顺利，未来有望持续助力公司在业务深度和渠道拓展方面高速增长，维持“买入”评级。

华夏眼科（301267）：2022 年报&2023Q1 季报点评：消费眼科占比小幅提高，公司盈利水平进一步提升

事件：2022 年公司实现营收 32.33 亿元（+5.51%），归母净利润 5.12 亿元（+12.50%），扣非归母净利润 5.39 亿元（+13.29%）；2023Q1 实现营收 9.31 亿元（+15.10%），归母净利润 1.50 亿元（+34.01%），扣非归母净

利润 1.47 亿元 (+21.47%)。非经常性损益项目主要为政府补助、投资收益、营业外收支等。考虑 2022 年及 2023 年 1 月仍受疫情影响，整体业绩符合预期。盈利预测与投资评级：考虑到疫情放开的影响，我们将 2023-2024 年公司归母净利润由 6.83/8.62 亿元调整至 6.66/8.66 亿元，预计 2025 年为 11.17 亿元，对应当前市值的估值分别为 65/50/39 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：规模扩张带来的管理风险；下属医院持续亏损的风险；专业医务人才流失的风险；医药行业政策不确定性风险。

拓普集团 (601689): 2023 年一季报点评: 毛利率保持稳定, 业绩同比增长!

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 2023-2025 年营收预测从 234.41/340.17/434.30 亿元下调至 226.22/331.57/433.33 亿元，同比分别 +41%/+47%/+31%，归母净利润从 23.85/36.09/45.44 亿元下调至 22.86/33.94/45.24 亿元，同比分别+34%/+48%/+33%，对应 PE 为 25/17/13 倍，维持“买入”评级。

快手-W (01024.HK): 2023Q1 前瞻: 商业化和利润释放持续加速

盈利预测与投资评级：我们看好公司独特的社区文化、电商商业化的加速，以及利润的持续释放。我们将公司 2023-2025 年收入由 1095/1251/1382 亿调整至 1110/1255/1387 亿，2023-2025 年经调整净利润由 11/126/183 亿调整至 17/113/184 亿，维持“买入”评级。

芒果超媒 (300413): 2022 及 2023Q1 业绩点评: 行业复苏, 广告业务有望逐步修复

考虑到 2023 年多部剧集上线及业务拓展对成本端的影响，我们将公司 2023-2024 年 EPS 从 1.30/1.51 调整为 1.25/1.43 元，并预计 2025 年 EPS 为 1.62 元，当前股价对应 2023-2025 年 PE 为 26/23/20 倍。随着宏观经济回暖、广告主预期改善，以及内部资源的进一步整合，我们认为后续业绩增速有望修复，维持“买入”评级。

安井食品 (603345): 速冻龙头新征程, 厚积淀护新航

长期看好速冻食品行业发展。公司渠道 BC 兼顾，生产基地布局完善，速冻火锅料龙头优势愈发凸显，第二增长曲线速冻预制菜持续亮眼表现，中长期逻辑清晰。

中国汽研 (601965): 2022 年/2023 年 Q1 业绩点评: 营收结构显著优化, 发力新能源+智能网联

考虑到公司顺应行业现状，主动控制专用汽车业务规模，我们将公司 2023/2024 年的营收从 40.8/49.6 亿元下调至 39.7/47.7 亿元，2025 年为 59.1 亿元，同比+21%/+20%/+24%；2023/2024 年归母净利润从 9.16/11.13 亿元下调至 8.3/10.1 亿元，2025 年为 12.6 亿元，同比+21%/+22%/+25%，对应 PE 29/24/19 倍，维持“买入”评级。

安图生物 (603658): 2022 年报及 2023 一季报点评: 疫情影响结束, 业绩恢复在即

盈利预测与投资评级：考虑到疫情放开后的影响，我们将公司 2023-2024 年归母净利润的盈利预测从 16.14/20.19 亿元下调到 14.65/17.99 亿元，预计 2025 年归母净利润为 21.92 亿元，当前股价对应 2023-2025 年 PE 估值为 23/19/16 倍，基于 1) 2023 年院端加速恢复；2) 公司发光等业务高速增长，我们维持“买入”评级。

晶科能源 (688223): 2023Q1 业绩预告点评: 23Q1 组件量利双升, N 型超额收益兑现

盈利预测与投资评级: 基于公司 TOPCon 超额收益持续兑现, 我们维持公司盈利预测, 我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 29/72/97 亿元, 同比+158%/+143%/+35%, 基于公司 TOPCon 行业领先地位, 我们给予公司 2023 年 28xPE, 对应目标价 20 元, 维持“买入”评级。

红豆股份 (600400): 2022 年报点评: 转型期利润承压, 期待高端化战略成效进一步显现

公司聚焦男装业务, 自 21 年转型开始不断推出高品质产品&持续进行渠道升级, 22 年成效初显, 直营门店店效&整体毛利率大幅提升, 但转型期费用投放较大致使 22 年利润承压。同时公司发力职业装市场、拓宽业务范围, 23 年以来已相继中标中国建设银行、国家能源集团等, 累计中标项目金额约达 5.05 亿元。新能源业务方面, 22 年切入的新能源风能已获得相应建造资质, 固态锂电池业务已取得 3GW 大功率固态锂电池项目备案、但由于专利纠纷投产建设进度延迟。考虑转型期内费用投放较大, 我们将 23-24 年净利从 1.11/1.54 下调至 0.68/1.00 亿元、增加 25 年预测值 1.33 亿元, 对应 23-25 年 PE 为 11.1/7.7/5.7X, 维持“增持”评级。

桐昆股份 (601233): 2022 年年报点评: 盈利短期承压+产能持续扩张, 业绩增长未来可期

桐昆股份 2022 年年报点评

中际联合 (605305): 2022 年报点评: 海外市场翻倍增长, 盈利水平短期承压

盈利预测与投资评级: 考虑到盈利水平有所下滑, 我们谨慎下调 2023-2024 年归母净利润预测分别为 2.93、4.16 亿元 (原值 3.63、4.56 亿元), 并预计 2025 年归母净利润为 5.42 亿元, 当前市值对应动态 PE 为 21/14/11 倍。考虑到 2023 年国内风电需求提升, 叠加海外市场拓展, 维持“买入”评级。风险提示: 风电行业景气下滑, 海外市场拓展不及预期等。

永贵电器 (300351): 2022 年报点评: 业绩符合预期, 新能源业务快速起量

盈利预测与投资评级: 公司深度布局轨道交通与工业、车载与能源信息、特种装备三大业务板块, 我们看好公司在轨交连接器领域巩固龙头地位的同时, 发力新能源连接器和充电枪业务。我们预测公司 23-25 年归母净利润分别为 2.33/3.03/3.97 亿元, 当前市值对应 PE 分别为 22/17/13 倍, 维持“买入”评级。

金科环境 (688466): 水深度处理及资源化专家, 数字化产品升级&切入光伏再生水迎新机遇

污水资源化专家, 膜实力领先。率先切入光伏领域, 用水&排污约束及降本增效驱动下, 光伏再生水百亿空间释放。我们预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 0.81/1.13/1.54 亿元, 同增 31%/39%/36%, 对应 25/18/13 倍 PE, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

新华保险 (601336): 2023 年一季度业绩预增点评: 保险预增第一弹, 估值业绩共振发令枪响

IFRS9 新金融工具准则实施, 1Q23 权益市场温和上行, 同期投资收益基数较低, 权益市场回暖推升 1Q23 利润表现。根据公告, 1Q23 公司归母净利润预计同比增长 110%至 120%, 1Q23 归母净利润中枢为 69.2

亿元（2022 年全年 98.22 亿元）。IFRS9 下，大量权益类金融资产划入 FVTPL（以公允价值计量且其变动计入当期损益），增加了股票持仓对当期净利润的波动，1Q23 沪深 300 指数和创业板指数分别上涨 4.6% 和 2.2%（1Q22 同期沪深 300 和创业板指分别下跌 14.5% 和 20.0%），权益投资收益同比明显提升助力净利润回暖。 负债端同期基数同业最低，2023 年轻装上阵。2022 年实现 NBV 为 24.23 亿元，同比下降 59.5%（A 股同业降幅 25%，负债端同期基数同业最低，2023 年轻装上阵），归因来看：NBV 新单同比小幅下滑 5.5%，但 NBV Margin 同比大幅下滑 7.4 个 pct。至仅为 5.5%，主要系受行业健康险业务低迷和公司人力主动清虚影响，健康险长险首年保费同比大幅下降 52.2%，公司明确 2023 年将长期期缴保费作为独立的指标下发到分支机构，我们预计 1Q23 公司 NBV 同比增长 5%，全年增速接近 10%。 盈利预测与投资评级：宏观经济拐点确认，金融板块估值修复演绎从“弱预期”转向“强现实”，公司作为保险股预增第一弹，估值业绩共振发令枪响。根据一季报预增公告，我们上调投资收益预测，预计 2023-25 年归母净利润为 129、143 和 160 亿元（原 2023-24 年预测 125 和 137 亿元，并新增 2025 年预测），维持“买入”评级。 风险提示：权益市场持续下行，寿险需求复苏不畅

上峰水泥（000672）：2022 年年报及 2023 年一季报点评：水泥主业景气筑底，两翼业务贡献新增长极

盈利预测与投资评级：行业供需平衡重建，景气底部回升，公司水泥及熟料主业盈利有望稳步改善，两翼业务贡献新增长点。基于地产投资缓慢修复，煤价维持高位，我们下调 2023-2025 年归母净利润至 11.4/14.2/18.7 亿元（2023-2024 年预测前值为 16.8/19.3 亿元），4 月 21 日收盘价对应市盈率 9.4/7.6/5.7 倍，维持“增持”评级。

英搏尔（300681）：2022 年年报&2023 年一季报点评：业绩不及预期，平台化产品交付元年、利润拐点可期

因公司业绩&Q1 交付端不及预期，我们下调 2023-2025 年归母净利润分别为 1.31 亿元（-0.74）/3.15 亿元（-0.40）/5.28 亿元，同比分别 +432%/+141%/+68%，对应现价 PE 分别 35 倍、15 倍、9 倍，维持“买入”评级。

国芯科技（688262）：引领车载 MCU 芯片国产替代，信息安全芯片受益 AI 有望高增

深耕嵌入式 CPU IP，核心技术自主可控：公司自成立以来聚焦于国产自主可控嵌入式 CPU 技术研发和产业化应用，目前形成 IP 授权、芯片定制服务和自主芯片及模组三大业务板块，产品广泛应用于信息安全、汽车电子和工业控制、边缘计算和网络通信等关键领域。公司历经近二十年的持续研发、创新与沉淀，已成功实现基于“M*Core 指令集”、“PowerPC 指令集”和“RISC-V 指令集”的 8 大系列 40 余款 CPU 内核，形成了深厚的嵌入式 CPU IP 储备。2022 年前三季度公司实现营收 3.2 亿元，同比增长 22%，实现归母净利润 0.97 亿元，同比增长 164%，公司业绩维持高速增长。车载 MCU 定位中高端，开启规模化量产出货：车载 MCU 中短期内受益汽车智能化、电动化、网联化趋势，市场需求规模将持续增长，国内汽车势力崛起，对汽车芯片国产替代诉求强烈。公司汽车电子芯片已在车身控制、汽车动力总成控制、汽车域控制、新能源电池 BMS 控制、车规级安全 MCU、汽车电子混合信号类等七条产品线上实现系列化布局，截至 2022 年底，公司汽车电子芯片累计出货量超

400 万颗，下游客户涵盖比亚迪、上汽、长安、奇瑞、吉利、东风等国内外知名车企。公司新一代发动机控制和新能源 BMS 控制芯片研发进展顺利，功能安全等级达到 ASIL-D 最高安全等级，有望进一步增厚营收。云应用芯片全面布局，业绩有望持续高增：公司云应用芯片产品涵盖云安全芯片、先进存储 Raid 芯片和边缘计算芯片。公司是国内主要的云安全芯片、金融 POS 安全芯片供应商之一，是国家重大需求安全芯片主要供应商之一。国内 AI 加速发展带来海量数据安全存储需求，Raid 存储芯片是服务器实现数据保护、安全与冗余管理的核心构成，逐步成为 AI 服务器标配。公司存储 Raid 芯片打破海外垄断，有望增厚公司营收。公司新一代高性能高安全边缘计算芯片产品“CCP1080T”近日也在内部测试中获得成功，有望打开公司长期成长空间。 盈利预测与投资评级：车载 MCU 国产替代加速，公司有望凭借客户与技术优势充分受益。基于此，我们预测公司 22-24 年归母净利润分别为 0.83/2.84/4.65 亿元，当前市值对应 PE 分别为 195/57/35 倍，首次覆盖给予“买入”评级。 风险提示：下游客户需求不及预期；产品研发进展不及预期；新产品客户拓展不及预期；中美贸易摩擦风险

精测电子 (300567): 2022 年报&2023 年一季报点评: 半导体设备在手订单大幅增长, 进入放量阶段

盈利预测与投资评级：综合考虑公司毛利率提升、研发投入力度加大，我们调整 2023-2024 年公司归母净利润预测分别为 3.40、5.31 亿元（原值 3.85 和 5.34 亿元），并预计 2025 年归母净利润为 8.09 亿元，当前市值对应动态 PE 分别为 93、59 和 39 倍，维持“增持”评级。 风险提示：美国制裁风险、下游资本开支不及预期、毛利率下滑等

科拓生物 (300858): 22 年报&23 年一季报点评: 复配低迷, 益生菌高增, 业绩低于预期

公司 23Q1 业绩低于预期,我们下调 23-25 年收入预期至 4.6/6.2/8 亿元(此前 23-24 年预期为 5.2/7 亿元), 同比+26%/34%/29%, 下调归母净利润预期至 1.5/2.2/2.9 亿元(此前 23-24 年预期为 1.8/2.4 亿元), 同比+36%/48%/32%, 对应 PE 分别为 32/22/16x, 下调至“增持”评级。

信德新材 (301349): 2022 年年报及 2023 年一季报点评: Q1 单位盈利承压, 业绩略低于市场预期

盈利预测与投资评级：考虑行业竞争加剧，我们下调公司 23-25 年归母净利润至 2.09/3.03/4.23 亿元（原预期 23-24 年归母净利 3.04/4.51 亿元），同比+40%/+45%/+40%，对应 PE 为 27x/18x/13x，考虑到公司长期仍有增长潜力，维持“买入”评级。 风险提示：销量不及预期，盈利水平不及预期

明月镜片 (301101): 2023 年一季报点评: 归母利润同比+59%, 春节后需求集中释放, 离焦镜销售亮眼

盈利预测与投资评级：公司是国产镜片厂商龙头，品牌认知度高，渠道优势明显，新产品离焦镜持续放量，赛道空间广阔，后续医疗和零售渠道有望进一步发力,我们维持公司 2023-2025 年归母净利润 1.72 亿元/2.14 亿元/2.69 亿元，最新收盘价对于 2023 年-2025 年 PE 为 44/35/28 倍，维持“买入”评级。

海晨股份 (300873): 2022 年&2023Q1 点评: 极限压力测试下业绩仍算亮眼, 重点布局自动化和国际化

我们调整公司 23-24 年 EPS 分别为 1.79/2.14 元（前值为 2.14/2.72 元），

新增 2025 年 EPS 为 2.69 元，PE 分别为 14、12、9 倍，维持“买入”评级。

福斯特 (603806): 2022 年年报&2023 年一季报点评: 胶膜盈利周期底部已现, 背板+新材料 23 年加速放量

盈利预测与投资评级: 基于胶膜竞争加剧, 我们下调公司 2023-2024 年盈利预测, 我们预计 2023-2025 年归母净利润 28.2/36.5/47.8 亿元 (前值为 35.6/42.3 亿元), 同比+79%/+29%/+31%。基于公司胶膜龙头地位, 我们给予公司 2023 年 32xPE, 目标价 67.7 元, 维持“买入”评级。

思源电气 (002028): 2023 年一季报点评: 业绩符合预期, 延续经营韧性

我们维持 2023-2025 年归母净利润分别为 15.4/20.2/26.2 亿元, 同比+26%/+31%/+30%, 对应现价估值分别为 23x、17x、13x, 维持“买入”评级。

长城汽车 (601633): 2023Q1 季报点评: Q1 业绩短期承压, 期待枭龙/蓝山销量表现

考虑 2023 年乘用车行业竞争加剧, 我们下调长城汽车 2023~2025 年归母净利润预期由 59/100/151 亿元下调为 43/80/112 亿元, 分别同比-48%/+87%/+40%, 对应 EPS 分别 0.50/0.94/1.32 元, 对应 PE 分别 54/29/21 倍, 维持长城汽车“买入”评级。

川投能源 (600674): 2022 年报&2023 一季报点评: 极端环境考验下仍交出亮眼业绩, 绝对额分红提升估值锚

我们调整公司 2023-2024 年 EPS 分别为 0.99/1.01 元 (前值为 0.91/0.99 元), 新增 2025 年 EPS 为 1.05 元, 对应 PE 分别为 14、14、13 倍, 维持“买入”评级。

华利集团 (300979): 2022 年报点评: 订单承压影响短期业绩, 长期稳健增长可期

公司为全球领先运动鞋专业制造商, 22 年业绩总体维持稳健增长、价格提升贡献较大。22Q4 在海外经济降温、客户去库影响下, 公司销量承压同比下滑、我们预计这一趋势在 23Q1 将有所延续、至下半年有望改善。产能扩张持续推进中, 23 年预计在越南/印尼均有新工厂启动投产。考虑下游客户去库影响, 我们将 23-24 年归母净利润从 37.2/42.9 亿元下调至 33.0/40.1 亿元, 新增 25 年预测值 47.1 亿元, 对应 23-25 年 PE 为 17/14/12X, 公司客户资源、生产能力优秀, 长期稳健增长可期, 维持“买入”评级。

杰瑞股份 (002353): 2022 年报点评: 业绩及订单趋势向好, 受益油气增储上产及海外高速拓展

盈利预测与投资评级: 我们维持 2023-2024 年归母净利润预测 27/35 亿元, 预计 2025 年净利润 42 亿元, 当前市值对应 PE 为 10/8/7 倍, 维持“增持”评级。风险提示: 油气价格大幅波动; 原材料价格上涨; 新业务拓展不及预期。

许继电气 (000400): 2023 年一季报点评: Q1 业绩超预期, 静待特高压直流驱动高增长

公司发布 23 年一季报, 实现营收 32.64 亿元, 同比+32%, 归母净利 1.49 亿元, 同比+48%, 扣非归母净利润 1.44 亿元, 同比+54%。23Q1 毛利率为 13.21%, 同比-2.16pct, 归母净利率为 4.58%, 同比+0.50pct, 扣非归母净利率 4.41%, 同比+0.62pct。盈利能力提升, 收入利润高增, 业绩超市场预期。

康德莱 (603987): 2022 年年报及 2023Q1 业绩点评: 业绩低于预期, 看好医美类产品 23 年放量

考虑到公司 22 年业绩低于我们预期, 我们将公司 2023-2024 年的归母净利润预测由 4.9/6.0 下调至 3.8/4.5 亿元, 预计 2025 年归母净利润为 5.2 亿元, 当前市值对应 PE 分别为 17/14/12 倍, 同时我们看好公司作为国内穿刺龙头的长期发展, 维持“买入”评级。

东方财富 (300059): 2023 年一季报点评: 整体业绩符合预期, 看好公司长期成长性

基于一季度市场整体情况, 我们小幅下修此前盈利预测, 预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 96.38/119.56/140.97 亿元 (前值分别为 102.15/125.69/156.45 亿元), 对应增速分别为 13.26%/24.05%/17.91%, 对应 EPS 分别为 0.61/0.75/0.89 元, 当前市值对应 2023-2025 年 PE 估值分别为 28.02/22.59/19.16 倍。我们依旧看好公司在财富管理赛道向好趋势中持续提升市占率, 不断巩固零售券商龙头地位, 维持“买入”评级。

南网能源 (003035): 2023 一季报点评: 生物质发电拖累业绩, 不改节能服务主营趋势

事件: 公司发布 2023 年一季报, 2023 年一季度实现营业收入 5.48 亿元, 同比增长-5.4%; 实现归母净利润 0.82 亿元, 同比增长-8.6%; 实现扣非归母净利润 0.78 亿元, 同比增长-9.1%。2023 年一季度受生物质发电业务拖累, 公司业绩同比略有下降。工商业屋顶光伏+工商业储能是企业应对电荒、获得峰谷套利的有效手段。盈利预测与投资评级: 我们看好“能耗双控”和分时电价下工商业节能服务需求潜力, 我们维持 2023-2025 归母净利润预测为 7.47、10.76、14.70 亿元, 对应 PE 为 36、25、18 倍, 维持“买入”评级。

中国巨石 (600176): 2023 年一季报点评: 业绩筑底, 厚积薄发

盈利预测与投资评级: 公司成本领先构筑先发优势, 产品升级持续深化护城河, 2023 年扣非后利润有望逐季回升, 推动估值修复。基于电子布需求承压影响价格回升, 我们下调公司 2023-2025 年归母净利润预测为 49.2/65.0/83.8 亿元 (前值为 54.3/68.1/85.0 亿元), 4 月 21 日收盘价对应市盈率 12.0/9.1/7.0 倍, 维持“买入”评级。

中国交建 (601800): 交融天下, 共建新业

盈利预测与投资评级: 公司当前市净率处于历史区间 25-30%分位, “一带一路”相关政策落地将提振海外业务成长预期, 且国企改革、“中特估”加速推进, 公司估值有望进一步提升; 公司 4 月 21 日市盈率略高于可比公司平均水平, 市净率低于可比公司平均水平, 我们预测公司 2023-2025 年归母净利润分别为 215/236/259 亿元, 4 月 21 日收盘价对应 PE 分别为 9.2/8.3/7.6 倍, 首次覆盖给予“买入”评级。

广大特材 (688186): 2023Q1 业绩点评: 一季报超预期, 业绩开始兑现, 继续推荐!

盈利预测与投资评级: 基于公司 2023Q1 报告, 我们预测公司 2023-2025 年收入为 45/70/85 亿元, 同比增 34%/56%/21%; 我们维持 2023-2024 年业绩预测, 即 2023-2025 年归母净利润为 4.0/7.0/10.1 亿元, 同比增 291%/75%/43%, 对应 PE 分别为 16/9/6x; 公司作为稀缺的大齿轮标的且成长性较强, 被显著低估, 因此维持公司“买入”评级。

东山精密 (002384): 2022 年报点评: 业绩符合预期, “消费电子+新能源”两大核心赛道

公司两大核心赛道消费电子稳中有增，新能源“新蓝海”空间广阔，同时内部提质增效，因此我们上调 23 和 24 年归母净利润，预测公司 2023-2025 年归母净利润分别为 30.6/39.3/49.4 亿元（23/24 年前值为 29.5/36.7 亿元），同比增速为 29%/28%/26%，当前市值对应 2023-2025 年 PE 分别为 14.2/11.0/8.8 倍，维持“买入”评级。

中国黄金（600916）：2022 年报&2023Q1 点评：K 金珠宝逆势增长，线下经营稳步恢复中

盈利预测与投资评级：中国黄金是我国黄金珠宝头部企业，背靠大央企，资源优势明显，2023 年恢复推进中，且有望重回门店扩张周期，提升市场份额，我们基本维持公司 2023-2024 年归母净利润为 11.2 亿元/13.1 亿元，预计 2025 年归母净利润 15 亿元，最新股价对应 2023-2025 年 PE 分别为 18/16/14 倍，维持“买入”评级。

三角防务（300775）：2022 年年报点评：营入同增 60%，产业链纵向延伸

基于十四五军工行业高景气，并考虑公司在锻造领域的核心地位，我们预计 2023-2025 年归母净利润分别为 8.67 (+0.15) /11.62 (+0.91) /15.04 亿元；对应 PE 分别为 24/18/14 倍，维持“买入”评级。

高德红外（002414）：2022 年年报点评：下游放量有望恢复，看好红外龙头发展前景

考虑到下游装备放量不及预期，我们将 2023-2025 年归母净利润调整为 7.91 (-10.62) /11.06 (-12.06) /14.67 亿元；对应 PE 分别为 47/34/26 倍，给予“增持”评级。

华秦科技（688281）：2022 年年报点评：特种材料订单饱满，有望持续取得亮眼增速

基于十四五期间军工行业高景气，并考虑公司在航发产业链的核心地位，我们预计 2023-2025 年归母净利润分别为 4.62 (-0.57) /6.32 (-0.71) /8.24 亿元；对应 PE 分别为 58/42/33 倍，维持“买入”评级。

图南股份（300855）：2022 年年报点评：股权激励初显威力，归母同增 41%。

基于公司高温合金领域的领先地位，我们预计 2023-2025 年归母净利润分别为 3.50 (+0.37) /4.71 (+0.46) /6.23 亿元；对应 PE 分别为 42/31/24 倍，维持“买入”评级。

菲利华（300395）：2022 年年报点评：归母同增 32%，全面布局石英材料领域

基于十四五期间军工行业高景气，以及公司在航天领域的优势地位，我们预计 2023-2025 年归母净利润分别为 6.96 (+0.62) /9.20 (+1.01) /11.92 亿元；对应 PE 分别为 35/26/20 倍，维持“买入”评级。

航天电器（002025）：2022 年年报点评：电机业务高速增长，股权激励刺激未来持续向好

基于航天业务高速增长，并考虑公司在高端连接器、继电器的核心地位，我们预计 2023-2025 年归母净利润分别为 8.36 (-0.44) /12.22 (+1.56) /17.63 亿元；对应 PE 分别为 33/23/16 倍，维持“买入”评级。

星网宇达（002829）：2022 年年报点评：归母同增 34%，实战化训练推动靶机龙头快速发展

基于公司无人靶机领域的领先地位，我们预计 2023-2025 年归母净利润分别为 3.30/4.50/5.45 亿元；对应 PE 分别为 19/14/12 倍，维持“买入”

宏观策略

宏观点评 20230424: 出口“逆袭”带来的意外后果

3月出口数据“逆袭”带来的“惊喜”并未持续太久，细思之下市场更加迷茫了：期待的政策没了，而经济的不确定性似乎更大了。3月出口同比增速飙升至14.8%，贸易盈余达到6010亿元，成为第一季度经济成绩单的重要“胜负手”——而历史同期这一规模从未超过3000亿元，我们测算如果3月进出口延续1至2月的低迷，那么第一季度GDP的增速将低于4%。不过，“靠出口”的不确定性在当前也尤为突出，一方面是基本面的因素，从历史上看，在主要发达经济体周期见底前，中国出口的反弹都是不稳的；另一方面则是新的“技术面”问题，由于出口结构的变化，传统追踪出口的方法和数据在第一季度出现了“失真”，而这将在未来一段时间继续存在。传统“三板斧”的噪音。日常追踪中国出口的三板斧——“海外”、港口和调研在第一季度尤其是3月都“掉帧”了：海外方面，韩国、越南的出口惨不忍睹，欧美PMI则在枯荣线下潜水；港口方面，运价和空箱问题一直被人诟病；而3月，部分对于江苏、浙江等地的草根和行业调研结果也并不乐观。背后的主要原因在于我国出口对象的变化、产品结构的特征以及由此带来的贸易方式、国内贸易格局的改变。“海外”的变化主要在于我国出口产品相对“多而全”，一带一路国家“扛大旗”有关。这一点我们在此前的报告中已有阐述：一方面，韩国和越南的出口对于机电尤其是半导体、电子（例如手机）行业的依赖过重，受半导体下行周期的影响更大，而我国第一季度“新三样”（电动载人汽车、太阳能电池、锂电池）的出口则大幅加速、同比增长超过60%；另一方面，“一带一路”国家正在成为我国越来越重要的贸易伙伴。近年来，“一带一路”国家在中国出口中的占比持续上升，2013至2022年从25%上升到了32.9%，其中东盟上升幅度最大，而传统出口大户欧美日的贡献逐渐减弱。港口的噪音既来自于数据本身，也来自于数据之外、区域贸易结构的变化。一方面，此前常用于追踪出口的八大港口外贸集装箱吞吐量（旬度数据）自2023年1月起不再继续更新；另一方面，从一些辅助指标来看，2023年以来CCFI、SCFI运价指数持续下降，部分港口集装箱空箱率较高，上海开年集装箱可用指数持续保持在0.6以上，显示空箱堆积严重。后者与贸易格局的变化密切相关，对内方面近年来国家重视引导加工贸易向中西部、东北地区进行梯度转移，新疆等中西部省份增速明显更快。2022年以来，随着欧美衰退风险加大，外需受到持续拖累。出口增速上，除海南受自贸港政策扶持保持高增速以外，沿海外贸大省如上海、江苏、浙江、广东出口增速均处于低位，而新疆、青海、甘肃、内蒙古等中西部省份出口增速均超过20%。2023年年初更是延续这一特征，中西部省份和东部贸易大省出口增速明显背离，其中新疆、贵州第一季度同比增速均超过70%。出口份额上，疫情以来（2019年至2022年）上海（-1.19%）、江苏（-1.67%）、广东（-3.85%）等东部出口大省下降明显，逐渐向中西部省份倾斜。对外方面，“一带一路”沿线国家贸易对中西部和东北地区的拉动更加明显。从贸易流向来看，中西部省份出口主要流向“一带一路”沿线国家，且对“一带一路”沿线国家的外贸依赖度相当高，其中新疆2022年对“一带一路”国家的出口占总出口的91%左右，广西、云南、内蒙古、西藏也均超过总出口的50%。而东部沿海省份占比相对较低，上海、江苏、广东等省份都未超过总出口的30%，相反其出口更依赖于欧美日等发达国家。以上

因素导致在运输方式上，陆运开始发挥越来越重要的作用。一方面，东盟、中亚、俄罗斯等地区毗邻我国，陆运兼具安全性和经济性；另一方面，中西部省份由于地理位置偏向内陆，陆路运输占比更大，且近年来增速较快。根据全国海关数据，2022年我国以铁路运输对东盟进出口增长197.6%、而同期水路、航空仅增长26.7%和15.5%。从地方来看，以新疆为例，2021年以公路运输和铁路运输在新疆对外进出口中发挥主要作用，其中公路运输、铁路运输、航空运输同比上升63.7%、1.3%、15.7%，占比分别达到40.5%、33.2%、2%。2022年新疆进出口货运量同比增加10.5%，其中以铁路、公路运输方式分别增加16%、170.7%。除了东西部出口增速分化、出口向“一带一路”国家转移外，产业结构的差异同样是出口超预期与地区调研差异的重要原因。中西部省份出口多流向“一带一路”沿线国家，2019-2022年间中西部省份出口增速恢复强劲，对整体出口增速具有较大贡献；相较而言，沿海省份更依赖于欧美等发达国家，但欧美随着衰退风险加大，需求疲软，因此东部省份出口增速偏弱。同时产业结构也是造成地区调研差异的重要因素，以东部沿海省份为例，相较广东、浙江、福建等地，江苏的产业结构更偏半导体和电子元器件，因而出口的边际改善更弱，而受“新三样”支撑更加明显的广东和福建，出口的表现相对更好。新的不确定因素，服务业需求复苏的“溢出效应”。除了以上“不确定性”外，2023年在净出口方面的另一大变数是随着跨境出行的不断升温，服务业贸易赤字规模的持续扩大。2023年以来我们看到国际航班执飞数量大幅反弹，与之相对应的是服务业贸易的赤字规模明显扩大。1、2月月均服务贸易赤字超过1000亿元，是2022年同期的2倍以上，根据我们测算若第二、三季度服务贸易赤字规模回到疫情前的水平（4000至5000亿元/季度），即使商品贸易盈余能和2022年同期持平，净出口同比增速也会滑落至-20%以下。这意味着什么？出口可能处于“盲人摸象”状态，信息的噪音和预期的波动可能加大。从宏观上看，由于出口在国内和国外的更加多元化，以及数据追踪体系的不完善（中西部地区的数据追踪尤其困难），“坐在办公室里”很难获得出口的全貌；而即使出去调研，可能需要覆盖更多的区域和更多的行业，这客观上也会提高成本和加大做出结论的难度。从宏观上看，由于服务贸易赤字的上升，第二季度净出口对于经济的影响更可能是拖累。风险提示：东盟、俄罗斯及其他新兴经济体经济增长不及预期，对外需拉动不足。疫情二次冲击风险对出口造成拖累。

（证券分析师：陶川 证券分析师：邵翔）

固收金工

固收周报 20230423：反脆弱：存续可转债弹性系数如何？

总结来说，转债价格位于130-250元区间即价格较高但仍较合理的转债弹性较好，转股溢价率小于25%的转债弹性也较佳。其中，价格位于160-250元区间的转债与转股溢价率为负的转债表现或可超越正股。但需谨慎的是，该类转债波动较高，转债与正股同步下跌的概率较高，仍需进一步择时。本周（4月17日-4月21日）权益市场整体下跌，全指数收跌；两市日均成交额较上周放量约73.37亿元至11265.64亿元，周度环比回升0.66%，北上资金全周净流入3.38亿元。行业方面，本周（4月17日-4月21日）31申万一级行业中4个行业收涨，其中1个行业涨幅超2%；家用电器、煤炭、银行、通信涨幅居前，分别上涨3.35%、1.39%、1.17%、0.29%；电子、社会服务、

美容护理、房地产、计算机跌幅居前，跌幅分别达-6.41%、-5.75%、-5.03%、-4.72%、-4.65%。本周（4月17日-4月21日）中证转债指数下跌1.23%，29个申万一级行业中1个行业收涨。美容护理上涨0.13%；通信、计算机、传媒、电子、汽车跌幅居前，分别下跌-2.88%、-2.72%、-2.10%、-2.01%、-1.55%。本周转债市场日均成交额大幅放量99.17亿元，环比变化20.16%；成交额前十位转债分别为万兴转债、特一转债、永鼎转债、北方转债、天路转债、城市转债、盛路转债、横河转债、精测转债、柳工转2；周度前十转债成交额均值达30.88亿元，成交额首位达91.13亿元。从转债个券周度涨跌幅角度来看，约6.89%的个券上涨，约5.91%的个券涨幅在0-1%区间，0.98%的个券涨幅超2%。股债市场情绪对比：本周（4月17日-4月21日）转债、正股市场周度加权平均涨跌幅、中位数为负，且相对于正股，转债周度跌幅更小。从成交额来看，本周转债市场成交额环比上升20.16%，并位于2022年以来35.90%的分位数水平；对应正股市场成交额环比增加1.85%，位于2022年以来84.30%的分位数水平；正股、转债成交额均放量，相对于正股，转债成交额涨幅更大。从股债涨跌数量占比来看，本周约12.00%的转债收涨，约18.12%的正股收涨；约64.71%的转债涨跌幅高于正股；相对于正股，转债个券能够实现的收益更高。综上所述，本周转债市场的交易情绪更优。核心观点：2023年以来，全市场溢价率和中证转债与小盘成长指数的相关系数在所统计指数中排名第1，指向转债市场变化风格偏小盘、成长风格。数字经济产业链持续火热，但需要关注热门板块后续资金拥挤度是否明显变化。我们仍建议从“双低弹性+题材布局+关注新券+年报业绩”角度入手，把握“题材低吸，主线布局”的市场机遇，一方面关注景气度下行板块，如地产基建、大消费、制造；另一方面围绕市场主线，挖掘存量“小票”和潜力新票。题材上建议关注：数字经济、中特估、消费属性稀缺性、半导体国产替代个券（材料+设备+芯片）。新债组合推荐：冠盛转债、天23转债、睿创转债、精锻转债、精测转2。3月十大金债组合推荐：东风转债、博22转债、寿22转债、拓斯转债、博杰转债、宏川转债、道通转债、小熊转债、盛虹转债、华友转债。近期关注题材转债推荐：晶瑞转2、立昂转债、赛轮转债、永22转债、风语转债、华兴转债、莱克转债、精测转2、奥飞转债、花园转债、博杰转债。风险提示：（1）流动性收紧；（2）权益市场大幅调整；（3）地缘政治危机影响。（4）行业政策调控超预期。

（证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭）

固收周报 20230423：金融数据发布会释放的信息

观点 2023年一季度金融统计数据新闻发布会有何需要关注的要点：4月11日，央行发布了2023年第一季度金融统计数据。对于近期信贷和通胀走势出现背离的现象，央行认为经济基本面和高基数等因素是使得近期物价回落的原因，而货币信贷较快增长本质上是受时滞的影响，金融数据领先于经济数据反映的是供需恢复不匹配的现状，目前经济运行状况与通缩有明显区别。我们认为，通胀数据短期内受食品项、汽车降价促销活动以及石油价格下降等因素的扰动，长期来看物价仍呈现温和上涨态势，同时M2和社融增长相对较快，目前我国尚不具备通缩条件。对于下阶段货币政策是否具有转向的可能性，央行表示下一步将继续实施稳健的货币政策，保持货币信贷合理增长，确保利率水平合适。政策基调方面，一季度货币政策执行报告删除了关于“逆周期调节”和“信贷量的合理增长”的表述，未来增量货币政策空间可能受限，需关注后续政策表述。结构性工具方面，央行此前曾表示结构性货币政策工具要“有进有退”，其中“退”指的是不

再新发放资金，并要求平稳有序，存量资金仍存，短期内流动性无虞。利率水平方面，央行认为近期部分银行存款降息行为属正常现象，意味着其大概率不会引导金融机构下调存款利率；央行对房价出现趋势性上涨苗头的城市及时退出支持政策做出要求，暗示房贷利率下限宽松力度收缩，房地产刺激力度边际减弱。地方债一周回顾：本周一二级市场地方债共发行 34 只，发行金额 1079.87 亿元，其中新增一般债 6.55 亿元，新增专项债 548.03 亿元，再融资债 525.28 亿元，偿还量 1342.97 亿元，净融资额-263.11 亿元；加权平均招标倍数为 25.72。新增专项债主要投向为市政建设及产业园区基础设施、保障性安居工程和综合。本周有 11 个省市发行地方债，前五大发行总额省份分别为山东省、贵州省、辽宁省、重庆市和黑龙江省，分别发行 264.79 亿元、165.28 亿元、150.00 亿元、96.96 亿元和 90.00 亿元。本周地方债存量 36.69 万亿元，成交量 2883.10 亿元，换手率为 0.79%。前三大交易活跃地方债省份分别为广东省、贵州省和山东省，前三大交易活跃地方债期限分别为 10Y、30Y 和 7Y。信用债市场一周回顾：本周一二级市场信用债（包括短融、中票、企业债、公司债和 PPN）共发行 478 只，总发行量 4183.46 亿元，总偿还量 3674.60 亿元，净融资额 508.87 亿元，较上周减少了 142.90 亿元。具体来看，本周城投债发行 1901.91 亿元，偿还 1327.62 亿元，净融资额 574.29 亿元；产业债发行 2281.55 亿元，偿还 2346.98 亿元，净融资额-65.42 亿元。按照债券类型细分，短融净融资额 313.81 亿元，中票净融资额-55.18 亿元，企业债净融资额-75.86 亿元，公司债净融资额 412.12 亿元，定向工具净融资额-86.02 亿元。风险提示：变种病毒超预期传播、宏观经济增速不及预期、全球“再通胀”超预期、地缘风险超预期。

（证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭 研究助理：徐沐阳 研究助理：徐津晶）

固收点评 20230422：中资地产美元债数据跟踪半月报 (20230410-20230421)

观点 中资地产美元债价格异动情况：20230410-20230421 期间，价格涨幅前五的债券分别为：阳光城发行的 SUNSHI 5.3 01/11/22 (7.84%)、大发地产发行的 DAFAPG 12 1/2 06/30/22 (6.80%)、佳源国际发行的 JIAYUA 7 01/27/25 (5.43%)、远洋地产宝财发行的 SINOCE 3 1/4 05/05/26 (4.93%)、景瑞控股发行的 JINGRU 12 07/25/22 (3.38%)。价格跌幅前五的债券分别为：中梁控股发行的 ZHLGHD 9 1/2 07/29/22 (-81.29%)、祥生控股发行的 SHNSUN 10 1/2 06/07/22 (-40.37%)、祥生控股发行的 SHNSUN 12 08/18/23 (-35.80%)、禹州集团发行的 YUZHOU 7 3/8 01/13/26(-26.22%)、禹州集团的 YUZHOU 6 10/25/23 (-26.22%)。不同企业性质、资产规模、剩余期限、评级下加权平均收盘价格及收益率表现：截至 2023 年 4 月 21 日，分企业性质来看，各类企业发行中资地产美元债平均收盘价格及收益率分别为：民营企业 (34.15 元, 1000.40%)，较两周前同比下跌 2.70 元，收益率上行显著；国有企业 (84.81 元, 41.18%)，较两周前同比下跌 3.50 元，收益率略有上行；外资企业 (41.16 元, 274.83%)，较两周前同比上涨 1.32 元，收益率大幅下行；公众企业 (47.56 元, 4643.76%)，较两周前同比下跌 3.52 元，收益率较大幅上行。截至 2023 年 4 月 21 日，分企业资产规模来看，不同资产规模企业发行中资地产美元债平均收盘价格及收益率分别为：资产规模≤1000 亿元 (49.10 元, 2475.98%)，较两周前同比下跌 1.77 元，收益率略下行；1000-5000 亿元 (42.47 元, 661.451%)，较两周前同比下跌 8.82 元，收益率上行显著；5000-10000 亿元 (54.24 元, 158.27%)，较两周前同比下跌 25.78

元，收益率略有上行；10000-15000 亿元（59.53 元，165.49%），较两周前同比上涨 6.94 元，收益率下行显著；>15000 亿元（7.52 元，1099.50%），较两周前同比下跌 44.25 元，收益率下行显著。截至 2023 年 4 月 21 日，分债券剩余期限来看，不同剩余期限的中资地产美元债平均收盘价格及收益率分别为：剩余期限≤0（15.93 元，2986.00%），较两周前同比下跌 0.93 元，收益率显著上行；0-1Y（52.73 元，767.57%），较两周前同比下跌 0.87 元，收益率大幅下行；1-3Y（75.71 元，104.23%），较两周前同比下跌 0.20 元，收益率显著下行；3-7Y（56.93 元，30.47%），较两周前同比下跌 2.09 元，收益率略有上行；>7Y（100.89 元，6.22%），较两周前同比下跌 2.14 元，收益率略有上行。截至 2023 年 4 月 21 日，分发行人主体评级来看，不同评级企业发行中资地产美元债平均收盘价格及收益率分别为：AAA（64.48 元，64.12%），较两周前同比下跌 1.66 元，收益率略有上行；AA+（16.42 元，646.55%），较两周前同比下跌 1.58 元，收益率上行显著；BBB（46.89 元，24.66%），较两周前同比下跌 0.14 元，收益率略有下行；BB+（14.22 元，1018.71%），较两周前同比下跌 2.13 元，收益率上行显著；BB（56.73 元、107.53%），较两周前同比下跌 10.10 元，收益率下行显著；BB-（11.71 元，524.43%），较两周前同比下跌 0.42 元，收益率下行显著；B+（39.66 元，328.05%），较两周前同比下跌 4.79 元，收益率略有上行。风险提示：Bloomberg 信息更新延迟；数据披露不全。

（证券分析师：李勇 研究助理：徐津晶）

固收点评 20230422：绿色债券周度数据跟踪（20230417-20230421）

观点 一级市场发行情况：本周（20230417-20230421）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 8 只，合计发行规模约 48 亿元，较上周减少 82.51 亿元。发行年限以 5 年及以下中短期为主；发行人性质以中央国有企业、地方国有企业和民营企业为主；主体评级以 AA、AA+和 AAA 为主。发行人地域为江苏省、湖南省、福建省、新疆维吾尔自治区、四川省和云南省。发行债券种类为公司债、中期票据、超短期融资券和商业银行普通债。二级市场成交情况：本周（20230417-20230421）绿色债券周成交额合计 243 亿元，较上周减少 13 亿元。分债券种类来看，成交量前三为非金公司信用债、金融机构债和利率债，分别为 131 亿元、62 亿元和 33 亿元。分发行期限来看，3Y 以下绿色债券成交量最高，占比约 75.12%，市场热度持续。分发行主体行业来看，成交量前三的行业为金融、公用事业和交运设备，分别为 134 亿元、87 亿元和 13 亿元。分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、福建省和上海市，分别为 148 亿元、64 亿元和 43 亿元。估值偏离%前三十位个券情况：本周（20230417-20230421）绿色债券周成交均价估值偏离幅度不大，折价成交幅度高于溢价成交，折价成交比例低于溢价成交。折价个券方面，折价率前三的个券为 21 昆明轨道 MTN003(绿色)(-3.09%)、19 长交绿色债 01(-0.54%)和 G19 青州 (-0.30%)，其余折价率均在-0.2%以内，主体行业以金融和公用事业为主，中债隐含评级以 AA+评级为主，地域分布以北京市、山东省和湖北省居多。溢价个券方面，溢价率前三的个券为 20 宜春创投绿色债（1.49%）、22 河钢集 GN002（0.81%）和 G 三峡 EB2（0.48%），其余溢价率均在 0.4%以内。主体行业以金融和公用事业为主，中债隐含评级以 AAA-评级为主，地域分布以北京市、广东省和浙江省居多。风险提示：Choice 信息更新延迟；数据披露不全。

（证券分析师：李勇 研究助理：徐津晶）

固收点评 20230422：二级资本债周度数据跟踪（20230417-20230421）

观点 一级市场发行与存量情况： 本周（20230417-20230421）无新发二级资本债。 截至 2023 年 4 月 21 日，二级资本债存量余额达 36,892 亿元，与上周末（20230414）持平。 二级市场成交情况： 本周（20230417-20230421）二级资本债周成交量合计约 1,218 亿元，较上周减少 814 亿元，成交量前三个券分别为 23 工行二级资本债 01A（79.42 亿元）、23 农行二级资本债 01A（38.02 亿元）、18 建设银行二级 02（37.77 亿元）。 分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、上海市和广东省，分别约为 877 亿元、96 亿元和 62 亿元。 从到期收益率角度来看，截至 4 月 21 日，5Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为：-2.61BP、-2.83BP、-0.84BP；7Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为：-1.96BP、-4.64BP、-2.63BP；10Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为：-2.55BP、-5.57BP、-3.57BP。 估值偏离%前三十位个券情况： 本周（20230417-20230421）二级资本债周成交均价估值偏离幅度整体不大，折价成交幅度和成交比例均高于溢价成交。 折价个券方面，折价率前三的个券为 21 花溪农商二级 01（-1.02%）和 21 青岛银行二级 02（-0.75%），其余折价率均在-0.7%以内。中债隐含评级以 AAA-评级为主，地域分布以北京市、广东省和福建省居多。 溢价个券方面，溢价率前二的个券为 22 合肥科技二级资本债 01（0.85%）和 21 徽商银行二级 01（0.75%），其余溢价率均在 0.4%以内。中债隐含评级以 AAA-评级为主，地域分布以北京市、上海市和广东省居多。 风险提示：Choice、Wind 信息更新延迟；数据披露不全。

（证券分析师：李勇 研究助理：徐津晶）

行业

推荐个股及其他点评

英科再生（688087）：2022 年报点评：收入平稳增长，纵横拓展积极推进

投资要点 事件：2022 年公司实现营业收入 20.56 亿元，同比增长 3.32%；归母净利润 2.31 亿元，同比下降 3.76%；扣非归母净利润 2.18 亿元，同比下降 2.89%，低于此前预期。 塑料制品收入贡献超 75%，研发赋能构建多元产品矩阵。2022 年公司加强新产品开发、新渠道营销力度，保持营业收入的相对稳定。受原材料成本上涨的影响，毛利率同降 3.27pct 至 26.70%。分业务来看，1) 塑料制品：收入贡献超 75%，其中①成品框收入 10.28 亿元，同减 8.27%，毛利率 32.70%，同升 1.00pct，成品框产量 35,569 千片，同下 11.66%，销售量 46,010 千片，同降 8.60%；②线条收入 5.25 亿元，同增 13.62%，其中建材同比大幅增长超过 50%，线条毛利率 26.74%，同减 6.17pct，PS 框条产量 13.26 万千米，同比下降 8.21%，销售量 9.03 万千米，同比提升 0.86%。2) 粒子：收入增长 3.97%至 3.62 亿元，毛利率 11.94%，同减 7.47pct。2022 年 PS 粒子产量 5.97 万吨，同比下降 3.56%，销售量 5.44 万吨，同比提升 1.01%。3) PET 产品：实现营收 0.80 亿元，毛利率 0.90%。2022 年公司 PET 产品产量 0.80 万吨，销售量 1.27 万吨。4) 环保设备：收入同增 45.48%至 0.41 亿元，2022 年公司环保设备产量 118 台，同比增长 9.26%，销量 122 台，同比增长 15.09%。 海外项目布局顺利投产，筑牢 PS、PET 优质赛道。公司已建项目最新进度：

1) 马来西亚 5 万吨/年 PET 项目: 3 条 PET 产品线顺利投产, 独立自主掌握食品级再生 PET 关键生产技术; 2) 越南英科 PS 深加工项目: 自 2022 年 6 月份投产以来, 加快产能释放以及欧美大客户验厂进度, 2022 年末产能利用率已爬坡至约 60%, 实现营收 2,778 万元。海外项目投产助力公司拓展新产品市场, 抢占先发优势, 进一步扩大盈利规模。纵横拓展扩充品类, 已取得 FDA、EFSA、GRS 等资质。公司计划在 PS/PET 优势领域的基础上纵向拓展 PE、PP、HDPE 等多品种塑料循环利用领域, 横向拓展到多材质资源再生领域。公司已经取得全球回收标准 (GRS)、美国食品和药物管理局 (FDA)、欧洲食品安全局 (EFSA) 等资质认证, 品类扩充与资质的逐步落地, 有助于公司丰富产品种类, 实现来料协同, 完善再生塑料领域的布局, 打开长期成长空间。盈利预测与投资评级: 公司为再生塑料先行者, 项目稳步推进有望持续贡献增长, 考虑到新冠疫情反复, 宏观环境波动较大, 原材料价格上涨等影响, 我们将公司 2023-2024 年归母净利润 3.79/4.62 亿元下调至 2.99/3.76 亿元, 预计 2025 年归母净利润为 4.57 亿元, 对应 PE 为 16/13/11 倍 PE, 维持“买入”评级。风险提示: 项目投产进度不达预期, 贸易政策变动和加征关税风险。

(证券分析师: 袁理 证券分析师: 赵梦妮 研究助理: 陈孜文)

奥普特 (688686): 2023 年一季报点评: 3C 业务快速增长, 费用率上提压制利润端表现

事件: 公司发布 2023 年一季报。受益 3C 业务快速增长, Q1 收入端实现稳步增长。2023Q1 公司实现营业收入 2.51 亿元, 同比 +14.73%, 略低于我们预期。分业务来看: 1) 3C 行业: 在终端需求尚未明显回暖的背景下, 我们判断公司仍实现快速增长。这一方面受益于公司产品持续向核心客户的各产品线渗透, 带来更多的需求; 另一方面, 终端客户品质管控前移, 模组、关键零部件生产中自动化程度提高带来新增视觉需求。2) 新能源行业: 在大客户批量招标尚未启动的背景下, 我们判断 2023Q1 收入端仍取得小幅增长, 这一方面系公司新客户拓展、改造项目需求放量, 另一方面系新能源领域核心客户对于产品检测需求和要求持续提升, 公司深度学习 (工业 AI), 3D 视觉工序覆盖持续增长。展望 2023 年, 考虑到下半年消费电子行业景气度有望逐步回暖, 公司 3C 业务有望加速放量, 叠加新能源行业需求延续、公司客户端不断拓展, 公司整体收入端有望保持稳健增长。3C 业务收入占比提升驱动毛利率上行, 费用率上提压制净利率表现。2023Q1 公司实现归母净利润 6561 万元, 同比 +3.81%; 实现扣非归母净利润 5868 万元, 同比 +3.79%。2023Q1 公司销售净利率和扣非销售净利率分别为 26.18% 和 23.42%, 分别同比 -2.76pct 和 -2.47pct, 盈利水平有所下滑。1) 毛利端: 2023Q1 销售毛利率为 66.27%, 同比 +0.93pct, 略有提升, 我们判断主要系高毛利率的 3C 业务收入占比提升所致。2) 费用端: 2023Q1 期间费用率为 39.01%, 同比 +3.25pct, 是净利率短期下滑的主要原因, 其中销售、管理、研发和财务费用率分别同比 +1.93pct、+0.94pct、+0.28pct 和 +0.10pct, 我们判断主要系为保证订单交付, 人员扩产力度较大。机器视觉是长坡厚雪赛道, 看好公司中长期成长逻辑。据中国机器视觉产业联盟预测, 机器视觉在中国的市场规模将从 2022 年的 215.1 亿元增长至 2024 年的 403.6 亿元, 期间 CAGR 达到 37%, 机器视觉是长坡厚雪赛道。相较基恩士和康耐视, 公司收入利润体量较小, 成长空间较大: 1) 公司拥有完善的硬件和软件产品线, 尤其软件方面, 具有独立底层算法库, 有望成为重要看点。2) 公司在巩固 3C 行业优势的同时, 将能力圈拓展至新

能源、半导体、光伏等领域，成长空间进一步打开。盈利预测与投资评级：我们维持 2023-2025 年归母净利润分别为 4.89、6.82 和 9.27 亿元，当前市值对应 PE 分别为 38/27/20 倍，基于公司在 3C 行业持续扩张的潜力，以及新能源业务的成长空间，维持“增持”评级。风险提示：新能源放量不及预期，盈利能力下滑，行业拓展不及预期等。

(证券分析师：周尔双 证券分析师：黄瑞连)

启明星辰 (002439)：启明星辰携手中国移动的未来成长四象限

投资要点 中移动控股在即，网安领军企业迎来新增长极：2022 年 6 月，公司与中移资本签署《投资合作协议》，计划以 14.55 元/股向中移资本定向增发股票，发行完成后中移资本将直接持有公司 22.99% 股份，控股股东变更为中移资本，实际控制人将变更为中国移动集团。我们认为，中国移动控股不仅意味着启明星辰将从民企变为央企，资源和背景进一步加强；也将为启明星辰带来新的增长极，包括中国移动提供的新通道和新兴业务的加持。我们从启明星辰未来增长的四象限来刻画未来公司的新增长极：**第一象限：坚实的基本盘。**启明星辰的安全网关、网闸、日志审计、数据安全、运维安全审计等多项经典产品连续多年国内市占率保持第一，以安全产品和服务为主的经典通道业务常年保持 15% 左右以上的稳健增长，拥有一批忠实的政企客户，未来发展拥有坚实的基本盘。**第二象限：中移合作带来经典业务增长新通道。**近年来公司在移动总部集采入围的产品主要是 WAF 硬件、漏洞扫描等，总体占比不高，加强合作后，未来中移的专线业务、省级电子政务业务中均有望纳入启明星辰的安全能力，为公司经典业务拓宽营销渠道、降低营销费用。未来启明星辰将持续赋能中移动专线安全和电子政务安全。**第三象限：携手移动走向涉云安全。**启明星辰将赋能中移动 DICT 业务安全能力。2022 年中国移动继续强化“网+云+DICT”一体化拓展，2022 年政企市场收入保持快速增长，达到人民币 1,682 亿元。当前中国移动的 DICT 业务主要依靠生态伙伴提供，启明星辰加入后将赋能 DICT 业务安全，借助中国移动在国资云布局输出云安全产品服务。**第四象限：战略布局新安全。**公司在云安全、数据安全、工业互联网安全、车联网安全、算力网络安全等新兴业务板块长远布局，成效显著。2022 年公司新业务板块实现业务收入 18.82 亿元，占公司全年营业收入的 42.42%，达到历史新高，未来战略新业务将成为支撑网络安全市场规模扩容并高速增长的新板块。盈利预测与投资评级：我们预计 2023-2025 年启明星辰归母净利润为 9.27/12.42/16.41 亿元，同比增长 48%、34%、32%，考虑公司将持续加大研发投入，我们将公司 2023-2024 年 EPS 由 1.43/1.74 元下调至 0.97/1.30 元，预计 2025 年 EPS 为 1.72 元。我们看好公司战略新兴业务布局卓有成效，中国移动控股合作进展顺利，未来有望持续助力公司在业务深度和渠道拓展方面高速增长，维持“买入”评级。风险提示：合作进展不及预期，行业竞争加剧。

(证券分析师：王紫敬 研究助理：张文佳)

华夏眼科 (301267)：2022 年报&2023Q1 季报点评：消费眼科占比小幅提高，公司盈利水平进一步提升

投资要点 事件：2022 年公司实现营收 32.33 亿元 (+5.51%)，归母净利润 5.12 亿元 (+12.50%)，扣非归母净利润 5.39 亿元 (+13.29%)；2023Q1 实现营收 9.31 亿元 (+15.10%)，归母净利润 1.50 亿元 (+34.01%)，扣非归母净利润 1.47 亿元 (+21.47%)。非经常性损益项目主要为政府补助、投资收益、营业外收支等。考虑 2022 年及 2023 年 1 月仍受疫情影响，整体业绩符合预期。2022 年公司消费眼科实现增长，毛利率有所提升。1) 分业务来看：2022 年，公司屈光项目

实现营收 10.73 亿元(+12.07%)，占比 33.19%(+1.94pp)，毛利率 54.87% (+2.32pp)；视光服务 3.97 亿元(+9.91%)，占比 12.27% (+0.49pp)，毛利率 55.60% (-0.82pp)；白内障项目 7.51 亿元(-0.69%)，占比 23.23% (-1.45pp)，毛利率 38.01% (+1.90pp)；综合眼病 9.09 亿元(-2.43%)，占比 28.12% (-2.29pp)，毛利率 45.37% (+3.54pp)。公司屈光+视光占比为 45.46% (+2.43pp)，医疗服务毛利率为 48.16% (+2.60pp)。预计随着消费眼科占比继续提升，公司毛利率有望进一步提高。2) 分地区来看：2022 年，华东地区实现收入 23.66 亿元(+5.35%)，占比 73.19% (-0.11pp)；西南地区收入 2.78 亿元(+6.38%)，占比 8.61% (+0.07pp)；华南地区收入 2.76 亿元(+9.48%)，占比 8.53% (+0.32pp)；华中地区收入 2.19 亿元(-1.66%)，占比 6.76% (-0.49pp)；西北地区收入 0.49 亿元(+15.84%)，占比 1.52% (+0.14pp)；华北地区收入 0.45 亿元(+12.88%)，占比 1.41% (+0.1pp)。厦门眼科中心稳健增长，实现营收 8.47 亿元(+6.14%)，净利润 2.29 亿元(+5.05%)。医教研协同发展成果丰硕，持续加强品牌效应。2022 年，公司销售费用率为 12.44% (-0.69pp)，管理费用率为 11.21% (+0.86pp)，研发费用率为 1.52% (+0.7pp)，整体毛利率、净利率分别为 48.05% (+2.01pp)、15.71% (+0.91pp)。2023Q1，公司销售费用率为 11.61% (-1.4pp)，管理费用率为 10.82% (+0.34pp)，研发费用率为 1.61% (+0.65pp)，整体毛利率、净利率分别为 48.17% (+2.06pp)、16.95% (+3.19pp)。公司进一步加大临床科研及课题投入，推进医教研体系的整体协同发展，获批医学科研项目 42 项，主办各类学术会议 18 场；已与北京大学等 20 多所院校建立了合作关系。公司学科实力持续加强，品牌影响力逐步提升。盈利预测与投资评级：考虑到疫情放开的影响，我们将 2023-2024 年公司归母净利润由 6.83/8.62 亿元调整至 6.66/8.66 亿元，预计 2025 年为 11.17 亿元，对应当前市值的估值分别为 65/50/39 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：规模扩张带来的管理风险；下属医院持续亏损的风险；专业医务人才流失的风险；医药行业政策不确定性风险。

(证券分析师：朱国广 证券分析师：冉胜男)

拓普集团 (601689)：2023 年一季报点评：毛利率保持稳定，业绩同比增长！

投资要点 公告要点：公司发布 2023 年一季度业绩报告，业绩符合我们预期。2023 年 Q1 公司实现营收 44.69 亿元，同比+19.32%，环比-8.61%；实现归母净利润 4.50 亿元，同比+16.67%，环比-8.39%；实现扣非归母净利润 4.20 亿元，同比+11.58%，环比-12.72%。营收端受到传统车企客户影响，毛利率水平保持稳定。2023 年 Q1 公司核心 T 客户上海工厂产量 22.9 万辆，环比+0.83%，全球产量 44.1 万辆，环比+0.25%。传统车企客户吉利汽车/上汽通用合计实现批量 50.8 万辆，环比下滑 33.1%，导致公司营收承压，新能源占比进一步提升。2023 年 Q1 实现毛利率 21.85%，扣除关税影响后与 2022 年 Q4 基本持平，未受到供应链降价影响。财务费用上涨+整体营收下降导致费用率明显提升。2022 年 Q4 及 2023 年 Q1，公司管理费用分别为 1.25/1.20 亿元，销售费用分别为 0.64/0.52 亿元，由于利息费用增加、汇兑收益减少，财务费用增加 0.35 亿。公司实现费用率 10.11%，财务费用上涨+本期营收环比下降被动增长，费用率环比增加 1.41pct。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：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 2023-2025 年营收预测从 234.41/340.17/434.30 亿元下调至 226.22/331.57/433.33 亿元，同比分别 +41%/+47%/+31%，归母净利润从 23.85/36.09/45.44 亿元下调至 22.86/33.94/45.24 亿元，同比分别 +34%/+48%/+33%，对应 PE 为 25/17/13 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)

快手-W (01024.HK): 2023Q1 前瞻：商业化和利润释放持续加速

投资要点 预计公司 2023Q1 收入和利润均超预期：我们预计公司 2023Q1 收入 249 亿，同比增长 18.1%，超过我们此前预期，主要由直播和电商业务带动；预计经调整净亏损 2 亿，超过我们此前亏损 5 亿的预期，主要由于收入端超预期增长及国际业务亏损的降低。公司利润释放节奏比预期快，我们预计公司 2 季度能实现盈亏平衡。社区生态健康，用户数稳健。通过引入短剧、体育、音乐和知识内容“快手新知”等内容垂类，社区生态进一步丰富；在春节旺季带动下，我们预计公司 2023Q1 DAU 达 3.75 亿，同比增长 8.5%。预计直播和电商业务超预期增长，广告业务稳健：1) 直播业务：预计 2023Q1 收入 92 亿元，同比增长 17%，主要由于头部工会及达人引入顺利。2) 广告业务：预计 2023Q1 收入 131 亿元，同比增长 15%，主要由内循环带动；进入 4 月，宏观消费环境进一步回暖，外部广告主信心恢复，我们预计公司 2023Q2 广告业务将进一步复苏。3) 电商及其他业务：预计 2023Q1 收入 26.6 亿元，同比增长 42%；GMV 达到 2258 亿，同比增长 29%；2023Q1 电商业务商业化进一步加速，开始尝试达人带货抽佣，叠加品牌及快品牌在 GMV 中占比的提升，我们预计后续电商 take rate 将持续上升。预计毛利率环比提升，在整体收入超预期及海外亏损降低的情况下，预计经调整净亏损缩窄至 2 亿。我们预计公司 2023Q1 毛利率 46%，环比提升 0.45pct；降本增效持续推行，预计销售费用率 35.7%，管理费用率 3.7%，研发费用率 13.3%；预计国际业务亏损收窄，公司经调整净亏损收窄至 2 亿。盈利预测与投资评级：我们看好公司独特的社区文化、电商商业化的加速，以及利润的持续释放。我们将公司 2023-2025 年收入由 1095/1251/1382 亿调整至 1110/1255/1387 亿，2023-2025 经调整净利润由 11/126/183 亿调整至 17/113/184 亿，维持“买入”评级。风险提示：商业化不及预期风险，市场竞争风险，政策风险。

(证券分析师：张良卫 研究助理：何逊玥)

芒果超媒 (300413): 2022 及 2023Q1 业绩点评：行业复苏，广告业务有望逐步修复

投资要点 事件：公司披露 2022 年报及 2023Q1 季报。2022 年公司实现营收 137.04 亿元 (YoY-10.77%)，归母净利润 18.25 亿元 (YoY-13.68%)。2023 年随着宏观环境趋稳，芒果超媒增长性有望修复。2023Q1 公司实现营收 30.56 亿元 (YoY-2.16%)，归母净利润 5.45 亿元 (YoY+7.39%)。新媒体平台运营业务：广告仍然承压，会员和运营业务稳健增长 2022 年收入 104.18 亿元 (YoY-7.51%)，毛利润 42.82 亿元，毛利率 41.51% (YoY-2.52pct)。收入下滑主要由广告业务拖累，而会员业务和运营业务稳健增长。①2022 年广告收入 39.94 亿元 (YoY-26.77%)。2016-2021 各年，公司广告收入均保持

20%以上的增速，2022年的下滑主要受行业低景气度影响。2022年广告市场整体规模同比下滑11.8%，其中影院视频广告花费同比下跌超57%，互联网行业广告投放费用同比下滑。随着2023年宏观经济预期趋稳以及消费者信心回暖，广告市场增速有望回归常态。随着生产和排播节奏恢复，芒果TV广告招商等有望逐步修复。2023Q1芒果TV上线《声生不息·宝岛季》《大侦探第八季》等热门综艺，芒果TV综艺播放量高达19亿（YoY+114%），《快乐再出发2》《时光音乐会2》分别吸引了10家和9家品牌争投。

②2022年会员收入39.15亿元（YoY+6.16%），主要由于付费会员数提升。截至2022年末，芒果TV付费会员数达5916万人（YoY+17.38%），得益于公司在内容运营、活动营销、渠道拓展多方面的努力。

③2022年运营业务收入25.09亿元（YoY+18.34%），毛利润21.44亿元，毛利率85.48%（YoY+5.29pct）。依托与三大运营商的合作拓展省外业务，同时通过“芒果大电视会员”计费模式、湖南IPTV“快乐看”“芒头条”深化省内业务。

内容电商业务：GMV高速增长，首轮融资助力商业闭环战略。2022年收入21.36亿元（YoY-0.97%），毛利润1.37亿元，毛利率6.40%（YoY-2.34pct）。小芒电商业绩初显，2022年DAU峰值达206万，全年GMV为2021年的7倍。小芒电商已完成首轮融资，聚焦“内容+视频+电商”的商业闭环战略：一是借助IP触达目标客户，打造了自营品牌“南波万”棒球服等单品；二是探索场景化卖货，通过《大侦探》《名侦探学院》《100道光芒》等芒果IP销售合作商品热销；三是打造“小芒种花夜”“小芒年礼节”国货晚会，结合《乘风破浪》《披荆斩棘》等IP开展营销活动，拓展合作品牌矩阵。目前，小芒电商已形成服饰、食品、美妆、明星周边、潮玩、萌宠、轻露营等多条商品线，后续将继续发掘内容场景带货能力，引领年轻用户国货消费潮流；快乐购则聚焦电视购物业务和供应链建设。

新媒体互动娱乐内容制作业务：2022年收入11.18亿元（YoY-40.45%），毛利润2.14亿元，毛利率19.15%（YoY+2.07pct）。根据界面新闻，今年芒果TV将上线《我的人间烟火》《大宋少年志2》《群星闪耀时》等影视剧，推出原创节目《青年π计划》《女子推理社》，并创新《全员加速中》《乘风破浪》等经典综艺。此外，芒果超媒计划将AIGC引入剧本创作、音视频内容生产、新搜索推荐等业务，将《全员加速中》IP与元宇宙进行联动录制，推动重点IP在虚拟人、虚拟互动、虚拟空间的应用。

盈利预测与投资评级：考虑到2023年多部剧集上线及业务拓展对成本端的影响，我们将公司2023-2024年EPS从1.30/1.51调整为1.25/1.43元，并预计2025年EPS为1.62元，当前股价对应2023-2025年PE为26/23/20倍。随着宏观经济回暖、广告主预期改善，以及内部资源的进一步整合，我们认为后续业绩增速有望修复，维持“买入”评级。风险提示：政策风险，疫情影响超预期，节目上线不及预期。

（证券分析师：张良卫 证券分析师：周良玖 研究助理：郭若娜）

安井食品（603345）：速冻龙头新征程，厚积淀护新航

投资要点 复盘安井发展史，优秀的管理层、清晰的战略定位帮助企业行稳致远。在经营层面上，安井过往20余年是一段锐意进取的发展史。我们认为公司能稳扎稳打、实现弯道超车，与其优秀的管理、清晰的战略定位、和高效的执行密不可分。充足的激励为高效管理奠定了良好的基础，帮助企业成就基业长青。在资本市场，安井自2017年上市以来已成为十倍股，公司以优异的成绩逐渐被市场认可，认知差消除后，估值中枢整体上移，市场对公司预期愈发充分，股价对业

绩的反应也越来越快。在传统主业上，安井产品渠道先行，铸造规模效应壁垒。速冻行业长期空间广阔，但本质是门 ROE 不高的苦生意，要提升盈利能力与周转效率都对企业管理提出了较高的要求。安井在产品、渠道和供应端都建立起了强有力的优势，帮助企业行稳致远：1) 产品端：大单品战略定位准，优秀的综合实力帮助企业提高推新成功率，大单品的成功为企业构筑规模效应提供了强有力的基础。2) 渠道端：安井“贴身服务”经销商，经销队伍长期稳定，跟随安井一起成长为大商后资源丰富、忠诚度高、粘性强，对安井的政策执行效率高。渠道力为大单品成功进一步提供了保障，成为企业构筑规模效应的重要前提。3) 供应链端：安井“销地产”布局全国 8 省，有效降低了采购成本及运输费用，在供应链端构建了规模优势成为长期护城河。预制菜新业务空间广阔，寻找大单品是突破关键，安井优势有望复制助推第二曲线新增长。预制菜空间超 3000 亿元，未来 3-5 年有望保持复合 25% 以上增长。目前仍处于渗透率持续提升阶段，B 端连锁化率的提升+降本增效需求驱动预制菜餐饮端渗透率提升，C 端“便捷化”趋势长期持续驱动 C 端消费习惯的培育。行业格局分散，玩家类型众多，目前仍处于错位竞争阶段。参考速冻企业的成长之路，我们认为大单品或是破局的重点。安井强有力的渠道基础、全国化的生产基地布局和原材料成本优势能部分直接应用于预制菜业务的发展。盈利预测与投资评级：长期看好速冻食品行业发展。公司渠道 BC 兼顾，生产基地布局完善，速冻火锅料龙头优势愈发凸显，第二增长曲线速冻预制菜持续亮眼表现，中长期逻辑清晰。可比公司我们选取千味央厨、三全食品、立高食品。我们预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 10.9/14.0/17.6 亿元，同增 60%/28%/26%，EPS 分别为 3.72/4.76/6.00 元，对应当前 PE 为 41x、32x、25x，给予“买入”评级。风险提示：预制菜行业竞争加剧；预制菜新品开发、推广、销售不及预期；原材料价格大幅波动；食品安全事件。

(证券分析师：汤军 研究助理：罗頔影)

中国汽研 (601965)：2022 年/2023 年 Q1 业绩点评：营收结构显著优化，发力新能源+智能网联

投资要点 公告要点：公司公布 2022 年年报及 2023 年一季报，业绩符合我们预期。2022 年实现营收 32.91 亿元，同比-14.20%；实现归母净利润 6.89 亿元，同比-0.36%；实现扣非归母净利润 6.51 亿元，同比+14.27%。2022 年 Q4 实现营收 11.36 亿元，同比-8.62%，环比+39.65%；实现归母净利润 2 亿元，同比+2.40%，环比+5.77%；实现扣非归母净利润 1.89 亿元，同比+9.34%，环比+8.05%。2023 年 Q1 实现营收 7.07 亿元，同比+26.00%，环比-37.79%；实现归母净利润 1.42 亿元，同比+9.52%，环比-29.02%；实现扣非归母净利润 1.34 亿元，同比+9.32%，环比-29.14%。高毛利汽车技术服务业务稳健增长，收入结构优化总体毛利率显著提升。2022 年汽车技术服务业务/专用汽车改装与销售/轨道交通及零部件/汽车燃气系统及关键零部件收入实现 27.8/1.9/1.1/1.9 亿元，同比+16.9%/-83.6%/-2.0%/+29.0%，新能源及智能网联业务收入同比+37.3%导致汽车技术服务业务收入同比提升，2022 年汽车技术服务业务营收占比 84%，同比+22pct，该业务毛利率较高（毛利率为 48%较其他业务+28pct）推动总体毛利率提升，全年公司毛利率为 44.1%，同比+10.6pct。下游市场景气度下行致 2023 年 Q1 业绩承压，降本控费归母净利润率环比提升。2023 年 Q1 乘用车行业产量为 517.6 万辆，环比-21.5%，公司营业收入及毛利率承压，其中汽车技术服务业务/装备制造业务收入实现 5.9/1.2 亿元，环比-38.5%/-23.6%，公司毛利率为 42.46%，同环比-2.7pct/-2.1pct。公司销

售费用率/管理费用率/研发费用率环比-0.3pct/-2.7pct/-1.5pct，公司通过出色的内部管理推动归母净利润率环比+2.5pct。关注核心技术研发能力，剔除非经常因素净利润同比上行。2022年Q4公司销售费用率/管理费用率/研发费用率环比+0.19pct/+2.25pct/+2.24pct，其中人工成本及股权激励成本增加导致管理费用率上涨，公司加强核心技术研发能力导致研发费用率提升。受益于总体毛利率提升，2022年公司归母净利润剔除棚改资产处置因素后同比约增加13%。盈利预测与投资评级：考虑到公司顺应行业现状，主动控制专用汽车业务规模，我们将公司2023/2024年的营收从40.8/49.6亿元下调至39.7/47.7亿元，2025年为59.1亿元，同比+21%/+20%/+24%；2023/2024年归母净利润从9.16/11.13亿元下调至8.3/10.1亿元，2025年为12.6亿元，同比+21%/+22%/+25%，对应PE 29/24/19倍，维持“买入”评级。风险提示：新进入者获公告强检相关认证资质，客户回款周期超出预期。

(证券分析师：黄细里 研究助理：谭行悦)

安图生物(603658)：2022年报及2023一季报点评：疫情影响结束，业绩恢复在即

投资要点 事件：公司发布2022年报，2022年实现营收44.42亿元(+17.9%，括号内为同比增速，下同)；归母净利润11.67亿元(+19.9%)；扣非归母净利润11.20亿元(+17.0%)；经营性现金流净额15.58亿元(+6.7%)，业绩符合预期。公司同时公布2023一季报，2023Q1实现营收10.36亿元(+0.5%)，归母净利润2.42亿元(+0.8%)。短期受到疫情影响，Q2开始加速恢复：由于2022年12月全国疫情放开，2022Q4和2023Q1业绩受到较大影响。单季度看，2022Q4营收和归母净利润同比增速分别为8.4%和4.5%，环比增速分别为-4.2%和-26.5%。我们预计随着2月开始院端的恢复，医院逐渐开始消化库存，2023Q2开始公司业务有望保持良好恢复。长期高研发投入，产品释放顺利：研发能力是公司根基，2022年研发费用5.68亿元(+18.2%)，研发费用率12.8%；截至2022年12月底，公司已获得产品注册证651项，并取得了444项产品的欧盟CE认证。2022年公司多款新设备上市，包括流水线Autolas X-1 Series、新一代高通量化学发光免疫分析仪Autolumo A6000、全自动生殖道分泌物分析仪AutowoMo W500等，不断提供增长动力。试剂方面，随着公司随着甲流、乙流、合胞等10个试剂盒上市销售，分子业绩有望加速成长。盈利预测与投资评级：考虑到疫情放开后的影响，我们将公司2023-2024年归母净利润的盈利预测从16.14/20.19亿元下调到14.65/17.99亿元，预计2025年归母净利润为21.92亿元，当前股价对应2023-2025年PE估值为23/19/16倍，基于1)2023年院端加速恢复；2)公司发光等业务高增速，我们维持“买入”评级。风险提示：新产品研发进度不及预期，化学发光装机不及预期，疫情超预期发展等。

(证券分析师：朱国广 证券分析师：周新明 证券分析师：徐梓煜)

晶科能源(688223)：2023Q1业绩预告点评：23Q1组件量利双升，N型超额收益兑现

投资要点 事件：公司发布2023Q1业绩预告，公司预计2023Q1归属于母公司所有者净利润16-17亿元，同比增长299-324%，扣除非经常性损益后的归属于母公司所有者的净利润12-13亿元，同比增长299-333%。业绩符合市场预期。2023Q1出货居组件首位、新技术超额收益兑现。公司2023Q1组件出货13GW，同增63%，位居2023Q1组件出货第一，我们测算整体单瓦净利环增2分；其中PERC出货

7GW，受益硅料降价+一体化完善，单瓦盈利环增 3 分，TOPCon 出货 6GW，溢价约 1 毛，较 P 型成本差距压缩至 2 分，单瓦盈利优势进一步扩大。我们预计 2023Q2TOPCon 成本继续下降，力争持平 PERC，超额收益或达 1 毛，我们预计 Q2 总出货 16GW+，同增 60%+，环增 23%+，2023 全年出货 60-70GW，同增 50%+。我们预计 TOPCon 占比 60%+，远高于行业同行；同时美国市场已开始批量通关，我们预计美国占比 5-10%，驱动盈利向上提升！TOPCon 加速扩产、龙头持续领先。公司 TOPCon 布局行业领先：产能上，尖山二期 11GW 电池将在 2023Q1 满产，采用 HOT2.0+技术（正面 SE 结构），我们预计后续效率可提升至 25.8%。楚雄 6.5GW TOPCon（2023Q3 投产）+海宁袁花 6.5GW 电池改造（2023Q2 出片）+越南 4GW 电池陆续落地，我们预计 2023 年底 N 型电池产能达 50GW+。提效上，公司 2024 年将推出 HOT3.0（全域钝化），2025 年将 TOPCon 结合其他技术，我们预期效率破 26%。降本上，公司现已实现组件 P/N 成本同价，后续随效率提升进一步摊低单瓦成本。提效降本贡献超额收益，新技术持续领跑，TOPCon 龙一地位稳固。盈利预测与投资评级：基于公司 TOPCon 超额收益持续兑现，我们维持公司盈利预测，我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 29/72/97 亿元，同比+158%/+143%/+35%，基于公司 TOPCon 行业领先地位，我们给予公司 2023 年 28xPE，对应目标价 20 元，维持“买入”评级。风险提示：竞争加剧，光伏政策超预期变化等。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：陈瑶 研究助理：郭亚男）

红豆股份（600400）：2022 年报点评：转型期利润承压，期待高端化战略成效进一步显现

投资要点 公司公布 2022 年报：营收 23.41 亿元/yoy-0.06%、归母净利 0.15 亿元/yoy-80.46%，收入受到疫情影响小幅回落，利润大幅下滑主要系高端化转型下宣传、咨询费用增加所致。分季度看，22Q1-Q4 收入分别同比+10.92%/+6.55%/-7.67%/-6.83%、归母净利分别同比-41.03%/-10.71%/小幅亏损/大幅亏损，Q3、Q4 经营受疫情冲击较为严重、Q4 亏损幅度加深主因销售费用投放增加。服装主业较为稳健，战略转型下直营增速靓丽。1) 分产品看，22 年服装/印染/坯布收入分别同比+4.6%/-42.8%/+16.5%、分别占比 87.2%/2.7%/5.6%。服装主业疫情期间表现较为稳健，其中红豆品牌男装/贴牌加工收入同比分别-15.1%/75.8%、占服装收入比重分别为 63.7%/36.3%。2) 服装业务分渠道看，22 年线上/线下收入同比分别+9.9%/+2.8%、占服装收入比重分别为 26.0%/74.0%，线上渠道受疫情影响相对较小、增速较快。线下直营/加盟/其他（主要为贴牌加工、品牌团购等）收入分别同比+54.0%/-46.9%/+12.7%、分别占比 13.6%/29.7%/32.0%，22 年末共 922 家门店（直营 399+加盟 523 家）、较 21 年末净-79 家（直营-7&加盟-72 家）、对应同比-7.9%（直营-1.7%&加盟-12.1%），直营渠道增速亮眼主因品牌高端化战略升级带动直营门店店效提升、同比+50%以上。高端化转型下毛利率提升，费用率大幅提升拖累净利率率下滑。1) 毛利率：22 年同比+3.13pct 至 34.07%，主要系红豆品牌男装毛利率同比+12.8pct 至 50.9%所带动，品牌转型成效初显。2) 期间费用率：22 年同比+7.69pct 至 36.32%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比+8.04/-0.52/+0.36/-0.19pct 至 26.52%/8.28%/0.92%/0.61%，销售费用率大幅提升主因转型升级广告宣传费、咨询费增加所致。3) 归母净利率率：费用率提升幅度大于毛利率，归母净利率率同比-2.64pct 至 0.64%。4) 存货：22 年末存货 1.52 亿元/yoy+34.04%，存货周转天数同比+5

天至 31 天，疫情扰动致库存规模提升。5) 现金流：22 年经营活动现金流净额 1.07 亿/同比大幅增加。截至 22 年末货币资金 9.63 亿元、现金充沛。定位经典舒适男装，全方位进行品牌高端化战略转型。公司 21 年与君智合作、定位经典舒适男装，品牌升级成效初显：①渠道上加速从流量运营向品牌运营转型，深耕私域小程序运营，22 年红豆男装小程序实现 GMV3.1 亿元；②产品上打造爆款单品 0 感舒适衬衫，22 年单品销量突破 33 万件。2023/1/16，公司公告拟定增募集 11.8 亿元进行门店升级改造、电商中心建设、设计研发中心建设等项目，彰显发展信心，为后续改革继续展开提供充足资金保障，品牌升级效果将进一步得到市场检验。盈利预测与投资评级：公司聚焦男装业务，自 21 年转型开始不断推出高品质产品&持续进行渠道升级，22 年成效初显，直营门店店效&整体毛利率大幅提升，但转型期费用投放较大致使 22 年利润承压。同时公司发力职业装市场、拓宽业务范围，23 年以来已相继中标中国建设银行、国家能源集团等，累计中标项目金额约达 5.05 亿元。新能源业务方面，22 年切入的新能源风能已获得相应建造资质，固态锂电池业务已取得 3GW 大功率固态锂电池项目备案、但由于专利纠纷投产建设进度延迟。考虑转型期内费用投放较大，我们将 23-24 年净利从 1.11/1.54 下调至 0.68/1.00 亿元、增加 25 年预测值 1.33 亿元，对应 23-25 年 PE 为 111/76/57X，维持“增持”评级。风险提示：终端消费复苏不及预期、费用大幅增加、品牌转型效果不及预期、新能源业务推进不及预期等。

(证券分析师：李婕 证券分析师：赵艺原 研究助理：郝越)

桐昆股份(601233): 2022 年年报点评: 盈利短期承压+产能持续扩张, 业绩增长未来可期

投资要点 事件：2022 年，公司实现营业收入 619.93 亿元，同比上升 5%；归母净利润 1.30 亿元，同比下降 98%；扣非归母净利润 0.09 亿元，同比下降 100%。2022 年 Q4 实现归母净利润-18.05 亿元，同比下降 239%，环比下降 393%；扣非净利润-18.69 亿元，同比下降 266%，环比下降 392%。成本高企&内需萎缩，盈利承压：成本端：国际上受俄乌战争长期化、能源价格上涨等影响，叠加国内政策调整，涤纶长丝市场存在成本高企的压力。需求端：从终端需求来看，纺织品服装内销市场需求不足，但出口额再创新高。库存端：2022 年公司涤纶长丝库存量 52.33 万吨，同比增长 35.92%。前三季度涤纶长丝需求不及预期，库存大幅增加，第四季度起随着经济预期好转，终端尾单放量，涤丝去库显著。国内经济复苏&海外航线运费回落，长丝市场反弹在即：国内方面，随着国内疫情防控措施愈发宽松，居民出行及下游消费需求持续回暖，涤纶长丝实现价格回弹。库存有望得到释放。海外出口方面，中国出口集装箱运价综合指数已从 2022 年初的 3433 点回落至 2023 年 4 月的 934 点附近，海外航线运输费用恢复正常水平，待海外需求复苏后，长丝出口市场同样具有广阔空间。产能迅速扩张，业绩潜力待释放：公司当前 PTA 产能约为 720 万吨/年，聚合产能约为 910 万吨/年，涤纶长丝产能约为 960 万吨/年。PTA 方面，2023 年上半年公司南通生产基地计划投产一套 250 万吨 PTA 项目。聚酯方面，沭阳年产 240 万吨长丝（短纤）、500 台加弹机、1 万台织机已启动建设。下游纺织制造方面，公司沭阳生产基地预计在 2023 年上半年实现 1 万套纺织设备投产。盈利预测与投资评级：我们调整公司 2023-2024 年归母净利润预测值为 35、50 亿元（此前为 54、66 亿元），同比增速为 2562%、44%；新增 2025 年归母净利润预测值为 66 亿元，同比增速为 32%，对应 2023-2025 年 EPS（摊薄）为 1.44、2.08

和 2.73 元/股,按 2023 年 4 月 21 日收盘价对应的 PE 分别为 9.20、6.37 和 4.84 倍。我们看好公司在 PTA、涤纶长丝和下游织造领域的产能持续扩张和龙头地位提升,以及公司持续受益于参股的浙石化项目带来的高额投资收益。同时公司在产业链深入一体化的支撑下盈利能力将更加稳健,维持“买入”评级。风险提示:PX 和 MEG 产能投放不及预期,上游原材料价格上涨。

(证券分析师:陈淑娴 证券分析师:郭晶晶)

中际联合(605305):2022 年报点评:海外市场翻倍增长,盈利水平短期承压

事件:公司发布 2022 年报。海外市场实现翻倍增长,内销承压致使收入端略有下降 2022 年公司实现营业收入 7.99 亿元,同比-9.45%,其中 Q4 为 2.38 亿元,同比-8.10%,虽有所承压,但在风电零部件环节表现已较为优异。分行业来看:1)风电行业:2022 年实现收入 7.92 亿元,同比-9.61%,收入占比 99.05%,仍为主要收入来源。2)其他行业:2022 年实现收入 184 万元,同比+9.02%,表现较为稳健。分产品来看:1)高空安全升降设备:2022 年实现收入 5.44 亿元,同比-14.86%;2)高空安全防护设备:2022 年实现收入 1.93 亿元,同比-9.52%;3)高空作业服务:2022 年实现收入 5653 万元,同比+123.65%,进入放量期。分地区来看:1)内销:2022 年实现收入 4.81 亿元,同比-33.93%,收入占比为 60.19%,同比-22.31pct,明显下滑,主要系国内风需求短期下滑,叠加疫情影响交付。2)外销:2022 年实现收入 3.12 亿元,同比+109.25%,收入占比为 39.09%,同比+22.18pct,大幅增长,一定程度上对冲了国内市场的下滑。展望 2023 年,一方面 2022 年国内风电行业招标量高增,我们判断 2023 年下半年风电行业装机需求有望大幅增长。另一方面,公司产品在海外市场快速突破,仍有较大增长空间,公司整体收入端有望重回快速增长通道。内销毛利率大幅下滑&费用率提升,2022 年盈利水平有所承压 2022 年公司归母净利润为 1.55 亿元,同比-33.05%,其中 Q4 为 2316 万元,同比-54.85%。2022 年公司销售净利率为 19.41%,同比-6.84pct,盈利水平出现明显下降。1)毛利端:2022 年销售毛利率为 43.67%,同比-4.00pct。分产品来看,2022 年高空安全升降设备、高空安全防护设备、高空作业服务毛利率分别为 47.64%、33.63%和 34.32%,同比-4.54pct、-2.38pct 和+12.88pct,高空安全升降(防护)设备毛利率出现下降,我们判断一方面系国内风电行业需求疲软,公司出现一定降价,另一方面系原材料价格较高。分地区来看,2022 年内销、外销毛利率分别为 35.23%和 55.67%,分别同比-10.27pct 和-0.80pct,外销毛利率较为坚挺,同时高毛利率的外销业务收入占比提升,一定程度上对冲了内销市场毛利率下滑对销售毛利率的拖累。展望 2023 年,随着原材料价格回落,中国大陆风电市场需求回暖,公司毛利率有较大提升空间。2)费用端:2022 年期间费用率为 26.27%,同比+5.01pct,进一步压制盈利水平表现,其中销售、管理、研发和财务费用率分别同比+3.98pct、+2.53pct、+2.58pct 和-4.09pct,财务费用率明显下降,主要系银行存款利息、汇兑收益增加所致。海外市场拓展&产品延伸,公司中长期成长空间打通 公司海外业务拓展、产品横向延展将打开公司成长空间:1)海外业务高速增长,仍有较大提升空间。海外风电高空作业设备市场规模大于国内,公司产品已经获得海外相关认证,绑定全球知名风电企业,海外收入仍有较大提升空间;2)不断丰富完善产品线,成长空间持续打开。公司积极开发新品,如叶片检修平台、漂浮式风机用塔筒内升降设备等。此外,公司积极拓展水电、立体养殖专用升降设备等新领域,有望贡献业绩增长点。盈利

预测与投资评级: 考虑到盈利水平有所下滑, 我们谨慎下调 2023-2024 年归母净利润预测分别为 2.93、4.16 亿元 (原值 3.63、4.56 亿元), 并预计 2025 年归母净利润为 5.42 亿元, 当前市值对应动态 PE 为 21/14/11 倍。考虑到 2023 年国内风电需求提升, 叠加海外市场拓展, 维持“买入”评级。 风险提示: 风电行业景气下滑, 海外市场拓展不及预期等。

(证券分析师: 周尔双 证券分析师: 黄瑞连)

永贵电器 (300351): 2022 年报点评: 业绩符合预期, 新能源业务快速起量

投资要点 轨交业务稳步增长, 车载新能源快速起量: 公司发布 2022 年年报, 报告期内公司实现营业收入 15.1 亿元, 同比增长 31.41%; 实现归属于母公司所有者的净利润 1.55 亿元, 同比增长 26.57%; 扣非净利润 1.46 亿元, 同比增长 33.01%, 符合我们此前预期。具体分版块看: 1. 轨道交通业务稳定增长。2022 年公司进一步巩固轨道交通领域的行业地位, 实现板块总收入 7.3 亿元, 同比增长 7.90%, 其中轨道交通连接器收入 4.1 亿元, 同比增长 9.64%。2. 车载及新能源产品贡献主要业绩增量。2022 年公司紧抓新能源汽车和充电行业快速发展机遇, 在新项目与规模效应的推动下, 实现新能源汽车业务收入 6.58 亿元, 同比增长 86.61%。 高压连接器积累深厚, 客户结构优化加速成长: 高压连接器是新能源车核心器件之一。国产新能源汽车品牌崛起带来产业链重塑机会, 公司作为较早布局的国内厂商之一, 自 2018 年起进行客户结构优化, 已逐步覆盖吉利、长城、比亚迪等知名车企。我们认为公司未来与比亚迪、赛力斯、吉利、上汽、长安等优质客户的合作将进一步深化, 进而拓展供应品类、提升供应份额, 产品单车价值量有望不断提升。 充电桩市场快速增长, 超充枪提供超额弹性: 公司充电枪产品覆盖直流与交流, 终端客户涵盖多家行业主流车企及桩端运营商企业, 相关产品收入在车载新能源业务占比超过 35%, 为主流国产上市连接器企业中占比最高。同时, 快充充电桩的快速渗透也将带动对液冷超充枪的需求, 公司是国内第一家量产液冷大功率超充枪的厂商, 已给众多国内整车厂、充电桩端厂家及运营商供应产品, 我们看好公司的超充枪产品竞争力不断提升, 在需求大规模扩张的市场中获取超额份额。 轨交列车存量维保需求释放+增量恢复, 轨交产品结构不断丰富: 公司为国内轨道交通连接器龙头, 并于近几年开辟非连接器新产品, 非连接器产品在客户处快速渗透实现增长。十四五释放轨交列车新一波增量, 同时存量车辆集中维保周期开启, 公司轨交产品有望实现稳定增长。 盈利预测与投资评级: 公司深度布局轨道交通与工业、车载与能源信息、特种装备三大业务板块, 我们看好公司在轨交连接器领域巩固龙头地位的同时, 发力新能源连接器和充电枪业务。我们维持公司 23-24 年归母净利润预测 2.33/3.03 亿元, 新增 2025 年净利润预测 3.92 亿元。当前市值对应 PE 分别为 22.5/17.3/13.4 倍, 维持“买入”评级。 风险提示: 新能源车市场需求不及预期; 充电桩行业增速不及预期。

(证券分析师: 马天翼 证券分析师: 鲍娴颖)

金科环境 (688466): 水深度处理及资源化专家, 数字化产品升级&切入光伏再生水迎新机遇

投资要点 北控战略入股彰显技术影响力, 切入光伏领域资源化战略升级。公司深耕膜技术在水深度处理及污废水资源化领域的应用。2016 年北控水务战略入股发展提速。2021 年合作隆基切入光伏再生水。2022 年归母净利润 0.81 亿元 (+31%), 2022Q4 业绩 0.45 亿元 (+68%) 显著改善。 膜技术实力领先, 资源化助力双碳发展, 数字

化&产品化引领业态变革。公司自研膜通用平台技术填补国内空白，降低膜装备成本 20%-40%。污废水资源化减污降碳协同，ToB 商业化运营三方共赢。数字化技术助推产品化应用升级，2023 年 3 月公司发布智能制水机组新产品“新水岛”，颠覆传统工程模式，占地节约 80%，建造周期 1-2 月，实现智慧生产，无人值守，全成本低。新水岛模式下水回用率 70%，排污量降为 30%。我国水资源紧缺&污染严重，取水&排污约束叠加降本驱动，光伏再生水需求迫切。黄河流域水资源超载地区（含甘肃、宁夏、内蒙古等省部分区域）暂停新增取水许可，江浙等水环境敏感区域环境容量管理加强，污水资源化需求迫切受政策有力支持。水为光伏制造过程必要消耗，三重因素驱动再生水应用。用水约束：硅料硅片产能集中于西部缺水区域。多晶硅产能现集中于疆、川、蒙，未来向内蒙古、宁夏转移，内蒙古包头规划 2023 年底多晶硅产能占比将达 40%。2019 年宁夏和内蒙古单晶硅片产能占比达 64%。排污约束：电池片产能集中于江浙水环境敏感区。2021 年江浙太阳能电池产量占比 55%，环境敏感区域光伏企业需执行更严格的水污染物特别排放限值，单位产品基准排水量收紧 17%~25%。降本增效：高品质再生可实现取水、纯水制备、排污等成本的节约，以硅片项目测算再生水方案较原方案取水成本节省约 9%。光伏再生水百亿空间释放，公司技术&成本优势显著。光伏产业水&排污紧缺区域产能占比约 50%，我们预计 2025 年光伏再生水潜在运营空间达 12 亿元，2025 年潜在建造空间达 295 亿元，2022-2025 年化建造空间 98 亿元。公司技术实力获海内外认可，膜通用&浓缩液资源化技术降本增效显著，光伏产业降本动机强烈，首个项目落地后有望迅速渗透。高品质饮用水兴起，纳滤龙头占据规模&先发优势。政策支持&用水安全&消费升级，高品质饮用水兴起，组合纳滤技术前景广阔。公司为纳滤龙头，2021 年底高品质饮用水累计产水超 180 万吨/天；首次在张家港现有管网上实现同城同网直饮水，大管网模式较净水器更具经济性。盈利预测与投资评级：污废水资源化专家，膜实力领先。率先切入光伏领域，用水&排污约束及降本增效驱动下，光伏再生水百亿空间释放。我们预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 0.81/1.13/1.54 亿元，同增 31%/39%/36%，对应 25/18/13 倍 PE，首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：政策进展不及预期，项目进展不及预期，行业竞争加剧

（证券分析师：袁理 证券分析师：赵梦妮 研究助理：陈孜文）

新华保险(601336)：2023 年一季度业绩预增点评：保险预增第一弹，估值业绩共振发令枪响

投资要点 事件：公司公告 1Q23 归母净利润与根据新生效的企业会计准则追溯调整后同期相比，预计同比增长 110%至 120%，业绩增速超出市场预期。新准则实施追溯调高同期基数主要系新旧保险合同准则对折现率使用变化以及新增具有直接参与分红特征的保险合同计量方法降低对净利润的波动。公司公告按照新保险合同准则（IFRS17）规定追溯调整保险业务相关上年同期对比数据，按照新金融工具准则（IFRS9）规定选择不追溯调整投资业务相关上年同期对比数据。追溯后，公司 1Q22 净利润基数由上年同期季报披露的 13.44 亿元提升至 32.20 亿元，追溯调增主要系：1) 1Q22 同期原保险合同准则准备金折现率采用对应期限国债 750 天移动平均线+溢价，而 IFRS17 准则按照当前可观察折现率为基础，1Q22 十年期国债收益率 750 天移动平均曲线下行侵蚀税前利润，而十年期国债的时点值（当前可观察）于 1Q22 期间小幅上升 2.79%；2.根据 IFRS17（第三十四

条保险合同金融变动额的会计处理)精算假设调整对未来利润的影响不计入当期损益,公司可以选择将差额计入其他综合收益,并在未来提供服务的期间逐步确认,降低了当期的波动;3.IFRS17新增具有直接参与分红特征的保险合同计量方法,避免分红险合同因金融假设变动导致当期利润和净资产的大幅波动。IFRS9新金融工具准则实施,1Q23权益市场温和上行,同期投资收益基数较低,权益市场回暖推升1Q23利润表现。根据公告,1Q23公司归母净利润预计同比增长110%至120%,1Q23归母净利润中枢为69.2亿元(2022年全年98.22亿元)。IFRS9下,大量权益类金融资产划入FVTPL(以公允价值计量且其变动计入当期损益),增加了股票持仓对当期净利润的波动,1Q23沪深300指数和创业板指数分别上涨4.6%和2.2%(1Q22同期沪深300和创业板指分别下跌14.5%和20.0%),权益投资收益同比明显提升助力净利润回暖。负债端同期基数同业最低,2023年轻装上阵。2022年实现NBV为24.23亿元,同比下降59.5%(A股同业降幅25%,负债端同期基数同业最低,2023年轻装上阵),归因来看:NBV新单同比小幅下滑5.5%,但NBV Margin同比大幅下滑7.4个pct.至仅为5.5%,主要系受行业健康险业务低迷和公司人力主动清虚影响,健康险长险首年保费同比大幅下降52.2%,公司明确2023年将长期期缴保费作为独立的指标下发到分支机构,我们预计1Q23公司NBV同比增长5%,全年增速接近10%。盈利预测与投资评级:宏观经济拐点确认,金融板块估值修复演绎从“弱预期”转向“强现实”,公司作为保险股预增第一弹,估值业绩共振发令枪响。根据一季报预增公告,我们上调投资收益预测,预计2023-25年归母净利润为129、143和160亿元(原2023-24年预测125和137亿元,并新增2025年预测),维持“买入”评级。风险提示:权益市场持续下行,寿险需求复苏不畅

(证券分析师:胡翔 证券分析师:葛玉翔 证券分析师:朱洁羽)

上峰水泥(000672):2022年年报及2023年一季度点评:水泥主业景气筑底,两翼业务贡献新增长极

投资要点 事件:公司披露2022年年报与2023年一季度报,2022年实现营业总收入71.3亿元,同比下降14.2%,归母净利润9.5亿元,同比下降56.4%。2022Q4/2023Q1分别实现营业收入19.7/13.9亿元,同比-24.9%/-7.0%,实现归母净利润1.0/1.7亿元,同比-82.5%/-49.4%,基本符合我们的预期。公司向全体股东每10股派发现金红利3.5元。水泥主业底部回暖,高毛利的骨料、环保业务快速增长。(1)2022年水泥及熟料实现收入59.6亿元,同比-17.3%,销量1933万吨,同比-7.1%,测算单吨均价同比下滑38.1元;22Q4/23Q1收入分别同比-32.1%/-4.5%,降幅收窄主要得益于行业春节停窑以及下游复工较快,公司重点市场华东区域量价齐升。(2)2022年混凝土/骨料业务实现收入2.1/7.2亿元,同比+5.0%/+30.0%,实现销量51万方/1612万吨,同比-8.2%/+20.7%,测算单方/单吨均价为403/45元;环保业务实现收入2.1亿元,同比+80.0%,非水泥主业表现亮眼,对冲了水泥行业景气下行的压力。煤炭成本上升导致水泥业务毛利率下降,骨料、环保业务毛利水平维持高位,净利率22Q4筑底。(1)2022年水泥及熟料毛利率为28.8%,同比下滑12.3pct,测算吨毛利同比-54元;混凝土/骨料/环保业务毛利率分别为12.7%/78.7%/50.4%,同比-11.0/-1.2/-2.3pct。(2)2022年期间费用率13.2%,单吨水泥期间费用为48.9元,同比分别+2.3pct/+5.2元;23Q1期间费用率为14.0%,同比+0.9pct;(3)公司2022年实现净利率13.4%,单吨净利49.6元,

分别同比-13.7pct/-58.7元；23Q1净利率为11.4%，环比22Q4回升7.0pct，预计主要得益于水泥景气回升。经营性现金流大幅下滑，资本开支力度不减。（1）公司2022年购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为11.1亿元，同比基本持平。公司资本开支力度不减，内蒙骨料工程等项目有序推进；（2）2022年末资产负债率为43.3%，同比+3.1pct，23Q1资产负债率继续环比上行3.4pct至46.8%；（3）2022年经营活动净现金流为10.2亿元，同比-64.1%。基建实物需求落地推动行业景气回升，公司盈利有望逐级改善。基建持续发力下水泥需求有望继续回暖，公司核心市场长三角区域产能利用率高，价格弹性有望好于全国，驱动水泥主业盈利反弹。两翼业务亮点初现，有望降低盈利波动性和打开长期成长空间。盈利预测与投资评级：行业供需平衡重建，景气底部回升，公司水泥及熟料主业盈利有望稳步改善，两翼业务贡献新增长点。基于地产投资缓慢修复，煤价维持高位，我们下调2023-2025年归母净利润至11.4/14.2/18.7亿元（2023-2024年预测前值为16.8/19.3亿元），4月21日收盘价对应市盈率9.4/7.6/5.7倍，维持“增持”评级。风险提示：地产下行超预期、基建实物需求恢复不及预期、行业竞争态势恶化的风险。

（证券分析师：黄诗涛 证券分析师：房大磊 证券分析师：石峰源 研究助理：杨晓曦）

英搏尔(300681): 2022年年报&2023年一季报点评: 业绩不及预期, 平台化产品交付元年、利润拐点可期

投资要点 2022年/2023Q1营收同比+106%/-27%，利润端仍未实现盈利，交付端与业绩均不及市场预期。公司2022年实现营收20.06亿元，同比+106%；实现归母净利润0.25亿元，同比-47%；扣非归母亏损0.29亿元，同比-318%，其中信用减值达1.25亿元（威马、雷丁计提1.01亿），股权支付费用为0.20亿元。2022Q4/2023Q1分别实现营收6.29/2.58亿元，分别同比+21/-27%；实现归母-0.08/-0.13亿元，分别同比-127%/-169%；实现扣非归母-0.29/-0.16亿元，分别同比-199%/-930%。因原材料涨价、减值等影响，利润端不及市场预期。23Q1因燃油车降价、车企客户消化年底库存、特斯拉降价等影响，订单交付不及预期。毛利率因价格&成本、产品结构而带来压力，费用端仍在持续提升，今年起前期投入有望初显曙光。2022年毛利率16.22%，同比-4.50pct；其中新能源车/场地车及其他毛利率分别9.69%/49.03%，同比-1.37pct/-4.20pct。分季度看，2022Q4/2023Q1毛利率分别为22.51%/16.98%，同比+2.30pct/+0.81pct，环比+11.15pct/-5.53pct。22年毛利率下滑主要系：1)价格端：下游车企“内卷”加剧、降本诉求强，同时电驱动公司竞争加剧，通过规模优先、价格策略以提升市占率，定点价格有所让步；2)成本端：原材料永磁体、硅钢、半导体器件价格同比21年处在高位，公司为保交付，高价购买IGBT等材料。3)结构性影响：毛利率相对低的驱动/电源总成产品收入占比提升。展望后续，利润端有望稳步提升至合理水平：1)具备成本和平台化规模优势的“集成芯”供货占比有望提升，替代定制化程度高、规模效应差、价格持续年降的老产品；2)加速IGBT等成本项国产替代进程；3)提升“集成芯”自动化率。2023年4月公司拟发行可转债募集8.17亿元，进一步加码产能（7.17亿用于新能源车动力总成自动化车间建设，其余补流）。客户&产品结构优化（核心看点是今年“集成芯”会放量），在手订单饱满，节奏上23H1交付有压力、22H2有望放量：分产品来看，1)总成产品收入占比超60%，其中驱动总成出货8.0万台、营收5.6亿元，分别同比+144%/+156%；电源总成出货57.3万台、营收6.7亿元，分别同比+169%/+138%；新

技术方面，目前已完成扁线电机/碳化硅电控产线建设。2) 单体产品（电机电控）收入同增 13%，常规产品外，双电机混动控制器 22H2 成功交付上汽通用五菱多款混动车型，铸铝转子异步电机配套高端四驱车、成功量产。2023 年供货结构往“集成芯”产品切换，平台化设计&制造有望带来成本端的降低。分车型来看，新能源车 22 年实现营收 16.0 亿，同比+149%，占比提至 80%，A 级/A+级车型营收占比大幅提升。乘用车方面，来自吉利（主要）、五菱、小鹏等 15+ 客户多款定点车型持续放量，TOP5 客户销售额占比 64%。“集成芯”也已定点上汽大通、吉利等客户，处于量产爬坡阶段，23H2 有望实现放量。商用车方面，为头部企业定制一体化后桥方案、积极开发油冷碳化硅驱动总成，切入重卡、皮卡等领域。场地车及其他营收 2.6 亿，同比+64%，新增登高车湖南星邦等客户。盈利预测与投资评级：因公司业绩&Q1 交付端不及预期，我们下调 2023-2025 年归母净利润分别为 1.31 亿元（-0.74）/3.15 亿元（-0.40）/5.28 亿元，同比分别+432%/+141%/+68%，对应现价 PE 分别 35 倍、15 倍、9 倍。因公司今年起交付顺利情况下，利润有望迎来较大弹性，仍维持“买入”评级。风险提示：乘用车相关产品销量不及预期、原材料涨价风险、价格竞争加剧。

（证券分析师：曾朵红 研究助理：谢哲栋）

国芯科技（688262）：引领车载 MCU 芯片国产替代，信息安全芯片受益 AI 有望高增

投资要点 深耕嵌入式 CPU IP，核心技术自主可控：公司自成立以来聚焦于国产自主可控嵌入式 CPU 技术研发和产业化应用，目前形成 IP 授权、芯片定制服务和自主芯片及模组三大业务板块，产品广泛应用于信息安全、汽车电子和工业控制、边缘计算和网络通信等关键领域。公司历经近二十年的持续研发、创新与沉淀，已成功实现基于“M*Core 指令集”、“PowerPC 指令集”和“RISC-V 指令集”的 8 大系列 40 余款 CPU 内核，形成了深厚的嵌入式 CPU IP 储备。2022 年前三季度公司实现营收 3.2 亿元，同比增长 22%，实现归母净利润 0.97 亿元，同比增长 164%，公司业绩维持高速增长。车载 MCU 定位中高端，开启规模化量产出货：车载 MCU 中短期内受益汽车智能化、电动化、网联化趋势，市场需求规模将持续增长，国内汽车势力崛起，对汽车芯片国产替代诉求强烈。公司汽车电子芯片已在车身控制、汽车动力总成控制、汽车域控制、新能源电池 BMS 控制、车规级安全 MCU、汽车电子混合信号类等七条产品线上实现系列化布局，截至 2022 年底，公司汽车电子芯片累计出货量超 400 万颗，下游客户涵盖比亚迪、上汽、长安、奇瑞、吉利、东风等国内外知名车企。公司新一代发动机控制和新能源 BMS 控制芯片研发进展顺利，功能安全等级达到 ASIL-D 最高安全等级，有望进一步增厚营收。云应用芯片全面布局，业绩有望持续高增：公司云应用芯片产品涵盖云安全芯片、先进存储 Raid 芯片和边缘计算芯片。公司是国内主要的云安全芯片、金融 POS 安全芯片供应商之一，是国家重大需求安全芯片主要供应商之一。国内 AI 加速发展带来海量数据安全存储需求，Raid 存储芯片是服务器实现数据保护、安全与冗余管理的核心构成，逐步成为 AI 服务器标配。公司存储 Raid 芯片打破海外垄断，有望增厚公司营收。公司新一代高性能高安全边缘计算芯片产品“CCP1080T”近日也在内部测试中获得成功，有望打开公司长期成长空间。盈利预测与投资评级：车载 MCU 国产替代加速，公司有望凭借客户与技术优势充分受益。基于此，我们预测公司 22-24 年归母净利润分别为 0.83/2.84/4.65 亿元，当前市值对应 PE 分别为 195/57/35 倍，首次覆盖

给予“买入”评级。风险提示：下游客户需求不及预期；产品研发进展不及预期；新产品客户拓展不及预期；中美贸易摩擦风险

(证券分析师：马天翼 证券分析师：唐权喜 证券分析师：周高鼎 研究助理：王润芝)

精测电子(300567)：2022 年报&2023 年一季报点评：半导体设备在手订单大幅增长，进入放量阶段

事件：公司发布 2022 年年报&2023 年一季报。半导体&新能源业务快速放量，半导体设备在手订单创新高 2022 年公司实现营业收入 27.31 亿元，同比+13.35%，其中 Q4 为 9.10 亿元，同比+42.03%，基本符合我们预期。分行业来看：1) 显示行业：2022 年实现收入 21.69 亿元，同比-1.41%，收入占比为 79.43%，同比-11.89pct。在面板行业下行周期背景下，公司表现已较为出色，主要受益于在智能和精密光学仪器以及新型显示等新兴领域取得较大的进展。2) 半导体行业：2022 年实现收入 1.83 亿元，同比+34.12%，收入占比为 6.69%，同比+1.04pct。上海精测 2022 年实现营业收入 1.65 亿元，同比+49.06%，半导体量/检测设备快速放量。3) 新能源：2022 年实现收入 3.43 亿元，同比+561.64%，收入占比为 12.56%，同比+10.41pct，同样进入业绩兑现期。2023Q1 公司实现营业收入 6.01 亿元，同比-0.39%，基本持平。2023 年 4 月 14 日，公司公告上海精测与客户签订了半导体前道量测、检测设备订单，合计 1.16 亿元，半导体设备持续突破。截至 2023 年 4 月 23 日，公司在手订单约 27.97 亿元，其中半导体领域 8.91 亿元(我们推测主要为前道量/检测设备)，新能源领域 4.82 亿元，在手订单较为饱满，将支撑 2023 年收入端稳健增长。毛利率处于快速提升通道，高研发投入短期压制利润端表现 2022 年公司实现归母净利润 2.72 亿元，同比+41.36%，落于业绩预告中位区间(2.65-2.85 亿元)；2022 年公司扣非归母净利润为 1.21 亿元，同比+4.06%，位于业绩预告偏上限(1.05-1.25 亿元)。2022 年公司销售净利率和扣非销售净利率分别为 7.62%和 4.43%，同比+1.81pct 和-0.40pct。1) 毛利端：2022 年销售毛利率为 44.39%，同比+1.05pct，其中显示、半导体和新能源行业毛利率分别为 45.46%、51.14%和 31.37%，分别同比+1.73pct、+14.12pct 和+0.82pct，半导体业务毛利率取得大幅提升。2) 费用端：2022 年期间费用率为 39.94%，同比+2.11pct，其中销售、管理、研发和财务费用率分别同比-0.41pct、+0.10pct、+3.32pct 和-0.91pct，公司研发力度持续加大，重点投向半导体、新能源领域。2022 年末公司研发人员达到 1655 人，同比+18.81%，研发人员占比达到 51.24%，同比+3.02pct，高研发投入为公司可持续发展打下基础。3) 2022 年公司其他收益达到 1.35 亿元，同比+415.84%，占利润总额比例达到 55.15%，主要为政府补助与软件增值税即征即退税款。此外，2022 年公司投资净收益达到 9240 万元，同比+379%，均对公司利润端表现产生明显的正面效应。2023Q1 公司归母净利润为 1188 万元，同比-58.20%。2023Q1 公司销售净利率为 0.31%，同比-3.04pct。2023Q1 销售毛利率为 45.35%，同比+3.02pct，进一步提升；2023Q1 期间费用率为 45.57%，同比+8.35pct，其中研发费用率达到了 23.00%，同比+4.56pct，为压制利润端表现的核心因素。显示、半导体、新能源全面布局，充分受益量/检测国产替代加速 作为显示面板检测设备龙头，公司积极布局半导体、新能源领域，打开成长空间。1) 显示面板检测：行业仍处在下行周期，公司大力推动 AOI 及 OLED、Micro-OLED、Micro-LED、Mini-LED 等新型显示产品以及智能和精密光学仪器业务，有望对冲行业下行周期，实现稳健增长。2) 半导体量/检测设备：我们预计 2022 年中国大陆半导体量/检测设备市场规模达到 290 亿元。KLA 在量/检

测设备领域一家独大，全球市占率 50% 以上，2022 年国产化率仍不足 3%，是前道国产化率最低的环节之一。美国制裁升级影响 KLA 业务开展，行业将迎来国产替代最佳窗口期。从产品布局来看，公司量/检测设备全面覆盖光学和电子束检测，是国内产品布局最为齐全的企业之一，看好公司设备在下游客户加速导入，订单加速放量。3) 新能源设备：作为二线锂电龙头，中创新航持续加大产能扩张力度，2025 年目标产能 500GWh，约是 2022 年装机量的 25 倍。公司与中创新航签署《战略合作伙伴协议》，将充分受益于其大规模扩产。公司聚焦中后道工序，其中化成分容设备已形成大批量销售，切叠一体机已获批量订单，同时布局锂电池视觉检测系统、电芯装配线和激光模切机等新品。此外，公司积极开拓与其他知名电池厂商的合作关系，进一步打开成长空间。盈利预测与投资评级：综合考虑公司毛利率提升、研发投入力度加大，我们调整 2023-2024 年公司归母净利润预测分别为 3.40、5.31 亿元（原值 3.85 和 5.34 亿元），并预计 2025 年归母净利润为 8.09 亿元，当前市值对应动态 PE 分别为 93、59 和 39 倍，维持“增持”评级。风险提示：美国制裁风险、下游资本开支不及预期、毛利率下滑等

（证券分析师：周尔双 证券分析师：黄瑞连）

科拓生物（300858）：22 年报&23 年一季报点评：复配低迷，益生菌高增，业绩低于预期

投资要点 公司发布 22 年年报和 2023 年一季报，业绩低于预期：22 年公司营收 3.69 亿元，同比+1.25%；归母净利润 1.1 亿元，同比+0.32%；扣非归母净利润 0.98 亿元，同比+18%。23Q1 公司营收 0.72 亿元，同比-16%；归母净利润 0.2 亿元，同比-14%；扣非归母净利润 0.18 亿元，同比-9%。业绩低于预期。复配业务持续低迷，拖累公司业绩：22 年公司复配收入同比-28%，收入占比同比下滑 19pct 至 47%。受下游常温酸需求萎靡影响，22 年复配业务萎缩，叠加公司产品降价影响，22 年复配毛利率同比-3.8pct 至 42%。23Q1 常温酸终端需求持续低迷，同时复配主要原材料涨价较多后下游订单节奏受冲击，我们预计 23Q1 公司复配业务收入和毛利率同比下滑幅度较大，拖累整体收入和利润。第二曲线益生菌高增，结构优化推动毛利率提升：疫情催化+产能扩张，22 年公司食用益生菌业务同比+87%，收入占比同比+17pct 至 38%，我们预计 23Q1 公司益生菌业务高增态势延续。22 年公司食用益生菌毛利率同比-0.1pct 至 63%，由于益生菌业务毛利率高于复配，占比提升推动公司毛利率同比+1.7pct 至 52%。费用摊薄下，22 年公司益生菌业务主体子公司金华银河净利率达到 41%，同比+10.7pct。考虑到 23Q1 公司产能利用率较高，我们预计 23Q1 公司益生菌业务盈利能力依然维持高位，收入占比持续提升推动 23Q1 公司毛利率同比+1.1pct 至 52.5%。费用支出较为稳定，盈利能力提升：22 年公司销售/管理/研发/财务费用率同比+0.5/-2.5/-1.5/+0.9pct，管理费用率同比下降主因股权激励费用降低。综合来看 22 年公司归母净利率同比-0.3pct 至 29.8%，剔除资产处置收益等非经项后的扣非归母净利率同比+3.8pct 至 27%。23Q1 公司销售/管理/研发/财务费用率同比+4.3/+0.2/+0.1/-5.4pct，销售费用率同比提升或因公司加大自有品牌建设，23Q1 公司归母净利率同比+0.5pct 至 27.8%，盈利能力持续提升。23 年益生菌业务潜力可期，静待复配拐点：疫后消费者健康意识提升，益生菌需求旺盛，23 年益生菌业务目标依然有望实现。低基数叠加消费复苏，23Q2 起下游常温酸需求有望回暖，公司复配业务有望迎来拐点。盈利预测与投资评级：公司 23Q1 业绩低于预期，我们下调 23-25 年收入预期至 4.6/6.2/8 亿元（此前 23-24 年预期为 5.2/7 亿元），

同比+26%/34%/29%，下调归母净利润预期至 1.5/2.2/2.9 亿元（此前 23-24 年预期为 1.8/2.4 亿元），同比+36%/48%/32%，对应 PE 分别为 32/22/16x，下调至“增持”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、客户集中度较高、新客户开拓不及预期

（证券分析师：汤军 证券分析师：王颖洁 证券分析师：李昱哲）

信德新材（301349）：2022 年年报及 2023 年一季报点评：Q1 单位盈利承压，业绩略低于市场预期

投资要点 2022 年归母净利 1.5 亿元，同比增长 8%，略低于市场预期。2022 年公司营收 9.04 亿元，同比增长 83.69%；归母净利润 1.49 亿元，同比增长 8.21%；扣非净利润 1.37 亿元，同比增长 13.55%；22 年毛利率为 27.00%，同比下降 13.58pct；销售净利率为 16.49%，同比下降 11.50pct，业绩略低于市场预期。23Q1 归母净利 0.28 亿元，环比持平微增。2023 年 Q1 公司实现营收 1.57 亿元，同比增加 5.6%，环比下降 24.63%；归母净利润 0.28 亿元，同比增长 1.48%，环比增长 1.86%，扣非归母净利润 0.18 亿元，环比增长 9.22%。盈利能力方面，23Q1 毛利率为 23.89%，同比下降 8.71pct，环比下降 0.56pct；归母净利率 18.11%，同比下降 0.73pct，环比增长 4.71pct；23Q1 扣非净利率 11.45%，环比提升 3.55pct。22 年出货 3.2 万吨、23 年新增产能释放，有望维持 50% 增长。22 年负极包覆材料出货 3.2 万吨，同增 41%，我们预计其中 Q4 出货 0.85-0.9 万吨，环比持平微增，23Q1 受下游需求影响，出货 0.6 万吨+，环降 30% 左右。公司大连“年产 3 万吨碳材料产业化升级建设项目”一期 1.5 万吨于 22 年 11 月投产，现有产能 4 万吨，1.5 万吨在建，随着新增产能投产，我们预计 23 年全年出货 4.6 万吨，维持近 50% 增长，市占率进一步提升。单位盈利受原材料涨价影响，随着一体化比例提升预计盈利逐渐恢复。盈利方面，我们预计公司 22 年单吨盈利 0.43 万元左右，23Q1 单吨盈利达 0.3 万元/左右，较 22Q3 下滑 40% 左右，主要系原材料乙烯焦油及古马隆树脂价格上涨所致，叠加产能利用率下滑导致单吨费用分摊增加，且副产品尚未完全匹配，看 23 年，当前原材料价格已逐步下滑，大连 22 年 11 月新增 1.5 万吨一体化产能，23 年爬坡完成，我们预计盈利有望逐季恢复，我们预计 23 年全年单吨净利可维持 0.4 万元左右。盈利预测与投资评级：考虑行业竞争加剧，我们下调公司 23-25 年归母净利润至 2.09/3.03/4.23 亿元（原预期 23-24 年归母净利 3.04/4.51 亿元），同比+40%/+45%/+40%，对应 PE 为 27x/18x/13x，考虑到公司长期仍有增长潜力，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）

明月镜片（301101）：2023 年一季报点评：归母利润同比+59%，春节后需求集中释放，离焦镜销售亮眼

投资要点 公司 2023 年 Q1 扣非归母净利润同比增速 75.8%。公司 2023 年 4 月 23 日发布 2023 年一季报，2023 年 Q1，公司收入 1.7 亿元，同比+26%，实现归母净利润 3505 万元，同比+58.5%，扣非归母净利润 3024 万元，同比+76%，其中非经常性项目中投资收益 406 万元。经营性现金流净额 3143 万元。春节后需求集中释放，离焦镜 Q1 维持高增。2023 年 1 月消费者线下到店配镜仍在恢复中，到春节后的 2 月和 3 月，线下配镜得到明显恢复，公司离焦镜产品 Q1 仍保持了较快的增长，2023Q1 公司“轻松控”系列产品销售额为 2757 万

元，同比+80%。毛利率同比有提升，整体费用率有明显改善。2023年Q1公司毛利率56.1%，同比提升2pct，销售费用率19.3%，同比增长1pct，管理费用率10.13%，同比改善5.9pct。公司离焦镜产品矩阵完善，零售和医疗渠道有望在2023年同步放量：离焦镜行业目前仍处于高速发展时期，公司已经搭建起了较为完整的产品矩阵，合计18款产品，覆盖1.60、1.67、1.71三个折射率。1)零售渠道：目前在零售渠道轻松控有4个SKU，轻松控Pro有8个SKU，价格带覆盖范围广（1500-3000元+）、行业交付速度最快。目前公司合作的线下终端门店数量达到数万家，有八成客户已经开始销售“轻松控”系列产品。2)医疗渠道：自离焦镜临床数据已经披露后，公司也配套发布了8个医疗渠道的产品，已于2022年基本完成专门团队的组建，计划对一些大中型、连锁型的医疗渠道进行定点定向的开发。盈利预测与投资评级：公司是国产镜片厂商龙头，品牌认知度高，渠道优势明显，新产品离焦镜持续放量，赛道空间广阔，后续医疗和零售渠道有望进一步发力，我们维持公司2023-2025年归母净利润1.72亿元/2.14亿元/2.69亿元，最新收盘价对于2023年-2025年PE为44/35/28倍，维持“买入”评级。风险提示：疫情反复，离焦镜推广不及预期，离焦镜市场竞争加剧等

(证券分析师：吴劲草 证券分析师：谭志千)

海晨股份(300873)：2022年&2023Q1点评：极限压力测试下业绩仍算亮眼，重点布局自动化和国际化

投资要点 事件：公司公告，1)2022年收入为18.00亿元、增长22.67%；归母净利润为3.58亿元、增长15.81%；扣非后增长23.24%。2)2023Q1收入为4.48亿元、增长24.82%；归母净利润为0.59亿元、增长-34.81%；扣非后增长-6.19%。2022年报点评：极限压力测试下业绩亮眼，联想南方基地项目拖累毛利率表现。根据公司年报，2022年是近年来制造业供应链经受挑战最大的一年。从国际看，外部环境风险挑战明显增多、外贸压力持续加大，四季度各月出口均出现负增长，降幅持续扩大；从国内看，经济面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，制造企业经营困难，减缓了制造业生产性物流行业快速发展的趋势。极端压力测试下，公司2022年收入为18.00亿元、增长22.67%；归母净利润为3.58亿元、增长15.81%；扣非后为2.62亿元、增长23.24%，符合我们预期。分行业来看，电子信息行业收入为14.32亿元、增长9.74%，毛利率为25.64%、下降4.04个百分点；新能源汽车行业收入为3.05亿元、增长217.23%，毛利率为22.64%、下降9.59个百分点。拖累公司毛利率表现的一个重要原因，是联想的南方基地项目，根据公告内容，深圳新项目7月开始试产，截止2022年12月31日，深圳新项目共实现收入0.71亿元，亏损0.24亿元，亏损原因一是试产阶段成本；二是人员培训成本；三是启动和产能爬坡阶段租金成本的摊销所致。如剔除深圳新项目对当年损益的影响，2022年原业务归母净利润3.83亿元、增长23.69%。2023Q1业绩点评：收入超预期、南方基地项目拖累扣非利润，政府补贴扰动表观盈利。根据公司公告，2023Q1收入为4.48亿元、增长24.82%，主要系南方基地新项目及新能源板块收入增加所致；毛利率为23.39%，环比提升7.07个百分点，随着南方基地逐渐度过爬坡期，公司毛利率和净利率会逐渐恢复至正常水平；同时政府补贴的扰动造成了公司一季度归母净利润的表观数据表现不佳，由于公司项目主要处于江苏、安徽、广东，我们预计后续政府补贴会陆续确认。顺应生产性物流产业发展趋势，自动化和国际化是公司重点布局方向。1)自动化方面：公司具有20年制造业生产性物流的经营经验积累和行业知识体系沉淀，在机器人及自动化电

控和集成能力方面，自 2012 年与台湾盟立集团合作以来，双方联合开发设计的自动化大项目近 30 余个，运用台湾盟立集团 31 年领先的自动化、智能化的软硬件技术结合海晨十余年行业 know-how,碰撞出生产性物流自动化集成安全、可控、可行、智能的领先技术，2022 年成立合资公司--深圳海晨盟立自动化科技有限公司，针对制造业智改数转的需求，2023 年将加大投资的研发力度，力争“海盟”长足发展。

2) 国际化方面：随着中国在全球产业链的重要性日益凸显，越来越多中国制造企业到海外建厂，这给中国生产性物流企业的出海带来非常有利的环境和机遇。公司将在现有国际业务网点的基础上，乘中国制造出海的东风，大力拓展海外市场，增加业务覆盖国家与地区，提高国际业务营运能力，跟随客户脚步，在现有海外 8 个分支机构的基础上，加大对东盟和上合组织的投资，开辟新客户和新商机。 盈利预测与投资评级：我们调整公司 23-24 年 EPS 分别为 1.79/2.14 元（前值为 2.14/2.72 元），新增 2025 年 EPS 为 2.69 元，PE 分别为 14、12、9 倍，考虑到下游消费电子和新能源汽车景气度逐步恢复，维持“买入”评级。 风险提示：宏观经济波动使得公司在 3C 电子、新能源汽车等行业业务开展不达预期等

（证券分析师：刘博 证券分析师：唐亚辉 研究助理：米宇）

福斯特（603806）：2022 年年报&2023 年一季报点评：胶膜盈利周期底部已现，背板+新材料 23 年加速放量

投资要点 事件：公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报，2022 年实现营收 188.77 亿元，同增 46.82%，归母净利 15.79 亿元，同降 28.13%，其中 2022Q4，营收 53.31 亿元，同增 35.71%，环增 17.66%，归母净利 0.45 亿元，同降 94.75%，环降 90.52%。2022 年毛利率 15.62%，同降 9.44pct，2022Q4 毛利率 5.90%，同降 24.04pct，环降 12.40pct。2023Q1 公司实现营收 49.13 亿元，同增 26.48%，环降 7.84%；归母净利 3.64 亿元，同增 7.46%，环增 706.44%。2023Q1 毛利率为 12.29%，同降 4.08pct，环增 6.39pct。 22H2 胶膜盈利承压、看好 23 年量利双升。公司 2022 年胶膜出货 13.21 亿平，同增 36.51%，全年均价 12.76 元/平，同增 7.3%，测算单平净利约 1.1 元，同减 49%，盈利下滑主要受 2022H2 需求减弱胶膜价格速降+高价粒子库存的影响所致。2023Q1 公司胶膜出货约 4.6 亿平，同环增 65%/14%，POE 类占比约 40%，略有提升，我们测算 2023Q1 单平净利约 7 毛，环增约 6 毛，行业剧烈波动下公司优秀的成本控制能力得以体现，胶膜盈利迅速回升。2023 年看，硅料价格下行将推动地面电站放量，叠加 N 型电池技术快速渗透至 30%+，盈利更优的 POE 类需求有望高增，我们预计 2023 年底公司胶膜产能达 25 亿平，全年出货 20 亿平+，POE 类占 40%+，出货结构优化，盈利能力进一步提升。 光伏背板上量迅猛，新材料业务多点开花。基于充分的技术积累和精准的市场策略，公司光伏背板与新材料业务持续景气：1) 2022 年背板出货 1.23 亿平，同增 81%，2023 年随海内外分布式市场继续发力，我们预计背板出货 2 亿平+，同增 60%+，延续高增速；2) 2022 年感光干膜出货 1.10 亿平，同增 7.0%，我们预计 2023 年随 AI、5G、智能车等增长热点推动 PCB 需求提升，公司感光干膜出货增速有望提升至 30-50%；3) 2022 年功能膜业务稳扎稳打，其中铝塑膜出货 600 万平，客户群体自 3C 逐步延伸至储能及动力电池，我们预计 2023 年随铝塑膜热法工艺稳定出货、同时水处理膜差异化道路获得下游认可，公司功能膜业务有望完成 0-1 进程。产能建设来看，公司积极推进新材料业务及原材料扩产，未来产能规模化+核心原材料自供有望推动毛利率将进一步提升。

盈利预测与投资评级：基于胶膜竞争加剧，我们下调公司 2023-2024 年盈利预测，我们预计 2023-2025 年归母净利润 28.2/36.5/47.8 亿元（前值为 35.6/42.3 亿元），同比+79%/+29%/+31%。基于公司胶膜龙头地位，我们给予公司 2023 年 32xPE，目标价 67.7 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）

思源电气（002028）：2023 年一季报点评：业绩符合预期，延续经营韧性

投资要点 Q1 营收同比+25%，归母同比+44%，扣非同比+28%，业绩符合市场预期。公司 2023Q1 实现营收 21.72 亿元，同比+25%；实现归母净利润 2.18 亿元，同比+44%；实现扣非归母净利润 1.82 亿元，同比+28%。业绩整体符合市场预期。毛利率同比有所改善，未雨绸缪加大新业务研发支出。2023Q1 公司毛利率为 26.2%，同比+2.3pct，环比-0.7pct；归母净利率为 10.59%，同比+1.4pct。去年 3 月上海疫情封城影响生产和发货，拉低毛利率&拉高费用率，故低基数效应部分导致净利率回升。分项来看，毛利率方面，因网外（新能源、用电侧等）市场竞争相对网内更激烈，交付结构对毛利率水平有所影响。此外，随运输成本、原材料成本恢复正常水平，全年来看毛利率仍有向上空间。费用率方面，23Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 5.1%/2.6%/7.5%/0.8%，同比分别+0.4/+0.1/+1.8/+0.5pct，其中研发费用同比+64%，系公司为储能、超级电容、中压开关、高压套管等新业务加大前期投入所致。网内收入稳健，主网招标高增、订单有望提速，网外+新业务持续发力。1) 电网侧，23 年 1-2 月电网基建投资同比+2.2%，我们预计网内业务收入端稳健增长。2023 年国网前两批招标维持高增长，组合电器 GIS 招标套数同比+30%，断路器、隔离开关等一次设备，保护&监控类等二次设备保持较快增长，故公司订单端相对 2022 年有望加速。2) 网外方面（新能源+工业端+海外），新能源领域 23 年风光装机大年，拉动发电侧配套的 GIS、SVG 等需求高增，公司 SVG 产品快速迭代，利润率有望稳增。海外市场方面，2023 年随着我国一带一路的大力推进，海外增速有望超过国内，同时随着海运费的持续下降，盈利能力有望逐步修复。3) 新业务方面，超级电容领域，23 年 3 月公司完成对烯晶碳能的控股；储能领域，已推出户储系列产品并通过了英国、西班牙、澳大利亚等国家的认证，大储预计 23H1 正式发布，除了电芯其他环节均实现自制，预计 23 年储能业务订单有望快速增长。盈利预测与投资评级：我们维持 2023-2025 年归母净利润分别为 15.4/20.2/26.2 亿元，同比+26%/+31%/+30%，对现价估值分别为 23x、17x、13x，维持“买入”评级。风险提示：电网投资不及预期、竞争加剧等。

（证券分析师：曾朵红 研究助理：谢哲栋）

长城汽车（601633）：2023Q1 季报点评：Q1 业绩短期承压，期待枭龙/蓝山销量表现

投资要点 公告要点：2023Q1 公司实现营业收入 290.39 亿元，同环比-13.63%/-23.30%；归母净利润 1.74 亿元，同环比-89.34%/+64.91%，扣非后归母净利润-2.17 亿元；2023Q1 毛利率为 16.07%，同环比分别-1.11/-1.86pct，Q1 业绩表现符合我们预期。Q1 净利润同环比下滑，主要系规模效应下降影响毛利率表现；同时费用支出增加所致。1) 营收角度：2023Q1 长城汽车实现批发销量合计 22.0 万辆，同环比分别-22.41%/-17.06%，产批规模下降导致毛利率同环比下滑。Q1 毛利率为 16.07%，同环比分别-1.11/-1.86pct。Q1 公司单车均价为 13.20 万

元，同环比分别+11.32%/-7.52%，环比下降较多主要系公司产品结构变化影响，哈弗/坦克等重要车型销量占比下滑，Q1 哈弗/魏牌/坦克车型销量占比分别为 57.2%/1.5%/11.0%，同比分别-1.64/-3.49/+1.92pct，环比分别-3.91/-0.68/-2.08pct；同比依然保持持续提升趋势。2) 费用率角度：Q1 公司销售/管理/研发费用率分别 5.0%/3.7%/5.3%，同比分别+1.88/+0.15/+1.35pct，环比分别-0.34/-0.13/+0.69pct。销售费用率提升主要系公司 Q1 蓝山/哈弗枭龙/二代大狗等新车上市/试驾等营销活动增加，广宣费用支出较多；研发费用率上升主要系新车投放前期的研发支出增加；此外新车上市前期，哈弗龙系列渠道建设成本增加，带来额外费用支出。3) Q1 公司计提 3.32 亿元资产以及信用减值损失（正常 Q1 不进行相关计提），报表维度，公司 2022 年以来存货持续增加，截至 2023Q1 末存货累计 240 亿元，同环比+46%/+7%。车型维度，2023Q1 公司整车企业库存增加，2023Q1 提升 4118 辆，存货压力持续加大。技术为基，全球为翼，聚焦智能新能源，坚定转型。长城持续发力新能源，数十款新能源产品覆盖哈弗/魏牌/欧拉等不同品牌。魏牌蓝山/哈弗枭龙/二代大狗等车型亮相上海车展，预计 Q2 陆续上市；下半年新能源产品储备充足，多品牌齐发力。渠道维度，公司持续推进营销体系变革，哈弗以放大品牌势能和销量规模价值为目标，龙系列全新渠道初步落地，未来规模持续扩张；魏牌/坦克/欧拉/沙龙/皮卡分别深耕细分品类，助力销量规模和经营业绩的更快增长。盈利预测与投资评级：考虑 2023 年乘用车行业竞争加剧，我们下调长城汽车 2023~2025 年归母净利润预期由 59/100/151 亿元下调为 43/80/112 亿元，分别同比-48%/+87%/+40%，对应 EPS 分别 0.50/0.94/1.32 元，对应 PE 分别 54/29/21 倍，维持长城汽车“买入”评级。风险提示：乘用车行业价格战超预期，终端需求复苏低于预期。

（证券分析师：黄细里 研究助理：杨惠冰）

川投能源（600674）：2022 年报&2023 一季报点评：极端环境考验下仍交出亮眼业绩，绝对额分红提升估值锚

投资要点 事件：公司公告年报和一季报，1) 2022 年实现收入 14.20 亿元、增长 12.43%；归母净利润 35.15 亿元、增长 13.86%；扣非后增长 13.95%。2) 2023Q1 实现收入 2.51 亿元、增长 44.06%；归母净利润 11.36 亿元、增长 103.65%；扣非后增长 105.12%。极端压力测试下业绩依旧稳健和亮眼，2023Q1 业绩加速释放。根据公司年报内容：2022 年四川电力行业遭遇了高温、来水特枯的极端天气，进入 8 月以后更出现了历史最极端高温、最少降水量、最高电力负荷的叠加局面，导致四川省于 2022 年 8 月 15 日-20 日，工业电力用户纷纷停工停产 6 日。在大坝治理、高温天气、地震灾害等带来的发电量下降的极端不利环境下，公司依然顺利完成了董事会下达的预算目标。其中，田湾河公司在地震重大灾害面前，仅用时 18 天就全面恢复了流域三个电站的发电能力，全年累计发电 27.66 亿千瓦时；川投电力面对所属电站流域偏枯的局面，全年完成发电量 19.32 亿千瓦时；攀枝花新能源公司全年完成发电量 0.85 亿千瓦时。投资收益增加 5.80 亿元，是公司业绩增长的主要来源，主要来自于公司持股 48%的雅砻江水电的贡献。总体来看，2022 年业绩符合我们预期。根据公司公告，2023Q1 实现收入 2.51 亿元、增长 44.06%；归母净利润 11.36 亿元、增长 103.65%；扣非后为 11.34 亿元、增长 105.12%，超出市场预期。增长主要来自于：1) 雅砻江水电发电量同比增长 33.03%、上网电价同比增长 4.64%；2) 公司成功竞买国能大渡河水电公司 10%股权，合计持股比例达到 20%；3) 公司控股企业发电量同比增长 32.22%、上网电

价同比增长 12.64%，电量增长来自于控股的攀新能源公司去年新并购和新投产的光伏电站带来的发电量增长，和公司控股的田湾河公司完成大坝渗漏治理工程后发电量恢复正常；电价增长是由于新并购的光伏电站平均上网电价大幅高于水电平均上网电价。公司三年股东回报规划以固定金额分红，确定性增强提升估值锚。根据公司公告的《未来三年（2023-2025 年）股东回报规划》，公司每年以现金方式分配的利润原则上每 10 股不低于 4 元（含税）。2022 年公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 4 元（含税），对应股息率为 2.88%。此次公司提出以绝对金额分红，效仿长江电力，提高分红的确定性，长期来看有望提升公司估值的锚。盈利预测与投资评级：我们调整公司 2023-2024 年 EPS 分别为 0.99/1.01 元（前值为 0.91/0.99 元），新增 2025 年 EPS 为 1.05 元，对应 PE 分别为 14、14、13 倍，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济下行、终端销售电价受到政策影响持续下降等

（证券分析师：刘博 证券分析师：唐亚辉 研究助理：米宇）

华利集团（300979）：2022 年报点评：订单承压影响短期业绩，长期稳健增长可期

投资要点 公司公告 2022 年报：2022 年营收 205.69 亿元/yoy+17.74%（剔除汇率影响 yoy+12.3%）、归母净利润 32.28 亿元/yoy+16.63%（剔除汇率影响 yoy+11.3%），符合此前业绩快报。分季度看，22Q1/Q2/Q3/Q4 营收分别同比+11.39%/+28.55%/+23.33%/+7.45%、归母净利润分别同比+12.4%/+27.99%/+25.07%/+1.52%，22Q4 为海外品牌客户去库集中调整订单阶段，因此出货量环比有所下行（22Q1/Q2/Q3/Q4 销量分别为 5100/6400/5400/5200 万双、分别同比+7.1%/+18.7%/+3.6%/-9.3%）。价增贡献大于量增，第一大客户收入占比进一步提高。1）价增贡献大于量增：2022 年共销售 2.21 亿双运动鞋/yoy+4.65%，据此推算 ASP（人民币口径）约 93 元/双、yoy+12.5%（剔除汇率影响约为同比+7.4%），单价提升来自人民币贬值、客户及产品结构升级的共同贡献，销量增长较 21 年放缓、主因海外经济降温、客户处去库周期。2）第一大客户占比提升：前五大客户收入分别同比+28.2%/+5.1%/+6.4%/+17.7%/+29.9%，收入占比分别为 38.5%/19.2%/16.6%/10.8%/6.1%、分别同比+3.1/-2.3/-1.8/0/+0.6pct，第一大客户占比进一步提升、体现公司在其供应商体系中竞争力得到提升。22 年越南新工厂产能爬坡，23 年印尼/越南新工厂投产、英雄心产能并表。22 年公司产能 2.38 亿双/同比+1986 万双/yoy+9.1%，产能提升来自越南三个新工厂产能顺利爬坡，22 年末永山/威霖/弘欣月产能分别达到 94/88/48 万双（满产产能为 100-120 万双/月）。受下半年品牌客户订单转弱影响，22 年产能利用率同比-4.9pct 至 90.9%。23 年预计在越南及印尼各有 1-2 个新工厂投产（印尼/越南分别至少投产 1 个新工厂，分别预计于 23 年 8 月/10 月开始投产），叠加新收购的英雄心（1000 万双产能）于 23 年 1 月起并表，公司 23 年产能有望进一步扩张。产能利用率下滑拖累毛利率，但在税率下降弥补下，净利率持平略降。22 年毛利率 25.86%/yoy-1.38pct，主因下半年客户订单调整、产能利用率有所下降。归母净利率 15.69%/yoy-0.15pct 持平略降、较毛利率下滑幅度收窄，受益于所得税率同比下降 4.8pct 至 21.1%，预计未来保持该税率水平。盈利预测与投资评级：公司为全球领先运动鞋专业制造商，22 年业绩总体维持稳健增长、价格提升贡献较大。22Q4 在海外经济降温、客户去库影响下，公司销量承压同比下滑、我们预计这一趋势在 23Q1 将有所延续、至下半年有望改

善。产能扩张持续推进中，23 年预计在越南/印尼均有新工厂启动投产。考虑下游客户去库影响，我们将 23-24 年归母净利润从 37.2/42.9 亿元下调至 33.0/40.1 亿元、新增 25 年预测值 47.1 亿元，对应 23-25 年 PE 为 17/14/12X，公司客户资源、生产能力优秀，长期稳健增长可期，维持“买入”评级。风险提示：外需疲软、客户库存去化进度不及预期、订单波动等。

(证券分析师: 李婕 证券分析师: 赵艺原)

杰瑞股份 (002353): 2022 年报点评: 业绩及订单趋势向好, 受益油气增储上产及海外高速拓展

事件: 公司披露 2022 年报, 公司 2022 年实现营业收入 114 亿元, 同比增长 30%, 归母净利润 22 亿元, 同比增长 42%, 扣非归母净利润 21 亿元, 同比增长 44%, 位于预告中值。投资要点 2022 年业绩高速增长, 在手订单充裕。单季度来看, 22Q4 公司实现营收 43.0 亿元, 同比增长 32%, 归母净利润 7.5 亿元, 同比增长 70%。业绩高增, 主要受益 (1) 2022 年全球油气价格高位震荡, 客户加大勘探开采力度, 设备和油服需求增加, (2) 中东、北美等海外市场需求旺盛, 公司业务拓展向好。2022 年公司业务结构稳定, 油气装备和油服实现营收 91 亿元, 同比增长 29%, 收入占比 80%, 仍为第一大业务。维保和配件实现收入 16 亿元, 同比增长 33%, 环保工程实现收入 6 亿元, 同比增长 32%。分区域看, 2022 年公司国内收入 74 亿元, 同比增长 16%, 海外收入 41 亿元, 同比增长 67%, 占比 36%, 同比增长 8 个百分点。费控能力增强, 盈利水平维持稳定 2022 年公司销售毛利率、销售净利率分别为 33%、20%, 同比分别变动-1.6pct、+1.7pct。公司销售净利率增长, 主要系美元和卢布升值确认汇兑收益, 综合费控能力增强。2022 年公司期间费用率 8.6%, 同比下降 4.3pct, 其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 4.1%/3.7%/-2.4%/3.2%, 同比分别下降 0.8/0.5/2.6/0.4pct。公司电驱及涡轮压裂设备利润率高于柴驱, 在电驱及涡轮压裂设备替代柴驱设备趋势下, 利润率仍有上行空间。国内增储上产+海外高速拓展, 公司有望持续受益 2022 年公司在手订单饱满, 业绩增速向好: 2022 年新签订单 127 亿元, 剔除科威特大单影响后, 同比增长 5%。截至 2022 年末, 公司存量订单达 85 亿元, 位于历史高水平, 合同负债 11 亿元, 同比增长 20%。2023 年公司订单有望维持较高增速: (1) 非常规油气开采为十四五工作重心, 中石油大规模电驱压裂设备采购计划陆续落地, 23 年采购量有望增长。(2) 全球油气行业景气上行背景下, 公司中东、北美等海外订单有望维持较高增速, 北美压裂设备处于更新迭代期, 而电驱/涡轮渗透率仅 8%, 成长空间大, 公司技术领先深度受益。前期订单有望逐步兑现业绩, 业绩趋势向好。锂电负极材料项目逐步落地, 打造第二成长曲线 2021-2022 年公司陆续启动石墨、硅基两大负极材料项目, 确定“油气+新能源”双主业战略。石墨负极材料项目位于甘肃天水, 达产后公司将拥有 10 万吨石墨负极材料年产能。硅基负极材料项目分两期, 一期建在厦门, 达产后公司将拥有 100 吨硅碳纯品、500 吨氧化亚硅纯品、6000 吨硅基复合负极的年产能。二期建在水天, 达产后公司将拥有 300 吨硅碳纯品, 900 吨氧化亚硅纯品, 12000 吨硅基复合负极的年产能。截至 2022 年末, 石墨项目(天水)已点火试运行, 硅基项目一期已建成硅碳中试线、硅碳量产线和硅氧量产线, 有望自 2023 年为公司贡献收入。盈利预测与投资评级: 我们维持 2023-2024 年归母净利润预测 27/35 亿元, 预计 2025 年净利润 42 亿元, 当前市值对应 PE 为 10/8/7 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 油气价格大幅波动; 原材料价格上涨; 新业务拓展不及预期。

(证券分析师: 周尔双 证券分析师: 罗悦 研究助理: 韦译捷)

许继电气(000400): 2023年一季报点评: Q1业绩超预期, 静待特高压直流驱动高增长

投资要点 Q1 营收同比+32%、归母同比+48%、扣非归母同比+54%, 业绩超市场预期。公司发布 23 年一季报, 实现营收 32.64 亿元, 同比+32%, 归母净利润 1.49 亿元, 同比+48%, 扣非归母净利润 1.44 亿元, 同比+54%。23Q1 毛利率为 13.21%, 同比-2.16pct, 归母净利率为 4.58%, 同比+0.50pct, 扣非归母净利率 4.41%, 同比+0.62pct。盈利能力提升, 收入利润高增, 业绩超市场预期。储能项目持续中标, 传统主业拉动增长。Q1 收入利润高增, 主要系智能变配电、智能中压供用电设备、智能电表板块的快速增长所致, 1-2 月电网基建投资同比+2.2%, 我们预计网内业务稳健增长, 储能、新能源等网外业务贡献高增。公司是储能 PCS 核心供应商之一, 22 年累计出货约 2GW, 根据不完全统计 23 年截至 4 月份许继已累计中标 334.7MW, 在手储能订单充沛, 有望成为公司第二增长曲线。直流特高压静待放量, 锁定未来高增长。公司是特高压直流换流阀的核心供应商, 23 年国网预计开工“6 直 2 交”, 换流阀市场空间约 96 亿元。目前已开工金上-湖北、陇东-山东两条线路, 预计 4 月开展物资招标。哈密北-重庆、宁夏-湖南、陕西-安徽、陕西-河南预计在年内陆续核准开工, 许继将迎来合同的签订高峰期, 我们预计公司直流输电系统 22-25 年 CAGR 约为 75%。费用管控良好, 期间费用率下降, 合同负债有所增长。23Q1 期间费用率为 6.93%, 同比下降 2.29pct。销售、管理、研发、财务费用率分别下降 0.2、下降 1.09、下降 0.72、下降 0.29 个百分点。提质增效效果显著, 费用率持续下降, Q1 经营活动现金流量净流出 0.92 亿元, 同比-76%。期末合同负债 12.56 亿元, 同比+28%, 期末应收账款 68.88 亿元, 同比增长 14%, 期末存货 29.25 亿元, 同比-5%。盈利预测与投资评级: 我们维持 23-25 年归母净利分别为 9.90/15.07/19.25 亿元, 同比+30%/52%/28%, 对应 PE 分别为 21x、14x、11x, 维持“买入”评级。风险提示: 电网投资不及预期、特高压建设不及预期等。

(证券分析师: 曾朵红 研究助理: 谢哲栋)

康德莱(603987): 2022年年报及2023Q1业绩点评: 业绩低于预期, 看好医美类产品23年放量

投资要点 事件: 2022 年实现营收 31.19 亿元 (+0.7%, 同比, 下同), 归母净利润 3.12 亿元 (+6.97%), 扣非归母净利润 2.92 亿元 (+13.39%)。2023Q1 实现营收 6.87 亿元 (-20.82%), 归母净利润 0.85 亿元 (+20.08%), 扣非归母净利润 0.82 亿元 (+31.22%), 业绩低于预期。康德莱医械脱表拖累表观收入增速, 控费能力显著提升: 2022 年 5 月起康德莱医械不再并表, 康德莱医械 2021 年下半年收入约为 2.85 亿元, 影响公司 2022 年下半年以及 2023Q1 整体表观增速。公司控费能力显著提升, 2022 年销售费用为 3.1 亿元 (-0.14%), 销售费用率为 9.92% (-0.86pp); 管理费用为 2.1 亿元 (-11.30%), 管理费用率为 6.77% (-0.92pp); 财务费用为 0.18 亿元 (+61.11%), 财务费用率为 0.59% (+0.22pp)。医美类产品开始贡献业绩, 多元化布局持续优化公司产业结构: 公司深入推进医疗多元产业的投资建设, 通过产业外延投资与自主创新, 布局发展医美产业、有源器械+无源耗材产业、标本采集产业等, 产业结构持续优化。2022 年, 公司标本采集类产品实现收入 4.88 亿元 (+84.40%), 穿刺护理类实现收入 19.43 亿元 (-0.48%), 穿刺介入类实现收入 1.59 亿元 (-62.29%), 其他收入 4.58 亿元

(+2.15%)，此外，公司医美类产品开始贡献业绩，实现收入 0.64 亿元，我们认为，2023 年随着医美水光、植发用针等产品的推出，公司医美类产品有望快速放量，2023 年医美类产品收入有望超过 1 亿元。新产品持续落地，奠定公司长期发展基础：公司始终注意研发创新，产品不断迭代升级，研发的新产品陆续上市。其中一次性使用注射笔用针头、一次性穿刺活检针系列、一次性使用麻醉穿刺针完成国内注册；动物类器械完成标准备案并启动上市销售；新增了输注泵类有源器械产品。滑套式安全胰岛素注射器、滑套式安全注射器、一次性使用无菌注射器带安全针、一次性使用安全胰岛素配套笔针等产品海外注册获批，一次性使用无菌注射包、盒装注射器、一次性穿刺活检针系列、一次性使用安全留置针已提交注册，2023 年上半年将陆续获批。未来医美器械类、安全注射类、穿刺介入类产品的不断上市，将进一步拓宽公司产品线，为公司增厚利润。盈利预测与投资评级：考虑到公司 22 年业绩低于我们预期，我们将公司 2023-2024 年的归母净利润预测由 4.9/6.0 下调至 3.8/4.5 亿元，预计 2025 年归母净利润为 5.2 亿元，当前市值对应 PE 分别为 17/14/12 倍，同时我们看好公司作为国内穿刺龙头的长期发展，维持“买入”评级。风险提示：新品推广不及预期；汇兑损失；集采政策执行超预期等。

(证券分析师：朱国广)

东方财富 (300059)：2023 年一季报点评：整体业绩符合预期，看好公司长期成长性

投资要点 事件：东方财富发布 2023 年一季报。公司 2023Q1 实现营业收入 28.10 亿元，同比减少 12.09%；实现归母净利润 20.29 亿元，同比减少 6.54%；归母净资产 671.88 亿元，较年初+3.11%。业绩整体符合预期。收入端整体符合预期，业绩受制于市场出现下滑：1) 证券经纪业务收入减少。截至 2023Q1 末，全市场日均股基成交额同比-9%至 9895 亿元，市场交投情绪仍待提振。我们预计当前市场交易结构中机构占比较高，散户交投意愿仍较低迷，而公司客户结构中散户居多，导致公司手续费及佣金净收入(主要由证券经纪业务净收入构成)同比-13%至 11.79 亿元，降幅高于市场成交额。2) 基金业务相对承压。2023Q1，基金前端申购修复趋势尚未显现，全市场新发基金份额同比-9%至 2507 亿份。同时，基金后端保有量仍呈现下滑趋势，截至 2023 年 2 月全市场非货币/权益基金保有量同比-3%/-7%至 16/8 万亿元。受此影响，公司 2023Q1 营业收入(主要由基金业务收入构成)同比-13%至 10.78 亿元。3) 两融市占率持续提升，利息净收入小幅下滑。截至 2023Q1 末，全市场两融余额同比-4%至 16067 亿元，东方财富融出资金则实现逆势增长，同比+0.3%至 398 亿元，带动公司两融市占率同比提升 0.11pct 至 2.48%。公司利息净收入同比下滑 9%至 5.52 亿元，预计主要系公司利息支出增长所致。4) 自营业务延续稳健表现。2023Q1，在宏观经济徐缓复苏背景下，市场行情逐渐回暖，公司投资收益率上行，叠加公司自营业务规模扩张(23Q1 交易性金融资产较上年末+9.6%至 694 亿元)，导致公司自营业务收入同比+160%至 4.92 亿元。成本端有所提升，平台优势不断巩固：1) 管理费用持续攀升。2023Q1，公司管理费用同比+18%至 5.97 亿元，管理费用率达到 17.2%，同比增长 1.3pct，预计系公司员工薪酬水平提升。2) 研发投入不断加码。2023Q1，公司研发费用同比+8%至 2.46 亿元，预计主要由公司持续加码数据基础设施及能力建设、强化 AI 能力发展、夯实科技实力所致。盈利预测与投资评级：基于一季度市场整体情况，我们小幅下修此前盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 96.38/119.56/140.97 亿元(前值分别为 102.15/125.69/156.45 亿元)，

对应增速分别为 13.26%/24.05%/17.91%，对应 EPS 分别为 0.61/0.75/0.89 元，当前市值对应 2023-2025 年 PE 估值分别为 28.02/22.59/19.16 倍。我们依旧看好公司在财富管理赛道向好趋势中持续提升市占率，不断巩固零售券商龙头地位，维持“买入”评级。风险提示：1) 宏观经济复苏不及预期；2) 市场交投活跃度下滑。

(证券分析师：胡翔 证券分析师：朱洁羽 证券分析师：葛玉翔)

南网能源 (003035)：2023 一季报点评：生物质发电拖累业绩，不改节能服务主营趋势

事件：公司发布 2023 年一季报，2023 年一季度实现营业收入 5.48 亿元，同比增长-5.4%；实现归母净利润 0.82 亿元，同比增长-8.6%；实现扣非归母净利润 0.78 亿元，同比增长-9.1%。2023 年一季度受生物质发电业务拖累，公司业绩同比略有下降。分业务来看，(1) 工业节能（含工商业屋顶光伏+工业高效能源站）：在“能耗双控”和分时电价下，工商业用户节能需求进一步增加，2023 年一季度实现工业节能收入 2.69 亿元，同比增长 20.8%；工商业屋顶光伏：一季度新增决策通过的工商业屋顶光伏项目 0.14GW，投资总额 6.12 亿元。2022 年新增决策的工商业屋顶光伏为 0.92GW，在运工商业屋顶光伏项目 1.36GW，主要涉及的客户是汽车制造、家电、烟草、造船、机械重工、生物制药、食品加工、仓储物流等行业。(2) 建筑节能：2023 年一季度实现建筑节能收入 1.77 亿元，同比增长 25.4%。公司建筑节能主要深耕医院、学校、通信、轨道交通等领域。(3) 综合资源利用：生物质综合利用业务受生物质燃料价格上涨、可再生能源补贴支付滞后等影响，导致公司综合资源利用板块实现营业收入 6997.85 万元，同比增长-52.7%，受此影响公司一季度业绩同比略有下降。工商业屋顶光伏+工商业储能是企业应对电荒、获得峰谷套利的有效手段：(1) 行业变化一：新型电力系统下工商业企业被拉闸限电现象频发，工商业屋顶光伏+工商业储能一方面可以给工商业企业提供电价折扣，一方面也能为电荒情形下提供稳定电源；(2) 行业变化二：峰谷价差拉大，工商业储能从 0 到 1，已具备经济性，产业化趋势加快形成，我国电价机制下电化学储能或在工商业储能侧率先实现产业化；(3) 行业变化三：电力市场节奏加快，我们预计今年各地虚拟电厂板块将出现成熟的盈利模式，为屋顶光伏+工商业储能增加新的盈利模式。(4) 行业变化四：负荷侧综合能源服务是新型电力系统转型的重要参与者。综合能源服务与互联网的结合即为虚拟电厂最重要的可控负荷，公司聚焦建筑节能+工业节能，在多领域积累了深厚的综合能源服务经验，综合能源服务与互联网的结合将重塑节能服务行业生态，也是电网从“源随荷变”转向“荷源协调”的必经之路。盈利预测与投资评级：我们看好“能耗双控”和分时电价下工商业节能服务需求潜力，我们维持 2023-2025 归母净利润预测为 7.47、10.76、14.70 亿元，对应 PE 为 36、25、18 倍，维持“买入”评级。风险提示：我国分布式光伏发展不及预期的风险；可再生能源补贴过长时间无法收回的风险；毛利率超预期下滑的风险等

(证券分析师：刘博 证券分析师：唐亚辉 研究助理：米宇)

中国巨石 (600176)：2023 年一季报点评：业绩筑底，厚积薄发

投资要点 事件：公司披露 2023 年一季报，实现营业收入 36.71 亿元，归母净利润 9.21 亿元，扣非归母净利润 4.94 亿元，分别同比-28.5%、-49.8%、-65.7%，基本符合我们的预期。行业库存压力下盈利筑底，产销回暖反映供需改善。(1) 公司 Q1 收入同比下滑 28.5%，主要是

价格同比下跌所致，卓创资讯统计的全国无碱缠绕直接纱 Q1 均价同比下滑 2042 元/吨，环比 Q4 继续下滑 24.5 元/吨，但同比降幅较 Q4 收窄 1.8pct，预计主要得益于产销的回暖，进入 3 月后下游开工改善、需求回暖，卓创资讯统计的样本企业 3 月原纱库存为 80.0 万吨，开始去化，反映行业供需平衡改善。(2) 公司 Q1 单季毛利率为 29.9%，环比下降 3.2pct，主要是受到价格下降的影响；全球能源短缺状况近期有所缓解，公司成本水平相对稳定。(3) 公司 Q1 单季净利率为 25.9%，环比下降 2.1pct，扣非后归母净利率为 13.5%，环比-5.6pct，单位盈利连续 2 个季度位于历史底部区间。费用端提升主要受分母端影响，资金处置收益继续贡献非经常性损益。公司 Q1 期间费用率 11.8%，同比+2.9pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.0%/4.5%/4.1%/2.2%，同比分别+0.3pct/+1.4pct/+1.4pct/-0.2pct，费用端提升主要是受到分母端收入下滑的影响；此外公司 Q1 单季度实现资产处置收益 4.43 亿元，同比+2979 万元，主要是锆粉持续处置的影响，实现投资收益-1793 万元，同比-1928 万元。资本开支速度有所放缓，负债率略有提升。公司 Q1 实现经营活动现金流量净额-11.12 亿元，同比-183.2%，主要因应收款项融资余额增加；公司 Q1 购建固定资产、无形资产和其他长期资产现金流为 5.20 亿元，同比-51.6%，资本开支节奏有所放缓；公司截至一季度末资产负债率为 42.3%，环比 Q4 提升 1.5pct。行业底部确立，景气回升趋势明确。一季度行业产能投放节奏显著放缓，风电需求强劲复苏，企业产销超预期的改善显示粗纱供需平衡正在加速修复，中期来看，风电需求持续向好，国内热塑、基建等需求有望回暖，行业库存去化或具有持续性，产品价格将企稳回升。电子布价格底部也已明确，若终端消费电子、家电、汽车等领域需求回暖，价格中枢也将上移。盈利预测与投资评级：公司成本领先构筑先发优势，产品升级持续深化护城河，2023 年扣非后利润有望逐季回升，推动估值修复。基于电子布需求承压影响价格回升，我们下调公司 2023-2025 年归母净利润预测为 49.2/65.0/83.8 亿元（前值为 54.3/68.1/85.0 亿元），4 月 21 日收盘价对应市盈率 12.0/9.1/7.0 倍，维持“买入”评级。风险提示：内需回升幅度不及预期的风险，海外经济进一步衰退的风险，原燃料价格上升超预期的风险。

（证券分析师：黄诗涛 证券分析师：房大磊 证券分析师：石峰源 研究助理：杨晓曦）

中国交建（601800）：交融天下，共建新业

投资要点 全球领先基础设施综合服务商，业务涵盖基建建设、基建设计、疏浚业务等。公司 2006 年由中交集团出资设立，2006/2012 年于联交所/上交所上市，实控人为国资委，集团前身中国路桥和中国港湾分别为国内路桥和水运主力军；公司 2022 年新签合同额 15423 亿元，同比+21.6%，基建建设/基建设计/疏浚业务分别占比 89%/7%/4%。基建相关核心主业优势突出，有望受益于行业高景气。(1) 1-3 月广义/狭义基建同比+10.8%/+8.8%，建筑业 PMI 持续高于中枢，预计基建将为今年经济增长的重要抓手；(2) 公司 2022 年港口/路桥/铁路建设/疏浚业务新签合同额同比分别+59.3%/+15.1%/+79.4%/+22.2%，且相比行业基建投资增速表现更优；基建建设与疏浚业务在手订单保障倍数分别为 4.8/4.0 倍，为未来 1-3 年业绩提供稳定支撑。(3) 公司积极响应新型城镇化，2022 年城市建设新签合同额 6790 亿元，城市综合开发占比 18%；子公司中交城投发挥母公司品牌资源、产业链关系等优势，打造“中交城市”品牌，促进品质+产业提升；(4) 公司发力海风建设，二级公司中交三航局占据我国海风安装 60% 市场份额；

牵头成立子公司中交海峰风电，打造海风产业综合服务商；（5）公司基建设计业务 2022 年新签合同额 549.0 亿元，同比+23.3%，优质设计资产拟借壳祁连山重组上市，加强设计业务统筹规划和引领，提升公司价值。高速公路资产储备丰富，借力 REITs 加速实现盘活。（1）高速公路资产作为底层资产具备行业发展成熟、现金流稳定、资产权属清晰等优势，236 号文进一步优化了特许经营权类 REITs 项目发行条件；（2）公司特许经营权资产在总资产中的占比达到 14%，发行 REITs 在短期内可改善财务指标，长期有助于盘活存量资产，并提供了新的融资渠道；华夏中国交建 REIT 发行提供了优质范例，公司在手共有 24 个已进入运营期的高速公路项目，将为扩募提供支撑。共建“一带一路”加速推进，公司海外经营有望复苏。（1）公司通过属地化用人、属地化管理、兼并收购方式强化属地化经营，2022 年基建建设业务海外工程板块新签合同额 2086 亿元，境外营收 987 亿元，绝对规模和占比在建筑央企中位居前列；（2）过往“一带一路”政策带动我国与沿线国家基建合作明显增加，今年是“一带一路”十周年，公司开年以来积极参与外事活动，有望充分把握历史性机遇。国企改革引领高质量发展，股权激励彰显增长信心。（1）2022 年公司实现营业收入 7203 亿元，归母净利润 191 亿元，公司近年来营收稳健增长，利润水平修复，营运能力向好，资产负债率逐年优化，现金流明显改善；2023 年国资委试行“一利五率”加强对 ROE、营业现金比率的考核，公司相关战略有望发力增效，利好经营质量和效率提升；（2）公司股权激励方案锚定 ROE、净利润提升等指标，体现公司增长信心。盈利预测与投资评级：公司当前市净率处于历史区间 25-30%分位，“一带一路”相关政策落地将提振海外业务成长预期，且国企改革、“中特估”加速推进，公司估值有望进一步提升；公司 4 月 21 日市盈率略高于可比公司平均水平，市净率低于可比公司平均水平，我们预测公司 2023-2025 年归母净利润分别为 215/236/259 亿元，4 月 21 日收盘价对应 PE 分别为 9.2/8.3/7.6 倍，首次覆盖给予“买入”评级。风险提示：基建投资增速不及预期；“一带一路”提振海外业务不及预期；REITs 推进节奏不及预期；设计资产分拆上市进展不及预期；国企改革推进不及预期。

（证券分析师：黄诗涛 证券分析师：房大磊 证券分析师：石峰源 研究助理：杨晓曦）

广大特材（688186）：2023Q1 业绩点评：一季报超预期，业绩开始兑现，继续推荐！

事件：公司 2023Q1 实现归母净利润 0.73 亿元，同比增 248%，环比增 219%；实现扣非净利润 0.41 亿元，同比增 228%。点评：增长原因：1）风电大齿轮项目开始贡献收入。2023Q1 公司收入同比增 30%，系公司大齿轮项目部分工序产线已进入试生产阶段；同时东汽子公司收入亦有所增长。2）成本缓解。由于原材料价格下跌，2023Q1 公司毛利率重回 21%，环比增 7pct，逼近 2021H1 水平。3）收到高质量补助。公司收到高质量发展补助 0.38 亿元。风电大齿轮供不应求，进入业绩释放期：1）大型齿轮箱零部件精加工项目，在风电大型化、机型变换、深远海比例提升三重因素推动下，需求爆发式增长，但供应严重不足，目前或已成为风电最紧缺的环节。2）公司产品扩产节奏领先同行，在 2021 年 10 月即开工建设；3）部分工序产线已进入试生产阶段，公司正在积极同步推进项目建设及下游客户拓展工作。铸件业务见底回升：公司 20 万吨铸件产能规模可观，2021H2-2022 年需求不足影响开工率进而拖累业绩。随着风电招标项目逐步进入交货期，以及风机价格逐步触底，23Q1 开始铸件业务迎来改善，逐步

贡献利润增量。其他业务稳中有升：1) 传统齿轮钢业务稳健，军工高温合金及高强钢稳步推进，上述均受益原料下跌成本逐季度改善；2) 东汽子公司业务壁垒较高，即将进入收获期，产量放量叠加成本下降。盈利预测与投资评级：基于公司 2023Q1 报告，我们预测公司 2023-2025 年收入为 45/70/85 亿元，同比增 34%/56%/21%；我们维持 2023-2024 年业绩预测，即 2023-2025 年归母净利润为 4.0/7.0/10.1 亿元，同比增 291%/75%/43%，对应 PE 分别为 16/9/6x；公司作为稀缺的大齿轮标的且成长性较强，被显著低估，因此维持公司“买入”评级。风险提示：需求不及预期；原材料价格波动。

(证券分析师：杨件 证券分析师：王钦扬)

东山精密 (002384)：2022 年报点评：业绩符合预期，“消费电子+新能源”两大核心赛道

投资要点 业绩符合预期，“消费电子+新能源”两大核心赛道快速增长：公司 2022 年营收 315.8 亿元，yoy-0.7%；归母净利润 23.68 亿元，yoy+27.1%；扣非归母净利润 21.3 亿元，yoy+34.8%；毛利率为 17.6%，同比+2.9pct，经营性现金流净额 46.3 亿元，同比增长 44.3%，实现平收增益的原因：1) 消费电子和新能源两大核心赛道产品结构优化，高毛利率产品占比提升；2) 核心业务降本增效效果显著，期间费用率下降 0.8pct 至 7.3%，资产效率提升；3) 持续推进两化融合，管理效率提升。消费电子大客户稳定增长：手机业务作为“压舱石”为公司提供稳定收益，AR/VR 业务打开未来成长空间。手机业务是公司近年来的核心业务，公司通过与国际大客户的深度合作实现快速增长，随着公司新料号不断导入和国际大客户产品越来越丰富同时快速迭代，公司软板产品 ASP 和份额有望持续增长。可穿戴业务是公司 FPC 产品在除消费电子、新能源汽车业务之外的新的增量市场。公司未来有望凭借领先的技术实力和先进的生产制造能力，深耕多年与客户形成的良好合作关系，产品品质的高认可度，与国际大客户形成更紧密的合作关系。新能源汽车业务助力长期再造东山：公司近年明确了新能源汽车领域的业务目标，并组建了销售团队。公司经验和产品结构丰富，技术和规模优势明显，国际化管理团队，相关产品已经供货北美新能源汽车客户。公司三大板块均有涉及新能源汽车业务：一是传统精密组件，核心产品主要有三电结构件、电芯、散热等；二是电子电路，随着新能源汽车电气化的提升，FPC 和硬板的需求也在提升；三是光电显示，2023 年 1 月 19 日苏州晶端 100% 股权过户已办理完成，成为全资子公司，增加车载显示业务。随着新能源汽车大客户新产品的不断导入，单车价值量有望持续快速增长，随着新客户的持续拓展，业务规模有望实现快速增长，长期再造东山可期。盈利预测与投资评级：公司两大核心赛道消费电子稳中有增，新能源“新蓝海”空间广阔，同时内部提质增效，因此我们上调 23 和 24 年归母净利润，预测公司 2023-2025 年归母净利润分别为 30.6/39.3/49.4 亿元（23/24 年前值为 29.5/36.7 亿元），同比增速为 29%/28%/26%，当前市值对应 2023-2025 年 PE 分别为 14.2/11.0/8.8 倍，维持“买入”评级。风险提示：新料号导入不及预期；消费电子行业发展不及预期；新能源车大客户产销不及预期；国际贸易环境恶化。

(证券分析师：马天翼 证券分析师：唐权喜 证券分析师：周高鼎)

中国黄金 (600916)：2022 年报&2023Q1 点评：K 金珠宝逆势增长，线下经营稳步恢复中

投资要点 中国黄金 2022 年归母净利润同比下滑 3.7%，仍保持一定韧性。2022 年公司实现收入 471 亿元，同比下滑 7.2%，实现归母净

利润 7.65 亿元，同比下滑 3.7%，实现扣非归母净利润 6.9 亿元，同比下滑 8.4%，单拆 Q4，公司实现收入 114 亿元，同比-17.4%，实现归母净利润 1.51 亿元，实现扣非归母净利润 1.06 亿元。K 金珠宝类产品 2022 年逆势实现正增长。分产品来看，2022 年公司黄金产品收入 462 亿元，同比下滑 7.7%，K 金珠宝类产品收入 4.8 亿元，同比+13.4%，品牌使用费 7825 万元，管理服务费 9380 万元。公司 2023 年 Q1 归母净利润同比增速+19%，整体经营稳步恢复中。2023 年 Q1 公司实现收入 161 亿元，同比+12.3%，其中黄金珠宝收入 159.8 亿元，同比+12.45%，实现归母净利润 3 亿元，同比+19%，实现扣非归母净利润 2.8 亿元，同比+14.6%。2022 年毛利率整体有改善，其中 K 金珠宝毛利率提升更为明显。2022 年公司整体毛利率为 3.90%。同比增加了 0.8pct，其中黄金产品毛利率 3.31%，同比增加 0.79pct，K 金珠宝类产品毛利率 22.16%，同比增加 6.41pct，销售费用率 0.95%，同比增加 0.05pct，管理费用率 0.31%，同比增加了 0.04pct。2023Q1 公司实现毛利率 3.99%，同比下滑 0.1pct，销售费用率 0.63%，同比改善 0.28pct，管理费用率 0.23%，同比增加 0.03pct。2022 年公司渠道有一定调整，我们预计 2023 年有望重回净开店轨道。截至 2022 年末，公司门店总数 3642 家，其中自营门店 105 家，较 2021 年末净增 14 家，加盟门店 3537 家，较 2021 年末净减少 93 家。截至 2023 年 Q1 末，公司渠道门店总数 3615 家，自营门店维持 105 家，加盟门店 3510 家，在未来的 2023 年 Q2-Q4，公司拟开业直营门店 9 家，加盟门店 114 家，新增加盟门店将主要分布在华北和华中地区。盈利预测与投资评级：中国黄金是我国黄金珠宝头部企业，背靠大央企，资源优势明显，2023 年恢复推进中，且有望重回门店扩张周期，提升市场份额，我们基本维持公司 2023-2024 年归母净利润为 11.2 亿元/13.1 亿元，预计 2025 年归母净利润 15 亿元，最新股价对应 2023-2025 年 PE 分别为 18/16/14 倍，维持“买入”评级。风险提示：金价波动风险，开店不及预期，需求恢复不及预期等风险

(证券分析师：吴劲草 证券分析师：谭志千)

三角防务 (300775)：2022 年年报点评：营入同增 60%，产业链纵向延伸

事件：公司发布 2022 年年度报告和 2023 年一季度报，2022 年实现营收 18.76 亿元，同比上升 60.06%；归母净利润 6.25 亿元，同比增长 51.51%。2023Q1 实现营收 6.58 亿元，同比增长 53.94%；归母净利润 2.18 亿元，同比增长 54.21%。投资要点 营业收入同比增长 60.06%，盈利能力保持稳定。2022 年全年公司营收均大幅增长，特种合金锻压实现收入 18.00 亿元，同比增长 56.86%；其他业务实现收入 0.76 亿元，同比增长 209.71%，呈现大幅增长态势。2022 年与 2023 年 Q1 公司综合毛利率较为稳定，分别为 46.2% (-0.46pct) 和 47.5% (+0.96pct)。定增 16.83 亿，积极布局中小型锻件与叶片精锻。公司于 2023 年 1 月定向发行股份 5000 万股，募集基金 16.83 亿元，用于建设“航空精密模锻产业深化提升”、“航空发动机叶片精锻”等项目。扩大中小锻件生产能力将满足客户多样化需求，促进公司的长远发展；建立航空发动机叶片精锻能力将抓住高性能及民用新型航空发动机研发项目带来的快速发展机遇，推动国内航空工业升级。该次定增投资项目与公司主营锻造业务密切相关，将在提升产能的同时丰富产品结构，进一步完善公司业务链条，实现降本增效。研发投入连续两年提升超 30%，锻压领域技术实力雄厚。公司 2022 年研发费用高达 5822.69 万元，同比增长 34.10%，连续两年增速超 30%，体现公司对高新技术研发的重视；2023 年 Q1 研发费用为 1798.55 万元，同比增长 40.13%。

公司研发团队积累了丰富技术储备，取得 20 项发明专利和实用新型专利，领先于行业水平。公司产品设计准确率和试制成功率均达到 100%，为公司未来的持续创新奠定了坚实基础，赢得客户信赖，为公司未来订单形成有力支撑。盈利预测与投资评级：基于十四五军工行业高景气，并考虑公司在锻造领域的核心地位，我们预计 2023-2025 年归母净利润分别为 8.67 (+0.15) / 11.62 (+0.91) / 15.04 亿元；对应 PE 分别为 24/18/14 倍，维持“买入”评级。风险提示：1) 下游需求及订单波动；2) 应收账款坏账风险；3) 客户集中度较高风险。

(证券分析师：苏立赞 证券分析师：钱佳兴 研究助理：许牧)

高德红外 (002414)：2022 年年报点评：下游放量有望恢复，看好红外龙头发展前景

事件：公司发布 2022 年年度报告：2022 年实现营收 25.29 亿元，同比下降 27.75%；归母净利润 5.02 亿元，同比下降 54.82%。投资要点 中标三款机载光电类产品，专注研发占据竞争优势。公司成功建立了从基础红外核心部件、综合光电系统到高级整体装备系统的全面产业链研究与生产布局。借助于集成化的研发生产体系优势，公司首次参与机载光电项目竞标即取得了第一名和第二名的好成绩，并累计成功中标三款相关项目。同时，公司拥有数十个研究室，为光电系统的雷达、激光、通讯、人工智能、陀螺稳定伺服、目标检测跟踪等需求保驾护航。利用传统红外技术优势板块，积极跨界布局自动驾驶领域。在自动驾驶市场快速发展的背景下，公司成功将红外辅助驾驶系统应用于东风猛士、广汽埃安等知名主机厂前装定点项目。此外，公司与国内某领先的算法公司达成战略合作伙伴关系，共同推动红外技术在车载应用领域的产业化进程。由于红外传感技术拥有抗眩光和恶劣天气干扰、全天候智能驾驶感知等优势，沃尔沃、苹果等公司都在积极研发或应用相关技术。随着自动驾驶汽车的需求增加，车载红外传感器未来市场前景广阔。回购 2546.91 万股股份，大力支持员工持股与股权激励计划。公司通过集中竞价累计回购 2547 万股，占总股本的 0.78%，支付总金额高达 30,094 万元；回购股份全部用于股权激励或员工持股计划，将激发员工的创新意识和工作热情，有利于公司保持竞争力和长远发展，为股东带来更大的价值实现空间。盈利预测与投资评级：考虑到下游装备放量不及预期，我们将 2023-2025 年归母净利润调整为 7.91 (-10.62) / 11.06 (-12.06) / 14.67 亿元；对应 PE 分别为 47/34/26 倍，将投资评级下调至“增持”。风险提示：1) 下游需求及订单波动；2) 公司盈利不及预期；3) 市场系统性风险。

(证券分析师：苏立赞 证券分析师：钱佳兴 研究助理：许牧)

华秦科技 (688281)：2022 年年报点评：特种材料订单饱满，有望持续取得亮眼增速

事件：公司发布 2022 年年度报告和 2023 年一季度报。2022 年营收 6.72 亿元，同比增长 31.37%；归母净利润 3.33 亿元，同比增长 42.99%。2023Q1 营收 1.87 亿元，同比增长 31.34%；归母净利润 8841 万元，同比增加 49.11%。投资要点 2022 年归母净利润同增 43%，特种材料订单饱满。2022 年归母净利润为 3.33 亿元，同比增长 42.99%，主要系收入增长、IPO 闲置募集资金理财收益增加所致。公司隐身材料收入占比为 82.82%，伪装材料收入占比为 12.17%，防护材料及其他业务收入占比 5.01%。公司依托进展顺利的批产项目，预计可持续获得扩产订单，有望持续取得高速的营收增长。稀缺的全温域特种

材料研制能力打造市场壁垒，盈利能力显著。2022 年度，公司综合毛利率为 61.02% (+1.72pct)，主要受益于公司隐身材料及伪装材料的核心产品优势、较高的市场壁垒和显著的先发优势，销售费用同比增长 19.45%，管理费用同比增长 25.92%，财务费用同比大幅减少 498.41%，系货币资金利息收入增加所致。2022 年公司研发投入 6196 万元，同比增长 18.83%，跟研型号数量不断增加，聚集于五代机配套技术预研，围绕隐身材料的核心业务进行了大量优化提升。军民业务协同布局，积极提升竞争实力。在军用领域，公司以隐身材料为基础，设立沈阳华秦航发科技，向航空产业链布局延伸，力争成为我国航空发动机核心供应商。在民用领域，2022 年 12 月，公司成立控股子公司华秦光声，华秦光声以声学、振动及其检测领域相关的全链条解决方案为核心，在民用市场发挥优势提供行业领先、自主可控的声学超控材料。盈利预测与投资评级：基于十四五期间军工行业高景气，并考虑公司在航发产业链的核心地位，我们预计 2023-2025 年归母净利润分别为 4.62 (-0.57)/6.32 (-0.71)/8.24 亿元；对应 PE 分别为 58/42/33 倍，维持“买入”评级。风险提示：1) 下游需求及订单波动；2) 公司盈利不及预期；3) 市场系统性风险。

(证券分析师：苏立赞 证券分析师：钱佳兴 研究助理：许牧)

图南股份 (300855)：2022 年年报点评：股权激励初显威力，归母同增 41%。

事件：公司发布 2022 年报和 2023 年一季度报，2022 年营收 10.32 亿元，同比增长 47.93%，归母净利润 2.55 亿元，同比增长 40.51%，2023Q1 营收 3.31 亿元，同比增长 56.10%，归母净利润 0.84 亿元，同比增长 106.69%。投资要点 2022 年和 2023Q1 营收和盈利延续高增长，2023 利率增速有望加快。受益于下游航空发动机需求高增长态势，公司整体营收净利润维持高速增长，2022 年公司实现营收 10.32 亿元，同比增长 47.93%，归母净利润 2.55 亿元，同比增长 40.51%，扣非净利润 2.50 亿元，同比增长 52.60%；2023Q1 延续了 2022 年营收和盈利的高增长趋势，营收 3.31 亿元，同比增长 56.10%，归母净利润 0.84 亿元，同比增长 106.69%。利率端看，2022 年整体毛利率为 35.00%，下降 6.19pct，主要原因系原材料电解镍涨价影响；2023Q1 整体毛利率为 37.32%，提高 9.41pct，说明 2022 年原材料涨价因素基本落地，后续有望催化利润率持续提高。股权激励提振信心，募投项目结项推动产能提升。公司 2022 年实行股票激励计划，以 20.93 元/股的授予价格向 19 名核心员工授予 35 万股限制性股票，占公司股本总额的 0.12%，考核目标以 2021 年 1.81 亿元净利润为基准，2022 和 2023 年净利润增长不低于 21% (2.19 亿元) 和 53% (2.77 亿元)。截至 2022 年末，公司募投项目“年产 1000 吨超纯净高性能高合金材料建设项目”、“年产 3300 件复杂薄壁高温合金结构件建设项目”和“企业研发中心建设项目”已经完成结项，项目投产将有利于补充公司现有产能，推动公司营收和利润水平不断提高。国内高温合金龙头，持续受益军机航发需求预期向好。2023 年国防费预算约为 15537 亿元人民币，同比增长 7.2%；2023 年 3 月 20 日，国资委发文表示支持中央军工企业“做强、做优、做大”。受益于“十四五”周期国防军工高景气周期，一方面，航空发动机产业链已经进入全面列装+换装的阶段；另一方面，国产大飞机 C919 交付进程持续推进，军机航发需求有望受益于“换装+国产化”双轮驱动实现快速放量，公司作为高温合金及制品核心供应商，有望实现业务快速增长。盈利预测与投资评级：基于公司高温合金领域的领先地位，我们预计 2023-2025 年归母净利

润分别为 3.50(+0.37)/4.71(+0.46)/6.23 亿元;对应 PE 分别为 42/31/24 倍,维持“买入”评级。风险提示:1)下游需求及订单波动;2)公司盈利不及预期;3)市场系统性风险。

(证券分析师:苏立赞 证券分析师:钱佳兴 研究助理:许牧)

菲利华(300395):2022 年年报点评:归母同增 32%,全面布局石英材料领域

事件:公司发布 2022 年年报,2022 年营收 17.19 亿元,同比增长 40.52%;归母净利润 4.89 亿元,同比增长 32.05%。投资要点 归母净利润同比增长 32.05%,销售订单持续放量。公司 2022 年营收 17.19 亿元,同比增长 40.52%;归母净利润 4.89 亿元,同比增长 32.05%;毛利率 51.22%(+0.43%);净利率 29.82%(-0.89%)。截至 2022 年 12 月 31 日,公司共有存货 4.64 亿元,同比增长 0.77%,合同负债 0.23 亿元,同比增长 0.26%,销售订单持续放量,销售规模不断扩大。研发投入增长 63.04%,技术升级适应市场需求。公司 2022 年费用率 17.80%(+0.28%),其中销售费率 1.04%(-0.16%),管理费用率 9.19%(-0.03%),财务费率-1.42%(-0.76%)。研发投入 1.55 亿元,同比增长 63.04%,公司已在多个石英玻璃与石英玻璃纤维相关研发项目上取得重大成功或进展。截止 2022 年末,公司共研发成功 8 个高性能复合材料项目,另有 5 个高性能复合材料项目正在研发中。深耕石英玻璃领域,持续投资增强竞争力。公司在石英玻璃材料、石英玻璃制品与石英玻璃纤维及复合材料板块持续投资,不断进行产业布局与项目投入。2022 年股权投资共计 1.18 亿元,用于新设武汉菲利华新材料科技公司和湖北瑛泽材料科技公司以及对中益科技公司和菲利华融鉴科技公司进行增资。非股权投资方面,公司对年产 20000 吨超高纯石英砂项目投资共计 0.58 亿元。所处行业持续向好,下游需求旺盛。公司石英材料及石英纤维广泛运用于半导体、航空航天、光学以及光通讯行业。在市场需求的拉动以及半导体自主可控国产化和十四五规划等国家政策引领推动下,公司的产品需求将维持快速增长趋势。此外,公司多个产品已通过多家国际设备厂商认证,在国际市场销量稳步提升。盈利预测与投资评级:基于十四五期间军工行业高景气,以及公司在航天领域的优势地位,我们预计 2023-2025 年归母净利润分别为 6.96(+0.62)/9.20(+1.01)/11.92 亿元;对应 PE 分别为 35/26/20 倍,维持“买入”评级。风险提示:1)下游需求及订单波动;2)公司盈利不及预期;3)市场系统性风险。

(证券分析师:苏立赞 证券分析师:钱佳兴 研究助理:许牧)

航天电器(002025):2022 年年报点评:电机业务高速增长,股权激励刺激未来持续向好

事件:公司发布 2022 年年报,实现营业总收入 60.2 亿元,同比增长 16.96%;归母净利润 5.55 亿元,同比增长 13.6%;投资要点 公司营收分业务全线增长,资本运作配合电机需求放量。2022 年公司营收稳健增长,继电器实现收入 3.59 亿元,同比增长 11.07%;连接器实现收入 38.79 亿元,同比增长 16.66%;电机实现收入 15 亿元,同比增长 18%;光通信器件实现收入 1.24 亿元,同比增长 3.43%;其他业务实现收入 1.57 亿元,同比增长 46.76%,电机销售量、生产量、库存量分别同比增长 1383.50%、1500.45%、922.12%,主要系公司拓展了新市场,且完成深圳航天电机、斯玛尔特微电机的股权并购。持续加强研发投入,加快新产品开发,积极拓展新市场。2022 年公司研发费用为 6.25 亿元,同期增长 21.01%,持续加大高速传输互连、射

频微波互连、高端电机技术等投入，作为国内电子元器件标杆企业，持续加强自身技术和产品品牌优势。 高端连接器、微特电机供应龙头，航天军工需求大。国家重点支持新型电子元器件的发展，国内市场规模持续增长。公司作为电子元器件骨干企业，同时覆盖军民市场，受益于国防装备、通信、消费电子、新能源汽车、数据中心、轨道交通等行业需求稳定增长。 通过股权激励计划，设置多维考核指标，彰显发展信心。2023年3月公司通过首期股权激励计划草案修订稿，拟授予257名激励对象（占职工总数的4.68%），452.60万股限制性股票（占总股本的0.98%）；授予价格46.37元/股。本次股权激励分3批解锁，设置多维度考核指标，在23/24/25年度：1）归母净利润复合增长率不低于14%/14.5%/15%；2）净资产收益率不低于11.2%/11.3%/11.4%；3） Δ EVA大于0，同时每期满足不低于对标企业75分位值或同行业平均业绩水平。解锁目标具有一定挑战性，彰显公司未来发展的信心。 盈利预测与投资评级：基于航天业务高速增长，并考虑公司在高端连接器、继电器的核心地位，我们预计2023-2025年归母净利润分别为8.36（-0.44）/12.22（+1.56）/17.63亿元；对应PE分别为33/23/16倍，维持“买入”评级。 风险提示：1）下游需求及订单波动；2）公司盈利不及预期；3）市场系统性风险。

（证券分析师：苏立赞 证券分析师：钱佳兴 研究助理：许牧）

星网宇达（002829）：2022年年报点评：归母同增34%，实战化训练推动靶机龙头快速发展

事件：公司发布2022年度报告，营业收入10.74亿元，同比增长39.88%；归属于上市公司股东的净利润2.15亿元，同比增长33.77%；投资要点 经营情况明显改善，收入利润皆实现高速增长。公司2022年实现营业收入10.74亿元，同比增长39.88%；归属于上市公司股东的净利润约2.15亿元，同比增长33.77%；业绩大幅增长主要源于市场需求的旺盛以及公司在智能无人系统方向的提前布局。公司已形成较完善的技术体系，通过产品迭代不断推出新产品满足市场需求，提升产品竞争优势。 研发投入稳定处于较高水平，优势明显有稳定订单。公司注重研发投入，2017年至2021年，星网宇达的研发费用分别为42.14百万元、66.37百万元、80.87百万元、89.88百万元、114百万元，实现卫星“动中通”是通信领域的重大突破；完成了系列化无人靶机研发，形成了国内最全的无人靶机产品谱系。截至2022年12月31日，公司在手订单总额为7.05亿元，其中无人机订单占比42.3%，卫星通信订单占比21.8%，信息感知订单占比36%。 股权激励收益良好，促进公司长期发展。公司于2021年向其高管和核心团队授予的股票期权权益，以激励其实现业绩目标。授予对象为146人，彰显了业绩持续高增长的信心，激励对象覆盖面较广，有利于调动核心人员的积极性和创造性，提升公司的竞争力和持续发展能力。先深耕再延拓，主营业务需求有望稳定增加。根据Teal Group统计，预计到2023年中国军用无人机市场规模约20亿美元，年复合增长率超过7%。公司无人机产品主要为无人靶机，随着部队训练实战化、常态化的推进和深化，无人靶机的市场空间将进一步扩大。中国卫星通信行业2022年至2025年行业复合年均增长率为8.2%，其中“动中通”系统在军民领域均有较高潜在需求。 盈利预测与投资评级：基于公司无人靶机领域的领先地位，我们预计2023-2025年归母净利润分别为3.30/4.50/5.45亿元；对应PE分别为19/14/12倍，维持“买入”评级。 风险提示：1）下游需求及订单波动；2）公司盈利不及预期；3）市场系统性风险。

(证券分析师: 苏立赞 证券分析师: 钱佳兴 研
究助理: 许牧)

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>