

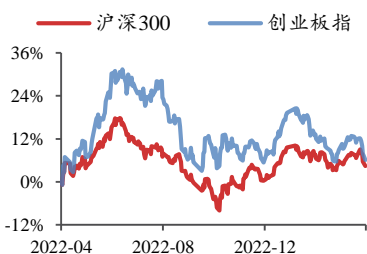
2023年04月25日

开源晨会 0425

市场快报

——晨会纪要

沪深300及创业板指数近1年走势



数据来源：聚源

昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
传媒	3.637
通信	2.164
汽车	0.695
公用事业	0.077
环保	-0.081

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
有色金属	-2.222
电子	-2.031
钢铁	-2.008
美容护理	-1.846
电力设备	-1.776

数据来源：聚源

吴梦迪 (分析师)

wumengdi@kysec.cn

证书编号: S0790521070001

观点精粹

总量视角

【中小盘】定增收益维持高位，重点跟踪华发股份、博迁新材——中小盘增发并购月报-20230424

行业公司

【非银金融】负债成本下降长短期均利好保险行业，中期影响有限——上市险企负债成本调整研究深度报告-20230424

【地产建筑】一季度销售数据边际改善，上海土拍热度超预期——行业周报-20230423

【电力设备与新能源：快可电子(301278.SZ)】业绩符合预期，产能持续扩张抢占市场先机——公司信息更新报告-20230424

【轻工：明月镜片(301101.SZ)】一季度业绩靓丽，继续看好离焦镜的高成长性——公司信息更新报告-20230424

【商贸零售：吉宏股份(002803.SZ)】2023Q1 归母净利润同比+64.3%超业绩预告上限，公司持续进化打造长期竞争力——公司信息更新报告-20230424

【食品饮料：东鹏饮料(605499.SH)】全国化有序推进，仍处于渠道红利期——公司信息更新报告-20230424

【医药：海泰新光(688677.SH)】2022&2023Q1 业绩符合预期，新品放量全年可验证——公司信息更新报告-20230424

【电子：纳芯微(688052.SH)】营收业绩持续增长，持续推新创造增长新引擎——公司信息更新报告-20230424

【化工：新和成(002001.SZ)】营养品板块静待复苏，新项目接力助成长——公司信息更新报告-20230424

【家电：亿田智能(300911.SZ)】2022Q4 业绩阶段性承压，高举高打发力全渠道拓展——公司信息更新报告-20230424

【轻工：太阳纸业(002078.SZ)】2022 收入稳健增长，看好浆价下行下的盈利修复——公司信息更新报告-20230424

【家电：盾安环境(002011.SZ)】盈利能力稳步提升，汽车热管理业务快速增长——公司信息更新报告-20230424

【计算机：三六零(601360.SH)】业绩符合预期，AIGC 布局成效显著——公司信息更新报告-20230424

【家电：帅丰电器(605336.SH)】2022Q4 毛利率保持提升，有望迎来渠道红利释放期——公司信息更新报告-20230424

【家电：浙江美大(002677.SZ)】2023Q1 净利率修复，看好2023Q2 迎来需求端拐点——公司信息更新报告-20230424

【轻工：乐歌股份(300729.SZ)】2022 营收稳健增长，盈利环比改善——公司信息更新报告-20230424

研报摘要

总量研究

【中小盘】定增收益维持高位，重点跟踪华发股份、博迁新材——中小盘增发并购月报-20230424

任浪（分析师）证书编号：S0790519100001

重大增发并购案例

华发股份：公司聚焦核心城市核心区域，优质土地资源丰富。本次定增募集资金可为公司扩大业务规模并优化公司资产负债表，进一步释放扩表空间。同时，公司控股股东华发集团拟参与认购不超过 30 亿元，可进一步强化国资背景，带来更多的协同受益空间。

博迁新材：公司为电子专用纳米级高端金属粉体龙头，镍粉 PVD 制备工艺先进，有望受益于 MLCC 镍粉需求回升。同时，公司凭借技术积累向光伏用银包铜粉、负极用纳米硅粉等领域拓展，打开发展新增长极。本次实控人全额认购 8.28 亿元定增，彰显对公司发展信心。

增发并购重点关注：华阳集团已获批文，海优新材已获上交所审核通过。

本期（2023.03.01-2023.03.31）定增动态

预案：本期公告竞价定增预案 55 例，预计募资 897 亿元，预案数量和规模较上期（2023.02.01-2023.02.28）增长；定价定增预案 16 例，预计募资 169 亿元，数量较上期下降，规模较上期增长；公告预案的上市公司行业集中在机械设备和基础化工行业。

发行：本期竞价定增发行 20 例，实际募资 706.68 亿元，数量较上期下降，规模较上期增长；平均折价率 12.33%，较上期下降 3.19pct；平均收益率 20.70%，较上期增长 6.06pct。

解禁：下期（2023.4.1-2023.4.30）即将解禁定增 11 例，解禁规模 388.83 亿元；解禁项目数量较本期有所下降，解禁规模较本期有所增长；解禁行业分布于电力设备、银行等。

定增策略与项目筛选

项目筛选：（1）华阳集团拟募资 20 亿，布局汽车智能化、轻量化领域。（2）海优新材拟募资 11.36 亿，扩张优质产能。

定增策略：（1）高折价策略下，吉林碳谷、普联软件等基本面较优。（2）低估值策略下，电投能源、靖远煤电、山西焦煤等 PE 较低且基本面较优。（3）信息优势方策略下，和林微纳等本期末收盘价与定增发行价倒挂且基本面较优。

股权激励、增持、回购、协议转让动态

股权激励：本期贝泰妮、华海清科、埃斯顿等 27 家公司激励力度较大且基本面较优，其中贝泰妮的业绩考核要求为：以 2022 年为基数，2023-2025 年营业收入增长率不低于 28%、61.28%、100%。

增持：本期科达制造等 10 家公司获重要股东 1% 以上增持。

回购：本期苏泊尔、赛轮轮胎、TCL 中环、中宠股份等 15 家公司拟实施回购金额较大且基本面较优。

协议转让：本期 22 家上市公司股东拟协议转让股份，荣盛石化、奋达科技等股东转让份额较高。

风险提示：再融资政策变动；股权激励、回购、增减持政策变动。

行业公司

【非银金融】负债成本下降长短期均利好保险行业，中期影响有限——上市险企负债成本调整研究深度报告-20230424

高超（分析师）证书编号：S0790520050001 | 吕晨雨（分析师）证书编号：S0790522090002

行业负债成本下降短期利好新单销售，长期利好估值提升，中期影响有限

监管于2023年3月底调研险企负债成本，于2023年4月20日附近进行窗口指导，要求新开发产品定价利率自3.5%降至3.0%，尚未明确高定价产品退市时限，预计仍将设置过渡期。具体影响看，负债成本下降短期内将引起产品需求提前释放；中期来看，由于产品需求提前释放，产品切换期销售端或面临一定压力，但我们预计影响弱于重疾定义切换，但高于4.025%定价产品退市。长期看，负债成本下降将有效降低险企利差损风险，有望提振保险股PEV估值。对于中大型险企来讲，产品价格竞争有望减弱，市占率有望回升。考虑到宏观经济复苏势头良好，居民投资意愿有所回升，储蓄型保险产品需求或维持相对高位，银保渠道受自身及外部因素双重利好有望保持明显增长，我们预计2023Q1上市险企NBV同比将明显改善；同时，市场对Q1NBV转正已有预期，我们认为储蓄型产品供需改善趋势有望在2季度延续，叠加高定价产品销售阶段性走高，我们预计保险负债端2023Q2仍有望超市场预期。继续首推估值空间仍较大且NBV预期边际改善明显的中国太保，推荐中国平安和中国人寿，港股推荐友邦保险和众安在线。

后端调控带动成本下移，当前险企投资足以覆盖负债成本

我国保险产品定价监管变化可分为三个阶段：第一阶段1999-2010年：应对利差损风险，管控前端产品预定利率；第二阶段2010-2015年：激活行业创新发展活力，放开前端，管住后端，适度提升评估利率。第三阶段2016-至今：未雨绸缪，应对未来投资端压力，下调后端牵动前端。由于险企并未披露负债成本，我们通过CRIA模型反推进行估算负债成本，并与投资收益率结合分析。自2011年以来总投资收益率与测算负债成本差值均值分别为：中国平安+1.6%、新华保险+1.3%、中国人寿+1.2%、中国太保+1.0%，多数时期险企投资收益率足以覆盖负债成本，负债成本降低或降低上市险企上述差值差异。

短期利好新单，长期利好估值，中期或迎一定压力

具体影响看，负债成本下降短期内将引起产品需求提前释放，相较于银行定期存款、银行理财产品以及基金产品，储蓄型保险产品具有“保底、刚兑”属性以及相对较确定预期收益，我们测算部分产品IRR可达到3.2%-4.3%区间，产品退市将引起需求提前释放；中期来看，由于产品需求提前释放，产品切换期销售端或面临一定压力，但我们预计影响弱于重疾定义切换，但高于4.025%定价产品退市，主要原因有四：（1）重疾险覆盖率相对较高且需求维度存在差异；（2）重疾定义切换宣传过渡；（3）4.025%预定利率产品数量较少；（4）居民理财投资需求多为同时点横向对比，储蓄型保险产品具有相对优势。长期看，负债成本下降将有效降低险企利差损风险，提升利差益确定性，从而带动长期盈利概率上升，有望提振保险股PEV估值。对于中大型险企来讲，产品价格竞争有望减弱，“保险+服务”将进一步成为竞争优势及壁垒，市占率有望回升。

风险提示：保险需求复苏不及预期；长端利率超预期下行。

【地产建筑】一季度销售数据边际改善，上海土拍热度超预期——行业周报-20230423

齐东（分析师）证书编号：S0790522010002

核心观点：一季度销售数据边际改善，上海土拍热度超预期

一季度商品房销售额同比增长，开发投资数据仍不及预期，区域之间和高低能级城市之间的分化进一步拉大。我们跟踪的64城新房成交面积在低基数下仍连续8周同比实现增长，23城二手房年初以来累计成交面积同比增长达68%，销售市场回暖节奏持续，但新房单周成交较三月高位数据有所回落，二季度小阳春持续性有待观察。

上海土拍参拍企业数量回升，成都土拍摇号企业数量高企，房企资金修复和补货动力有望助力维持二季度重点城市土地市场热度。我们认为新房市场基本面复苏态势初显，二手房成交持续回暖，市场信心有望持续提升，行业估值将陆续修复，板块仍具备较好的投资机会，维持行业“看好”评级。

政策端：统计局房地产数据边际改善，最高法明确购房者权利享优先顺位

中央层面：统计局一季度房地产开发投资和销售数据边际改善，商品房销售额 3.05 万亿元，同比增长 4.1%。最高人民法院明确在房屋不能交付且无实际交付可能的情况下，商品房消费者主张价款返还请求权优先于建设工程价款优先受偿权、抵押权以及其他债权的，人民法院应当予以支持。

地方层面：据证券时报，网传深圳二手房指导价时代已过去，具体为指导价不调整，银行核定房价以网签备案价和评估价孰低为准，参考价仅作参考。杭州多子女家庭首套首次申请住房公积金贷款限额和租赁住房提取住房公积金额上浮。

市场端：新房成交同比持续增长，上海广州无锡一批次土拍收官

销售端：2023 年第 16 周，全国 64 城商品住宅成交面积 359 万平米，同比增加 4%，环比下降 5%；从累计数值看，年初至今 64 城成交面积达 6126 万平米，累计同比增加 2%。全国 23 城二手房成交面积为 221 万平米，同比增速 74%，前值 76%；年初至今累计成交面积 2854 万平米，同比增速 68%，前值 68%。

投资端：2023 年第 16 周，全国 100 大中城市推出土地规划建筑面积 2682 万平方米，成交土地规划建筑面积 2385 万平方米，同比下降 15%，成交溢价率为 1.9%。

上海一批次 19 宗地块总成交金额 519 亿，参与竞拍企业数量为近 6 年以来最多，近 20 家民企参拍，保利发展、招商蛇口、万科、金地集团分别获得 2 宗地块。广州番禺区两宗相邻宅地最终均被华润置地联合体摇号摘得，至此广州一批次集中供地共 8 宗地块成交 7 宗，成交总价 294.4 亿元，其中 4 宗地块封顶成交。成都四月土拍率先成交 6 宗地块，总成交金额 50 亿，5 宗地进平均抽签家数 19 家，其中越秀地产抽中成华区崔家店地块。无锡一批次 6 宗地块全部底价成交，成交总价合计 60.13 亿元。厦门建发独得 2 宗，仁恒置地和绿城中国联合体各得 1 宗。

融资端：国内信用债发行同比下降

2023 年第 16 周，信用债发行 54.2 亿元，同比下降 61%，环比下降 41%，平均加权利率 4.22%，环比增加 66BPs；信用债累计同比发行 1620 亿元，同比增长 7%；海外债无新增发行。

风险提示：（1）行业销售恢复不及预期，融资改善不及预期，房企资金风险进一步加大；（2）调控政策超预期变化，行业波动加剧。

【电力设备与新能源：快可电子(301278.SZ)】业绩符合预期，产能持续扩张抢占市场先机——公司信息更新报告-20230424

殷晟路（分析师）证书编号：S0790522080001 | 鞠爽（联系人）证书编号：S0790122070070

2022 年营收利润双增，业绩符合预期

公司 2022 年实现营业收入 10.99 亿元，同比增长 49.4%，实现归母净利润 1.18 亿元，同比增长 82.6%。其中 2022Q4 实现营业收入 2.77 亿元，同比提升 45.5%，环比下降 1.3%，实现归母净利润 0.31 亿元，同比提升 90.7%，环比下降 22.5%。受原材料价格上涨影响，公司 2022Q4 毛利率为 20.8%，环比下降 1.7%。考虑到公司接线盒与连接器主要原材料铜价处于相对高位，预计公司主营产品毛利率将保持相对稳定。预计公司 2023-2024 年归母净利润为 2.10/3.02 亿元(原 3.00/4.60 亿元)，2025 年为 4.05 亿元，EPS 为 3.28/4.72/6.33 元(2023-2024 年原为 4.68/7.18 元)，对应当前股价 PE 为 24.7/17.2/12.8 倍。考虑到公司持续加码产能建设，光伏接线盒与连接器产品市占率有望稳步提升，维持“买入”评级。

光伏接线盒与光伏连接器销量稳步增长，持续扩张产能市占率稳步提升

公司 2022 年光伏接线盒实现营收 9.16 亿元，yoy+58%，毛利率为 18.4%，yoy-0.2pct。公司实现光伏接线盒销量 4905.4 万套，同比增长 56%，单套净利 2.1 元/套，同比提升 18%，主要系 2022Q3 原材料铜材价格大幅下降，销售端的季度议价机制使公司赚取了一定超额盈利。截至 2022 年底，公司拥有光伏接线盒产能 7000 万套，预计到 2023 年底公司将力争实现光伏接线盒产能 1 亿套。

公司 2022 年光伏连接器实现营收 1.65 亿元，yoy+14.8%，毛利率为 18%，yoy+2.2pct。公司实现光伏连接器销量 8531.4 万对，yoy+6.5%。同时公司进一步对光伏连接器产能进行扩张，到 2023 年底其光伏连接器产能有望达 1.2 亿对。

开辟新成长曲线，专研储能连接器与智能接线盒技术

公司积极利用自身在光伏连接器方面的优势积极开拓第二成长曲线进军储能业务领域，成功实现了快速安装的经济型储能连接器的量产工作。同时公司持续加码智能接线盒研发工作，实现了超高效率分布式光伏系统外拖式智能接线盒量产和外接直流有线型快速关断外挂接线盒、无线监控式智能光伏组件接线盒、有线电力载波智能监控型光伏组件接线盒的研发工作，公司智能关断接线盒与智能优化接线盒产品有望加速推广。

风险提示：产能投放不及预期、行业竞争加剧风险。

【轻工：明月镜片(301101.SZ)】一季度业绩靓丽，继续看好离焦镜的高成长性——公司信息更新报告-20230424

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

一季度业绩靓丽，继续看好离焦镜的高成长性，维持“买入”评级

2023Q1 公司营收 1.72 亿元/+26.00%，归母净利 0.35 亿元/+58.50%，扣非归母净利 0.30 亿元/+75.80%，非经常性损益主要来自理财收益（0.04 亿元）和政府补助。公司单季业绩表现靓丽，维持盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利 1.66/2.09/2.62 亿元，对应 EPS 为 1.23/1.55/1.95 元，当前股价对应 PE 为 54.7/43.4/34.6 倍，公司离焦镜产品 SKU 丰富且性价比较高，看好 2023 年离焦镜持续快速放量，维持“买入”评级。

一季度毛、净利率双升，2023 年盈利能力仍有上行空间

毛利端：2023Q1 公司毛利率为 56.13%/+2.04pct，提升预计主要系高盈利水平的离焦镜占比提升。费用端：公司费用管控能力优秀，2023Q1 期间费用率为 30.58%/-5.93pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比 +1.00pct/-5.94pct/+0.07pct/-1.06pct，销售费用率提升主要系疫情后公司加大了产品广告宣传。净利端：2023Q1 净利率 20.42%/+4.19pct，扣非净利率 17.62%/+4.99pct，整体盈利水平明显提升，2023 年伴随离焦镜继续快速放量，净利率仍有上行空间。

一季度离焦镜销售额同比+80%，2023 年继续看好离焦镜的快速放量

公司公告显示，2023Q1“轻松控”系列产品销售额为 2757 万元/+80%，继续高速增长，收入占比持续提升（2022 年末预计 10%+）。离焦镜行业渗透率仍较低，2023 年继续看好公司离焦镜的高成长性，驱动力包括：产品推新快，目前零售+医疗端已有 18 款 SKU；性价比高，明月零售端离焦镜价格带 1500-3000+元（预计医疗版整体价格高于零售版），整体价格低于外资品牌；渠道优势强：公司既有合作门店 3 万+家，目前离焦产品终端销售破零率已突破 80%，且公司 2022 年 10 月官宣刘昊然为品牌代言人，品牌知名度有望进一步提升；医疗渠道开拓可期：公司已发布 3/6 个月临床报告，临床有效性得到验证，2022 年末医院类客户数已有 125 家，多款医疗渠道专供版发布后，渠道开拓有望加速。

风险提示：渠道拓展不及预期，离焦镜行业竞争加剧，原材料价格波动。

【商贸零售：吉宏股份(002803.SZ)】2023Q1 归母净利润同比+64.3%超业绩预告上限，公司持续进化打造长

期竞争力——公司信息更新报告-20230424

黄泽鹏（分析师）证书编号：S0790519110001 | 杨柏炜（联系人）证书编号：S0790122040052

事件：2023 年一季度归母净利润同比+64.3%，超业绩预告上限

公司发布一季报：2023Q1 公司实现营收 13.76 亿元 (+14.4%)，归母净利润 7043 万元 (+64.3%)，其中归母净利润超此前业绩预告上限。公司是东南亚跨境社交电商龙头，“数据为轴，技术驱动”构筑核心壁垒，我们维持盈利预测不变，预计公司 2023-2025 年归母净利润为 4.03/5.42/6.88 亿元，对应 EPS 为 1.06/1.43/1.82 元，当前股价对应 PE 为 18.4/13.7/10.8 倍，估值合理，维持“买入”评级。

跨境电商业务受益东南亚复苏快速修复，盈利能力迎来大幅提升

分业务看，(1) 跨境电商业务归母净利润同比增长 104.7%，主要受益于东南亚等海外消费市场延续复苏趋势，海外需求回暖叠加消费者购买力提升，公司跨境社交电商业务实现订单规模、利润的双重提升；(2) 预计包装业务归母净利润同比实现稳健增长；(3) 预计广告业务因延续收缩战略导致亏损；(4) 预计 SaaS 业务亏损，主要系因平台尚处推广期、免费试用期。盈利能力方面，2023Q1 公司毛利率、净利率分别为 45.6%/4.88%，同比分别 +6.1pct/+1.6pct，盈利能力大幅提升。费用方面，2023Q1 公司销售/管理/研发费用率分别为 32.6%/3.6%/2.4%，同比分别 +4.0pct/+0.1pct/+0.1pct，主要系公司加大跨境电商业务广告投入。

看好 2023 年跨境电商主业回暖，公司持续进化打造长期竞争力

展望 2023 年，公司跨境社交电商主业有望受益于东南亚旅游业回暖带动的当地居民购买力复苏，包装主业在国内消费修复大背景下亦有望稳健增长。深耕主业基础上，公司还在持续进化：(1) 推出跨境电商 SaaS 服务平台“吉喵云”赋能中小卖家；(2) 布局亚马逊等平台拓展多渠道运营能力，并践行电商品牌战略，孵化 SenadaBikes、Veimia、吉宏百福等自有电商品牌；(3) 此外公司积极拥抱 ChatGPT，未来 AIGC 技术成熟并进一步应用亦有望强化公司长期竞争力。

风险提示：海外疫情反复影响消费、电商市场竞争加剧、政策变化等。

【食品饮料：东鹏饮料(605499.SH)】全国化有序推进，仍处于渠道红利期——公司信息更新报告-20230424

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

2023Q1 收入、利润快速增长

2022 年公司营收 85.05 亿元，同比增 21.89%；扣非前后归母净利润 14.41 亿元、13.52 亿元，同比增 20.75%、24.69%。2023 年 Q1 单季度营收 24.9 亿元，同比增 24.14%；扣非前后归母净利润 4.97 亿元、4.53 亿元，同比增 44.28%、36.86%。预计 2023 年 PET 成本有所回落，上调 2023-2024 年归母净利润预测至 19.04、24.19 亿元（前次 17.86、23.13 亿元），新增 2025 年归母净利润预测 29.45 亿元，对应 2023-2025 年 EPS 4.76、6.05、7.36 元，对应 2023-2025 年 36.8、29.0、23.8 倍 PE，大单品全国化及渠道扩张仍在途中，成本弹性也有望于 2023Q2 显现，维持“增持”评级。

全国化有序推进，成长市场仍然高速

分区域看，2022 年基地市场广东、广西营收分别同比增 4.84%、26.83%，基地市场基数较大、增速放缓，广东地区收入占比由 45.94%降至 39.50%；成长市场华东、华中、西南、华北营收分别同比增 32.40%、39.94%、56.83%、80.44%，区域营收结构优化，全国化发展持续推进。经销商数量增至 2779 家，同比增 20.20%；终端网点数量超过 300 万家。2023Q1 持续保持较好势头。

盈利能力逐步爬升，PET 成本压力已过

2022 净利率同比-0.16pct。其中毛利率同比-2.05pct、主因 PET 包材等成本上涨；销售费用率、管理费用率分

别同比-2.57pct、-0.61pct，主因市场推广和薪酬费用率下降。2023Q1 净利率同比+2.78pct，其中毛利率同比+0.34pct；销售费用率、管理费用率分别同比-1.15pct、-0.23pct。展望 2023 全年，PET 成本下降弹性有望在 2023Q2 以后逐季显现，但同时需关注白糖价格上涨风险。

竞品纠纷仍胶着，渠道快速扩张

新开网点进度良好，竞品官司仍然胶着，天丝和华彬红牛或可能长时间僵持，双方仍在抢夺渠道。竞争格局演变利于东鹏特饮扩张，公司渠道下沉和网点开拓上未受到竞品干扰，网点开发有望保持较快增长，500ml 大金瓶仍有较好的成长空间。东鹏大咖、电解质水等仍处在前期探索阶段，持续关注后续表现。

风险提示：竞争加剧风险、糖价上涨风险、食品安全风险。

【医药：海泰新光(688677.SH)】2022&2023Q1 业绩符合预期，新品放量全年可验证——公司信息更新报告-20230424

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

2022 年业绩亮眼，高增速符合预期，维持“买入”评级

公司发布 2022 年报，实现营收 4.77 亿(+53.97%)，归母净利润 1.83 亿(+55.07%)，扣非净利润 1.69 亿(+79.44%)，经营现金流净额 1.04 亿(+0.36%)；分业务看，医用内窥镜收入 3.66 亿元 (+60.78%)，主营收入占比 77%，光学产品收入 1.10 亿元 (+34.28%)，主营收入占比 23%；费用端，研发费用率 12.56% (-0.79pct)，管理费用率 8.89%(-2.10pct)，销售费用率 3.26% (-0.08pct)。考虑公司产品和服务能力全面覆盖荧光内窥镜市场需求，随着荧光内窥镜替代白光内窥镜大趋势逐步释放业绩潜能，同时公司内窥镜整机系统不断迭代创新，趋于多元化，整机销售推广将进一步增收增利，我们维持 2023-2024 年并新增 2025 年的盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润为 2.37/3.15/4.06 亿元，对应 EPS 分别为 2.72/3.62/4.66 元/股，当前股价对应 P/E 分别为 38.5/29.0/22.5 倍，维持“买入”评级。

2023Q1 延续高增长趋势，打下全年业绩快速增长夯实基础

2023Q1 实现营收 1.48 亿(+58.76%)，归母净利润 4846 万(+35.40%)，扣非净利润 4639 万(+38.45%)，经营现金流净额 1799(-23.33%)；费用端，研发费用率 11.55% (+0.18pct)，管理费用率 8.62%(-0.18pct)，销售费用率 2.56% (-0.24pct)。公司 2023Q1 受股权支付、厂房设备折旧等因素影响，因此利润增速略慢于收入增速，且我们预计以上影响全年平均化。如果剔除掉股份支付对期间费用的直接影响，归母净利润及扣非净利润分别同比增长 49.74%、53.76%。

借成本和研发优势向中游内窥镜整机进军，并不断拓宽光学业务

公司依托光学技术、精密机械技术、电子技术及数字图像技术四大技术平台，不断实现科技成果转化。公司针对美国市场开发的 12 款新型 4K 荧光腹腔镜顺利量产，2023 年将为放量期，光源模组随客户需求上升加快发货并升级；公司多款内窥镜包括胸腔镜、关节镜、宫腔镜、3D 荧光腹腔镜等完成研发样机并提交注册检验，其中胸腔镜已于 2023 年 4 月取得注册证；4K 除雾内窥镜系统于 2023 年 2 月获得产品注册证；二代 4K 荧光内窥镜系统完成样机，预计在 2023 年完成产品注册；公司或将直接受益于全球荧光内窥镜市场零部件需求和整机系统扩容。医用光学伴随口腔三维牙扫设备渗透率提升，口扫模组有望维持高速增长，工业激光产品下游生产需求进一步释放，镜片和镜头组件有望继续扩大适用范围成为光学业务稳健驱动力。

风险提示：产品研发推进不及预期；市场推广不及预期；疫情影响公司生产。

【电子：纳芯微(688052.SH)】营收业绩持续增长，持续推新创造增长新引擎——公司信息更新报告-20230424

罗通（分析师）证书编号：S0790522070002

2022 年营收业绩持续增长，维持“买入”评级

公司发布 2022 年年报与 2023 年一季报，2022 年实现营收 16.70 亿元，同比+93.76%；归母净利润 2.51 亿元，同比+12%；扣非净利润 1.69 亿元，同比-22.79%；毛利率 50.01%，同比-3.49pcts。若剔除股份支付费用影响，则归母净利润为 4.47 亿元，同比+92.28%；扣非净利润 3.66 亿元，同比+60.37%。2022Q4 单季度营收 3.94 亿元，同比+39.33%，环比-18.31%；归母净利润 0.09 亿元，同比-87.67%，环比-81.77%，主因股权支付费用和存货计提影响；毛利率 46.26%，同比-6.02pcts，环比-5.60pcts。2023Q1 单季度营收 4.71 亿元，同比+38.87%，环比+19.47%；归母净利润 0.02 亿元，同比-98.14%，环比-81.71%；毛利率 45.31%，同比-5.86pcts，环比稳定。考虑消费市场疲软等因素，我们下调 2023-2024 年业绩预测并新增 2025 年业绩预测，预计 2023-2025 年归母净利润为 3.58 (-3.88) /5.14 (-5.24) /6.89 亿元，对应 EPS 为 3.55 (-3.83) /5.08 (-5.19) /6.81 元，当前股价对应 PE 为 86.9/60.6/45.2 倍，我们看好公司后续新品导入节奏，维持“买入”评级。

持续推出新品，重视研发，自建封测工厂，成长动力充足

受益于汽车电子、光伏、电力储能、功率电机驱动等下游应用领域整体需求旺盛，公司三大业务保持高速增长。2022 年公司传感器业务营收 1.11 亿元，同比+202.35%，占营业总收入 6.65%，毛利率 55.44%，同比-9.66pcts；公司信号链业务实现营收 10.46 亿元，同比+60.95%，占营业总收入的 62.60%，毛利率 52.88%，同比-1.14pcts；电源管理业务实现营收 5.10 亿元，同比+196.67%，占营业总收入的 30.52%，毛利率 42.93%，同比-9.89pcts；公司不断推出新品，传感器方面，磁传感器产品在客户端大规模量产；电源管理方面推出了电机驱动、LED 驱动、供电电源、功率路径保护等多类新产品；信号链产品方面推出了首款车规嵌入式电机智能执行器，实现了在车规 MCU 芯片领域技术上的新突破。公司重视研发，2022 年研发人员 158 人，同比+94%。子公司纳希微已于 2022Q4 开始正式试生产，主要用来满足公司自身压力传感器、小批量定制化产品的封测需求。

风险提示：下游景气度不及预期；技术研发不及预期；行业竞争加剧。

【化工：新和成(002001.SZ)】营养品板块静待复苏，新项目接力助成长——公司信息更新报告-20230424

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 徐正凤（联系人）证书编号：S0790122070041 | 蒋跨越（联系人）证书编号：S0790122010041

2022 年业绩符合预期，2023Q1 业绩环比改善，维持“买入”评级

2022 年，公司实现营收 159.3 亿元，同比+6.82%；归母净利润 36.2 亿元，同比-16.89%，扣非净利润 35.9 亿元，同比-14.19%；其中 Q4 实现营收 40.2 亿元，同比-6.49%、环比+8.90%；归母净利润 6.1 亿元，同比-36.80%、环比-23.58%；扣非净利润 6.6 亿元，同比-30.34%、环比-20.89%，业绩符合预期。2023Q1，公司实现营收 36.1 亿元，同比-16.15%、环比-10.23%；归母净利润 6.43 亿元，同比-46.55%、环比+5.57%；扣非净利润 5.86 亿元，同比-48.68%、环比-11.06%，业绩环比小幅改善。基于公司营养品业务产销情况等因素，我们下调 2023-2024 年、新增 2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润为 39.34 (-15.82)、44.52 (-12.65)、53.77 亿元，对应 EPS 为 1.27 (-0.51)、1.44 (-0.41)、1.74 元/股，当前股价对应 2023-2025 年 PE 为 13.5、11.9、9.9 倍。我们看好公司坚持“化工+”和“生物+”战略主航道，坚持创新驱动，维持“买入”评级。

VA 价格下跌及资产减值影响 2022 年业绩，2023Q1 营养品价格延续跌势

据 Wind 数据,2022 年 VA/VE/蛋氨酸均价分别为 159.5/84.9/20.3 元/千克，同比-49.5%/+6.1%/+1.3%；其中 2022Q4 均价分别为 98.4/81.3/20.1 元/千克。2022 年，公司营养品、香精香料、新材料分别实现营收 109.52/29.67/11.66 亿元，同比分别-1.94%/+32.04%/+33.42%；毛利率分别为 36.59%/48.97%/22.65%，同比分别-10.47/+7.06/-9.57pcts。公司 2022 年销售毛利率、净利率分别为 36.94%/22.83%，同比分别-7.56/-6.50pcts，其中 Q4 销售毛利率、净利率分别为 34.12%/15.27%，环比分别+0.48/-6.38pcts，Q4 毛利率环比改善而净利率环比下跌主要是因为 Q4 计提资产减值 1.51 亿元、信用减值 0.25 亿元且因资产报废损失产生营业外支出 0.77 亿元。2023Q1，VA/VE/蛋氨酸均价分别为 90.0/74.8/18.0 元/千克，同比分别-62.2%/-15.0%/-11.9%，环比分别-8.5%/-8.0%/-10.8%，公司销售毛利率、净

利率分别为 31.69%、17.91%，同比分别-9.86/-10.13pcts，环比分别-2.43/+2.64pcts。

风险提示：项目建设进度不及预期、营养品价格延续跌势、汇率大幅波动等。

【家电：亿田智能(300911.SZ)】2022Q4 业绩阶段性承压，高举高打发力全渠道拓展——公司信息更新报告-20230424

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002 | 周嘉乐（分析师）证书编号：S0790522030002 | 陆帅坤（联系人）证书编号：S0790121060033

2022Q4 业绩阶段性承压，高举高打发力全渠道拓展，维持“买入”评级

2022 年实现营收 12.8 亿元(+3.7%)，归母净利润 2.1 亿元(+0.1%)，扣非净利润 1.8 亿元(-2.7%)。其中 2022Q4 实现营收 3.1 亿元 (-25.6%)，归母净利润 0.5 亿元 (-9.8%)，扣非净利润 0.3 亿元 (-1.4%)。疫情和地产双重扰动下 2022Q4 业绩承压，考虑疫后将缓慢复苏，我们下调 2023-2024 年盈利预测，新增 2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润 2.6/3.0/3.5 亿元 (2023-2024 年原值 2.9/3.6 亿)，对应 EPS 为 2.4/2.8/3.3 元，当前股价对应 PE 为 17.0/14.5/12.3 倍，公司高举高打渠道端持续扩张、第二品类加速增长，维持“买入”评级不变。

2022 年经销商数量/合作装企/网点及专卖店分别提升了 200/2800/1300 家

分品类看，2022 年集成灶产品收入 11.6 亿，同比+3.2%，占营收比例达 91.1% (-0.5pct)；其他业务收入达 1.0 亿，同比+9.5%，占营收比例达 8.9% (+0.5pct)，公司重点发力集成烹饪中心、水洗类等新品类，有望持续依托线下门店布局提升配套率，集成灶产品拓展大众价格带有望恢复较快增长。分销售模式看，2022 年经销收入达 10.8 亿 (-0.2%)，占营收比例达 85.0% (-5.1pcts)；直销收入达 1.9 亿 (+39.6%)。全渠道持续拓展，截至 2022 年末拥有经销商逾 1500 家，同比增长了 200 家。在家装渠道方面，公司的合作装企逾 8000 家，同比增长了 2800 家；下沉渠道方面，2022 年底，京东家电、天猫优品、五星万镇通、国美新零售等下沉渠道网点入驻及经销商专卖店合计逾 4800 家，同比增长了 1300 家。

产品结构优化带动 2022 年毛利率提升，费用端高举高打支持渠道拓展

2022 年毛利率 46.6% (+1.9pct)，其中集成灶和其他主营业务分别+1.5/+7.7pcts。

费用端保持高举高打策略、支撑全渠道加速拓展，期间费用率+3.0pcts，其中销售/管理/研发/财务费用率分别+3.1/+0.3/+0.2/-0.7pcts，销售净利率 16.4% (-0.6pcts)。2022Q4 毛利率 45.2% (+1.2pct)。期间费用率+0.7pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别+9.5/-3.0/-1.7/-4.2pcts，销售净利率 15.6% (+2.7pcts)。

风险提示：疫情反复风险；原材料价格波动；渠道开拓不及预期风险。

【轻工：太阳纸业(002078.SZ)】2022 收入稳健增长，看好浆价下行下的盈利修复——公司信息更新报告-20230424

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

成本承压因素有望逐步释放，看好 2023 盈利修复，维持“买入”评级

2022 公司营收 397.67 亿元 (+23.66%)，归母净利 28.09 亿元 (-4.12%)，扣非归母净利 27.71 亿元 (-4.59%)。2022Q4 营收 101.26 亿元 (+19.92%)，归母净利 5.4 亿元 (+235.70%)，扣非归母净利 5.36 亿元 (+154.34%)。考虑纸浆下行释放成本压力，我们上调 2023-2024 并新增 2025 盈利预测，预计 2023-2025 归母净利润为 32.08/37.14/42.20 亿元(2023-2024 原 30.33/31.90 亿元)，对应 EPS1.15/1.33/1.51 元，当前股价对应 PE 为 10.0/8.7/7.6 倍。看好公司 2023 年纸浆成本下行下的业绩稳定增长，维持“买入”评级。

抗周期波动较强，主业盈利稳健

分产品看非涂布文化纸/铜版纸/生活用纸/淋膜原纸收入分别为 108.58/31.76/15.32/16.77 亿元，同比

+23.74%/-22.50%/+78.18%/+4.18% (铜版纸收入下滑明显判断系疫情影响, 社会宣传订单需求下滑所致); 牛皮箱板纸/瓦楞原纸收入分别为 103.94/0.95 亿元, 同比+4.71%/+142.34%。化机浆/溶解浆/化学浆收入分别为 19.94/41.71/33.60 亿元, 同比+9.13%/+28.13%/2140.36%。木浆系非涂布文化纸/铜版纸/生活用纸/淋膜原纸毛利率分别为 16.56%/15.12%/9.07%/12.27%, 同比+1.24pct/-4.16pct/+5.58pct/-10.04pct。废纸系牛皮箱板纸毛利率为 10.22%, 同比-5.26pct。

成本上涨拖累毛利, 控费优异托底盈利

整体盈利及费用: 2022 毛利率 15.17% (-2.21pct)。2022 期间费率 5.08% (+0.34pct), 具体管理费 2.60% (+0.05pct)、销售费率 0.38% (-0.04pct)、财务费率 2.10% (+0.33pct) (系汇率波动影响, 汇兑损失同比增加)。综合作用下 2022 净利率 7.08% (-2.19pct)。2022 经营性现金流净额 38.24 亿元, 同比-21.94%, 系动销增加及原材料成本增加带来的现金购买支出增幅明显同时用工成本同比提升。

风险提示: 需求恢复不及预期, 原材料价格波动, 公司产能不及预期。

【家电: 盾安环境(002011.SZ)】盈利能力稳步提升, 汽车热管理业务快速增长——公司信息更新报告-20230424

吕明(分析师) 证书编号: S0790520030002 | 周嘉乐(分析师) 证书编号: S0790522030002 | 陆帅坤(联系人) 证书编号: S0790121060033

2022Q4-2023Q1 盈利提升, 汽车热管理业务快速发展, 维持“买入”评级

2022 实现营收 101.44 亿元(+3.12%), 归母净利润 8.39 亿元(+106.98%), 扣非归母净利润 4.61 亿元(+21.48%)。单季度来看 2022Q4 实现收入 28.87 亿元 (+17.25%), 归母净利润 1.37 亿元 (+117.58%), 扣非归母净利润 0.87 亿元 (+30.13%), 2023Q1 实现收入 24.41 亿元 (+21.36%), 归母净利润 1.63 亿元 (+95.2%), 扣非归母净利润 1.75 亿元 (+139.79%)。考虑到聚焦主业后短板补齐, 叠加债务结构优化制冷配件及热管理业务盈利能力有望持续提升, 我们上调 2023-2024 年盈利预测, 并新增 2025 年盈利预测, 预计 2023-2025 年归母净利润 7.89/9.03/10.31 亿元 (2023-2024 年原值为 6.87/8.47 亿元), 对应 EPS 为 0.75/0.85/0.98 元, 当前股价对应 PE 为 16.8/14.7/12.9 倍, 维持“买入”评级。

战略聚焦制冷主业, 外贸业务以及汽车热管理业务贡献主要增长

分业务, 2022 年制冷设备/制冷配件/汽车热管理营收同比分别-0.22%/-0.54%/+290.01%, 2022H2 制冷设备/制冷配件营收同比分别-0.13%/+1.03%。分区域, 2022 年国内/国外实现营收 81.63/19.81 亿元, 同比分别+0.27%/+16.77%, 2022H2 同比分别+8.48%/+15.41%, 战略聚焦后国外营收保持较好增长。与格力关联交易方面, 2022 年公司向格力电器及其下属公司销售产品收入 16.48 亿元 (-2.5%), 2022 年疫情影响部分订单交付。2023Q1 收入 3.06 亿元, 预计 2023 年收入 29 亿元, 疫情等负面因素减退后预计保持较好增长。

受益成本回落+产品结构调整+内部控费降本, 盈利能力稳步提升

2022 年毛利率 17.01% (+0.7pct), 其中国内/国外毛利率同比分别-0.81pct/+6.97pct。单季度来看 2022Q4 毛利率 16.81% (+0.59pct), 2023Q1 毛利率 19.5% (+3.79pct)。2022 年销售费用/管理费用/研发费用/财务费用率同比分别+0.13pct/-0.28pct/+0.08pct/-0.27pct, 2023Q1 期间费用率同比-1.19pct。综合影响下 2022Q4 扣非净利率 3.01% (+0.3pct), 2023Q1 扣非净利率 7.18% (+3.55pct)。

风险提示: 新能源市场拓展不及预期; 行业竞争加剧; 原材料价格上涨等。

【计算机: 三六零(601360.SH)】业绩符合预期, AIGC 布局成效显著——公司信息更新报告-20230424

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

国内领先的互联网和安全服务提供商，维持“买入”评级

我们维持公司 2023-2024 年归母净利润预测为 4.07、9.56 亿元，新增 2025 年预测为 12.79 亿元，对应 EPS 分别为 0.06、0.13、0.18 元/股，当前股价对应 2023-2025 年 PE 估值分别为 280.5、119.4、89.3 倍，考虑公司在 AIGC 领域的布局已取得显著成效，维持“买入”评级。

2022 年业绩大幅下降，2023 年有望轻装上阵

(1) 公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报，全年实现营业收入 95.21 亿元，同比下降 12.54%。其中，“安全及其他”收入为 17.91 亿元，同比增长 29.72%。互联网商业化及增值服务实现收入 57.91 亿元，同比下降 21.85%；智能硬件业务实现收入 18.88 亿元，同比下降 8.50%。(2) 公司全年实现归母净利润-22.04 亿元，同比大幅下滑，一是由于公司在政企安全业务领域投入较大，导致亏损较多所致；二是由于权益法项目合众汽车的亏损对公司的影响以及处置 Opera Limited 项目产生较多投资损失；三是由于应收账款减值损失增加。(3) 2023Q1 公司实现营业收入 19.66 亿元，同比下滑 22.17%；实现归母净利润-1.86 亿元，同比下滑 183.99%。

在 AIGC 领域大力投入，取得显著进展

目前以“360 新搜索”为代表的新一代 AI 产品矩阵，包括但不限于 360 浏览器、数字助理、苏打办公、智能营销等，已经或将陆续面向企业客户开启小范围定向邀约测试，其中“360 新搜索”的测试体验得到客户的一致好评。同时，公司对模型进行参数蒸馏后针对安全场景进行了二次训练，形成了包含 AI 能力的安全大脑整体解决方案。

风险提示：互联网商业化及增值服务业务下滑、数字安全业务不及预期。

【家电：帅丰电器(605336.SH)】2022Q4 毛利率保持提升，有望迎来渠道红利释放期——公司信息更新报告-20230424

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002 | 周嘉乐（分析师）证书编号：S0790522030002 | 陆帅坤（联系人）证书编号：S0790121060033

2022Q4 业绩阶段性承压，有望迎来渠道红利释放期，维持“买入”评级

2022 年实现营收 9.5 亿 (-3.2%)，归母净利润 2.1 亿 (-13.1%)，扣非净利润 1.9 亿 (-15.1%)；2022Q4 实现营收 2.4 亿 (-18.5%)，归母净利润 0.6 亿 (-0.3%)，扣非净利润 0.6 亿 (-8.9%)。疫情影响下 2022Q4 业绩阶段性承压，看好公司迎来渠道红利释放期，在品类成长阶段抢占市场份额。我们维持 2023-2024 年、新增 2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润 2.6/3.1/3.4 亿元，对应 EPS 为 1.4/1.7/1.8 元，当前股价对应 PE 为 11.6/10.0/9.1 倍，维持“买入”评级。

2022 年新增、优化经销商 200 家，换商叠加全渠道拓展有望拉动收入高增

按品类分，2022 年集成灶收入 8.6 亿 (-4.9%)，木质橱柜 0.3 亿 (+190%)，其他厨房用品 0.4 亿 (-14.1%)，橱柜募投项目推动下销售快速增长。按渠道拆分，2022 年经销商收入 8.7 亿 (-2.0%)，电商收入 0.4 亿 (-36.3%)，线下直销及其他收入 0.3 亿 (+50.6%)。经销渠道方面，2022 年公司新增、优化经销商约 200 家，保持经销商数量近 1300 家，同时新增、改造帅丰第五代形象店专卖店 220 家。针对全国一二线市场公司新增、改造 30 多家门店。2023 年公司计划新增、改造形象专卖店 300 家以上。线上渠道方面，公司将引进专业人才，提高电商运营效率，增加平台费用投入。根据奥维云网，2023 年 M3 帅丰线上销额/销量市占率分别为 11.3%/8.3%，同比分别 +2.1/+1.5pcts，延续市占率提升趋势；家装渠道已实现了与湖南千思等地方家装合作网点 1000 家以上；下沉渠道公司配合京东智慧厨房的发展战略，加大产品和费用投入。同时积极与天猫优品洽谈进驻合作。

2022Q4 毛利率提升 1.7pcts，费用端高举高打体现抢份额决心

2022Q4 毛利率 46.9% (+1.7pct)。期间费用率 21.1% (+0.8pct)，销售/管理/研发/财务费用率分别

+4.5/+0.9/-3.0/-1.6pct，综合影响下销售净利率 26.3% (+4.8pcts)，扣非净利率 23.3%(+2.4pct)，我们预计在高端化、智能化、套系化驱动下，2023 年公司毛利率有望保持稳定，费用端公司有望高举高打、抢占市场份额。

风险提示：原材料价格上涨、改革成效不及预期、新渠道拓展不及预期风险。

【家电：浙江美大(002677.SZ)】2023Q1 净利率修复，看好 2023Q2 迎来需求端拐点——公司信息更新报告-20230424

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002 | 周嘉乐（分析师）证书编号：S0790522030002 | 陆帅坤（联系人）证书编号：S0790121060033

2023Q1 业绩阶段性承压，2023Q2 需求有望改善，维持“买入”评级不变

2022 年实现营收 18.3 亿元 (-15.2%)，归母净利润 4.5 亿元 (-32.0%)，扣非净利润 4.2 亿元 (-33.7%)。单季度看 2022Q4 实现营收 4.4 亿元 (-30.7%)，归母净利润 0.8 亿元 (-62.8%)，扣非净利润 0.6 亿元 (-71.1%)；2023Q1 实现营收 3.4 亿元 (-18.1%)，归母净利润 1.0 亿元 (-17.2%)，扣非净利润 1.0 亿元 (-17.3%)。受疫情扰动及疫后缓慢复苏影响，业绩阶段性承压。我们下调 2023-2024 年、新增 2025 年盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润为 5.2/5.8/6.2 亿元 (2023-2024 年原值为 6.6/7.5 亿元)，对应 EPS 为 0.8/0.9/1.0 元，当前股价对应 PE 为 14.3/12.9/11.9 倍，考虑到产品结构提升空间较大，维持“买入”评级不变。

渠道端持续扩张，2022 年新增一级经销商 60 多家、营销终端 700 多个

分产品看，2022 年集成灶收入 16.4 亿元 (-16.7%)，营收占比-1.6pct；橱柜收入 0.48 亿元 (-19.18%)，营收占比-0.13pct。渠道拓展方面，2022 年新增一级经销商 60 多家，营销终端 700 多个，累计拥有一级经销商 1990 多家，营销终端 4500 多个。其中天牛品牌累计签约经销商 300 多家，累计已开门店达 200 个。同时在创新渠道方面，截至 2022 年底，公司在国美、苏宁、红星美凯龙、居然之家等各大主流家电、建材及 KA 渠道门店累计达 3000 多个，同比增加约 500 个。

2023Q1 净利率迎来拐点，看好疫后复苏公司产品结构改善

2022Q4 毛利率 42.5% (-8.3pct)，主系产品结构下滑影响，期间费用率 28.0% (+14.1pct)，其中销售/管理/研发/财务费用率分别+10.9/-2.6/-1.0/-0.5pct，综合影响下销售净利率 18.2% (-15.7pcts)，扣非净利率 13.1%(-18.2pct)，主系行业竞争加剧带来的费率投放增加叠加疫情下需求不振；2023Q1 毛利率 46.9% (-2.8pct)，下跌幅度环比收窄，期间费用率 12.3% (-5.5pct)，其中销售/管理/研发/财务费用率分别-5.2/+1.2/-0.2/-1.4pct，综合影响下销售净利率 29.7% (+0.3pcts)，扣非净利率 29.5%(+0.3pct)，行业景气度回升、产品结构改善，盈利能力有望持续修复。

风险提示：疫情反复风险；原材料价格风险；渠道开拓不及预期。

【轻工：乐歌股份(300729.SZ)】2022 营收稳健增长，盈利环比改善——公司信息更新报告-20230424

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

营收稳健增长，盈利环比改善，维持“买入”评级

2022 营收 32.08 亿元 (+11.74%) /归母净利润 2.19 亿元 (+18.44%) /扣非归母净利 1.04 亿元 (-4.95%) (扣非略有下滑系研发及渠道开发投入加大及 2022H1 受高位海运费的拖累)。2022Q4 营收 8.96 亿元 (+16.20%) /归母净利润 0.60 亿元 (-1.14%)。考虑海运费回落等外围改善因素，我们上调 2023-2024 并新增 2025 盈利预测，预计 2023-2025 归母净利润为 3.03/4.02/5.11 亿元 (2023-2024 原 3.02/3.94 亿元)，对应 EPS 1.27/1.68/2.13 元，当前股价对应 PE 为 14.8/11.2/8.8 倍。看好公司 2023 在外围因素改善下的业绩稳定增长，维持“买入”评级。

海外仓延续高增态势，自主品牌销售占比提升

分产品线性驱动依然是收入主要来源，海外仓收入增长强势。2022 公司人体工学大屏/人体工学工作站分别实

现收入 1.76/21.97 亿元，同比-22.87%/+1.56%，毛利率分别为 27.25% (+5.61pct) /39.60% (-3.53pct)，收入占比分别为 5.48%/68.48%。其中人体工学工作站中线性驱动产品收入 18.49 亿元，同比+12.39%；海外仓方面 2022 收入 4.9 亿元（同比+186.35%），毛利率 3.37%；分渠道：多渠道布局，线上销售持续发力。2022 公司线上收入 17.90 亿元同比+11.53%，线上收入占比进一步提升至 56.16%。线上渠道中独立站及 Amazon 收入同比+9.17%/+11.02%，天猫/京东/抖音增速明显分别同比+44.53%/+43.24%/673.70%；品牌方面：2022 公司自主品牌销售进一步提升至 68.89%（不包括海外仓收入）。

控费优异，盈利环比提升

2022 毛利率同比-5.31pct 至 34.41%，期间费率同比-5.46pct 至 24.77%，具体财务费率/管理费/销售费率为 0.91%/3.72%/20.15%，同比-1.47pct/-0.10pct/-3.89pct，综合作用下净利率同比+0.39pct 至 6.82%。分季度 2022Q4 净利率改善明显，环比+3.09pct 至 6.74%（主系 2022 下半年开始海运费大幅回落及美元兑人民币升值，盈利环比大幅改善，期间费率环降 16.6pct 至 10.25%）。

风险提示：行业竞争恶化，终端需求大幅下滑，新品迭代不及预期。

特别声明

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

分析师承诺

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

股票投资评级说明

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

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

分析、估值方法的局限性说明

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

法律声明

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

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

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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

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

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

开源证券研究所

上海

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

深圳

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

北京

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

西安

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