

## 东吴证券晨会纪要

## 东吴证券晨会纪要 2023-04-26

## 宏观策略

2023年04月26日

## 宏观点评 20230425: “车”和“房”不可兼得? -周度高频数据跟踪

疫后消费的一个有趣的变化是,“车”和“房”的替代性似乎越来越强。疫情之前买房和买车往往相伴而动,但2023年以来的数据似乎显示居民在“车”、“房”之间更多的是做二选一的选择

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。

## 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。

**固收点评 20230420：云南开启平台整合，有望重铸城投市场信心**

省市级平台整合未来可期，有望重振市场信心：1）由于云南城投债务主要集中于省级和昆明市级平台，未来高层级平台或能沿用云南康旅的债务处置思路进行平台资源整合，助力云南加速化解隐债。2）目前仍需观望州县整合的落地效果并等候“康旅模式”推行，可适时配置省级及昆明等较优市县的中短久期高等级债，弱区域弱平台还需谨慎下沉。

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

（1）韦尔转债：韦尔股份在计提大量存货减值后，伴随新品迭代放量 and 下游需求循“复苏+增量”逻辑增加，韦尔股份有望在 2023 年实现业绩扭转，迎来右侧交易机会。平价随正股逐步上涨过程，溢价空间有望得到消化，投资者可选择合意弹性时点参与配置；（2）芯海转债：芯海转债事实上为小盘、优正股标的，结合其弱交易属性、强“安全垫”、溢价“被动变化”的特征，芯海转债较适合风险中性或风险厌恶型投资者配置。溢价有伴随平价抬升进一步压缩的空间，同样建议等待右侧交易机会配置；（3）雅创电子：拟发行可转债 3 月进入证监会受理环节，预计今年年底有望成功发行并进入申购环节。结合其“分销+自研 IC”深耕汽车电子赛道的正股属性，建议积极申购。

**行业**

**推荐个股及其他点评**

**容知日新（688768）：2023 年一季报点评：营收重回高增，PHM 行业持续高景气**

盈利预测与投资评级：容知日新作为国产 PHM 龙头，具有数据积累和算法研发的先发优势，公司在不断拓展、深化行业的同时，下半年推出的新产品有望打开新市场空间。基于此，我们维持 2023-2025 年归母净利润预测为 1.78/2.58/3.72 亿元，维持“买入”评级。

**兆讯传媒（301102）：2022 年报和 2023Q1 业绩点评：春运假期持续恢复，看好下半年投放回升**

盈利预测与投资评级：由于疫情管控的放开以及消费的持续恢复，因此我们将公司归母净利润预测从 3.47/4.50 亿元调整为 3.53/4.85 亿元，我们预计 2025 年公司归母净利润为 5.74 亿元，对应 2022-2024 年 PE 分别为 19.68/14.35/12.11 倍，我们认为公司于高铁数字传媒领域具备垄断性优势，给予“买入”评级。风险提示：宏观经济波动风险，行业政策变化风险，市场竞争加剧风险，数字媒体资源流失风险，新冠疫情等突发

公共卫生事件风险。

**拓邦股份 (002139): 2023 一季报点评: 业绩符合预期, 毛利率持续修复向好**

业绩符合预期, 毛利率持续修复向好: 23Q1 公司实现营收 20 亿元, yoy+6.8%, 归母净利润 1 亿元, yoy+2.1%, 扣非归母净利润 0.9 亿元, yoy+57.6%, 营收与归母净利润实现小幅增长, 业绩符合预期。其中工具、新能源板块增长趋势良好, 家电板块小幅下滑, 新老客户份额稳定并持续提升。公司一季度毛利率为 21.9%, yoy+2.9 pct, 持续修复向好, 主要系高价值及自主可控业务(商空、智能温控、机器人产品、逆变器、商用储能系统等)占比提升及降本增效。一季度公司持续加大新项目研发, 加速推进国际化布局, 期间销售费用、研发费用、管理费用较去年同期增长 0.4 亿元, 经营活动产生的现金流量净额 1.8 亿元, yoy+178.2%, 环比、同比大幅改善。传统业务技术板块基本盘稳固, 未来还有增长空间: 公司持续在主营智能控制系统解决方案加大研发, 以电控、电机、电池、电源、物联网平台的“四电一网”技术为核心, 不断提供定制化解决方案, 夯实核心客户粘性。公司一季度订单稳定, 家电板块公司突破日本、印度大客户, 布局东南亚优质头部厂商, 市占率逐步提升, 墨西哥工厂通过认证, 打开北美市场通道; 2023 年伴随经济恢复, 小家电领域将逐步回暖, 欧美市场工具产品应用场景渗透率低, 未来提升空间大。工具行业锂电化、无绳化率正在提升, 公司发挥技术与产品组合、多区域生产和供应的优势, 有望实现产品规模和头部客户体量的双增长。新能源业务持续放量增长, 积极进行细分领域产能布局: 海内外户储、便携式储能、绿色出行需求持续高增, 新能源业务应用场景不断拓展, 公司加快产能投入, 积极进行全球化、细分化产能布局。2023 年行业上游原材料价格如碳酸锂价格逐步回落, 降低公司成本压力。公司积极布局新能源产业细分领域产能, 客户与产品储备支撑公司在细分领域上提高市占率, 行业中游上百种产品矩阵帮助公司在新应用到来时快速将产品与技术应用到新需求领域, 有望给公司业务带来更多元的成长。同时公司南通产业园已获竞拍, 未来将持续赋能锂电项目。盈利预测与投资评级: 我们看好公司作为智能控制器龙头, 受益下游家电、工具业务复苏, 新能源业务快速增长, 我们维持此前盈利预测, 预测 23-25 年归母净利润为 8.6/11.9/15.4 亿元, 当前市值对应 PE 分别为 17/12/9 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 下游需求不及预期; 产品价格波动的风险; 毛利率波动风险。

**芯源微 (688037): 2023 年一季报点评: 业绩实现快速增长, 盈利水平提升明显**

盈利预测与投资评级: 考虑到公司在手订单充足, 我们维持 2023-2025 年营业收入预测分别为 20.18、28.45 和 37.91 亿元, 当前市值对应动态 PS 分别为 13、10 和 7 倍, 维持“增持”评级。风险提示: 半导体行业投资下滑, 新品研发&产业化不及预期等。

**爱美客 (300896): 2023 年一季报点评: 业绩超预期, 疫后增长态势稳中向好**

事件: 公司 2023 年一季度实现营收 6.30 亿元 (+46.30%, 较去年同期增长 46.3%, 下同), 实现归母净利润 4.14 亿元 (+51.17%), 扣非归母净利润 3.87 亿元 (+49.26%), 经营活动产生的现金流量净额为 4.27 亿元 (+77.67%)。一季度业绩超出市场预期。疫后恢复强劲增长, 二季度

有望实现加速增长，高端新品“濡白天使”上市后稳定放量。2023年Q1，在一月份疫情放开仍对经营有所扰动的前提下，公司产品在2月3月持续加速放量，实现Q1高速增长。展望2023年Q2季度，在低基数的基础上，随着需求持续释放与节假日大促等，我们认为公司业绩有望实现同比高速增长、环比加速增长。公司高端新品“濡白天使”在一年多的市场推广基础之上，市场认知度与品牌影响力提升。至2022年底，濡白天使已进入超600家医美机构，授权700余名医生，2023年将继续扩大覆盖面，我们认为2023年全年有望实现翻倍以上增长，为公司增长带来新动能。高毛利产品占比提升，盈利能力持续增强。医美消费在疫后修复表现较强韧性，尤其高端医美消费保持强劲。2023年Q1季度，拆分产品来看，我们估计核心产品“嗨体”系列收入占公司总收入比重约60%，其中价格相对较高的熊猫针保持快速增长；另一方面，高端新品“濡白天使”稳定放量，收入占比继续提升；共同驱动公司收入与毛利快速增长。2023年Q1，公司整体毛利率95.29%（+1.14pct，较去年同期提升1.14pct，下同），主要系规模效应增强与高毛利产品收入占比的持续提升。费用率方面，公司Q1季度销售费用率为10.41%（较-2.11pct）；管理费用率7.99%（+2.91pct），主要系港股上市费用增加；2023年Q1，公司整体净利率65.54%（+0.51pct），仍然保持高净利水平。公司账上现金流充足，至Q1季度末货币资金（28.97亿元）与交易性金融资产（9.05亿元）合计38.02亿元，为公司产品研发与市场投入提供保障，包括肉毒素等在内的丰富在研产品管线为公司长期增长提供充足源动力。盈利预测与投资评级：维持预计2023-2025年公司归母净利润为19.67/28.05/39.44亿元，对应当前市值的PE分别为59/41/29倍。维持“买入”评级。风险提示：新产品市场推广或不及预期；研发进展或不及预期；疫情反复加剧的风险。

**兴业科技(002674): 22年报及23Q1业绩点评: 汽车内饰业务提升明显, 期待主业国际化扩张+新业务持续成长**

公司为国内皮革制造龙头，22年上半年受高基数+疫情反复+高价库存影响、业绩承压，下半年宏兴皮革并表贡献业绩、叠加成本压力缓解、整体业绩改善。23年以来国内疫情放开后下游订单明显回暖、海外有望于23H2出现需求拐点，同时目前原材料价格仍处历史低位、或逐渐企稳向上，利好公司盈利能力改善。长期来看：公司皮革主业方面，国内发展较为稳健、龙头竞争地位稳固，增资印尼工厂产能大幅扩张、国际业务持续拓展；汽车皮革内饰业务随着新能源订单放量及宏兴皮革盈利能力持续提升，有望持续贡献业绩增量；宝泰皮革工厂完全建成投产后二层皮业务有望开辟成长新蓝海。2023/4/24公司发布股权激励、行权比例100%对应23-25年净利润同增50%/+40%/+40%，彰显业绩增长信心。22年公司分红率超90%、股息率约4.6%，低估值下分红率较高。考虑疫情扰动致22年业绩低于预期，我们将23、24年归母净利从2.49、2.83亿元下调至2.08、2.59亿元、预计25年归母净利3.17亿元，对应PE为15/12/10X，维持“增持”评级

**锦浪科技(300763): 2022年年报&2023年一季报点评: 产销量迎大幅增长, 2023年储能有望加速放量!**

盈利预测与投资评级：基于逆变器竞争加剧，我们下调2023-2024年盈利预测，我们预计2023-2025年归母净利润为22.1/35.1/50.4亿元（前值为26.0/41.8亿元），同比+109%/58%/44%，基于公司行业领先地位，给

予 2023 年 30 倍 PE，对应目标价 167 元，维持“买入”评级。

**汇川技术（300124）：2022 年年报&2023 年一季报点评：行业拐点在即，看好全年目标稳步兑现**

22 年营收 230.1 亿元，同增 28%；归母 43.2 亿元，同增 21%，扣非 33.9 亿元，同增 16%。22 年计提 2.2 亿信用减值+1.3 亿资产减值，非经达 9.3 亿（同期 6.6 亿）。23Q1 营收同比持平，归母/扣非同比+4%/-10%，业绩符合此前预告。23 年目标营收同比+20-40%、归母净利同比+10-30%，长效激励目标 50.5 亿，叠加股份回购，彰显业绩信心。利润率方面，22 年/23Q1 毛利率 35.0%/36.5%，同比-0.8pct/+2.0pct；22 年/23Q1 归母净利率 18.8%/15.6%，同比-1.1pct/+0.6pct。大宗&芯片价格高企+新能源车占比提升使 22 年承压，23 年原材料降价带动整体毛利率稳增。新业务数字化、能源管理投入大，全年费用率同样有望稳增。

**东山精密（002384）：2023 年一季报点评：非核心业务逐步剥离，双轮驱动战略助力长期向上趋势**

我们维持公司 2023-2025 年归母净利润分别为 30.6/39.3/49.4 亿元的预测，同比增速为 29%/28%/26%，当前市值对应 2023-2025 年 PE 分别为 14.0/10.9/8.7 倍，维持“买入”评级。

**日月股份（603218）：2022 年年报及 2023 年一季报点评：盈利逐季修复，铸件龙头阿尔法显著**

事件：公司发布 22 年年报及 23 年一季报、22 年业绩略超预告上限、23Q1 盈利能力超预期。22 年营收 48.7 亿元，同增 3.3%；归母净利润 3.4 亿元，同降 48.4%；毛利率 12.8%，同降 7.5pct；销售净利率 7.1%，同降 7.1pct。其中 22Q4，营收 15.4 亿元，同/环比+26%/+20%；归母净利润 1.74 亿元，同/环比+79%/+156%；毛利率 18.1%，同/环比+6.3pct/+6.2pct；销售净利率 11.3%，同/环比+3.4pct/6.0pct。23Q1，营收 10.7 亿元，同/环比+9.3%/-30.3%；归母净利润 1.3 亿元，同/环比+120%/-24%；毛利率 20.4%，同/环比+11.7pct/+2.3pct；净利率 12.2%，同/环比+6.2pct/+0.9pct。技改如期落地+产品结构优化、23Q1 盈利环比进一步改善：22 年铸件出货约 44.9 万吨，同比增长 1.1%，其中 22Q4 出货约 13.7 万吨，测算吨净利约 1300 元（扣非约 1160 元），环比提升约 700 元/吨。23Q1 出货确认约 10 万吨（其中风电铸件 8.2 万吨，23 年 ASP 整体下降 3-5%），毛利率环比进一步提升 2pct+，主要系技改如期落地、产品结构优化，而原材料降价部分让利给客户，显现出公司优秀的成本控制能力，盈利阿尔法显著。新扩产能持续释放、自主精加工占比提升、盈利能力具备向上弹性：截至 22 年底，公司已具备 48 万吨铸造年产能，甘肃“年产 20 万吨（一期 10 万吨）风力发电关键部件项目”23 年 1 月进入试生产阶段（一季度影响利润约 1100 万），新增规划的 13.2 万吨大兆瓦铸造产能项目已动工，23 年底铸造产能将超 70 万吨，其中精加工 54 万吨，进一步满足客户“一站式”交付需求，此外，海风大铸件占比提升加持下，盈利有望继续逐季提升。盈利预测与投资评级：23 年风电行业景气向上，公司铸造主业盈利持续改善以及铸钢件、核燃料罐、风场转让等增量贡献，我们预计 2023-2025 年归母净利润分别 10.2/15.8/19.6 亿元（23-24 年前值为 10.2/13.5 亿元），同比+196%/55%/24%，对应 PE 分别为 21/13/11x，公司是全球铸件行业龙头，23 年新产能释放+产品结构改善，给予 30 倍 PE，目标价 29.7 元/股，维持“买入”评级。风险提示：风电装机不及预期、原材料价格波动、竞争加剧等

**通威股份 (600438): 2022 年&2023Q1 业绩点评: 硅料量利双超, 电池技术持续迭代**

基于公司硅料盈利坚挺, 我们上调 2023 年盈利预测, 我们预计 2023-2025 年归母净利润为 196/175/186 亿元, (前值 2023/24 年为 175/161 亿元) 同比-24%/-11%/+6%, 基于公司硅料龙头地位, 我们给予公司 2023 年 13xPE, 对应目标价 57 元, 维持“买入”评级。

**水晶光电 (002273): 2023 一季报点评: Q1 业绩承压, 看好创新业务起量**

事件: 公司发布 2023 年一季报 一季报业绩承压, 毛利率稳步增长: 公司 2023 年 Q1 实现营业收入 8.77 亿元, yoy-7.35%; 实现归母净利润 0.93 亿元, yoy-18.68%; 实现扣非归母净利润 0.63 亿元, yoy-22.04%; 一季度业绩承压, 收入减少主要系下游需求减少。23 年 Q1 公司财务费用率为 0.78%, yoy-0.92%, 主要系本期汇兑收益比上年同期减少所致。销售费用率为 1.45%, yoy+0.40%; 管理费用率为 7.40%, yoy+1.13%。单季毛利率和销售净利率为 24.4%/10.9%, yoy+11.3%/-13.8%, 毛利率仍在稳步提升。23Q1 公司研发费用率为 9.87%, yoy+2.81%, 通过加大研发投入, 公司在消费电子及汽车电子领域产品持续创新, 提升实力。一季度公司紧锣密鼓推进与大客户的量产程序, 预计今年出货量有望再创新高。消费电子持续光学创新, 智能手机、元宇宙强发力: 公司消费电子业务在智能手机领域持续创新升级产品, 提高新兴产品滤光片、微棱镜等产品在高端机型及未来在中低端机型渗透率; 元宇宙领域携手科技公司以色列 Lumus 和美国 Digilens, 形成折返式、衍射式、反射式、菲涅尔透镜、Pancake 型的全技术路径布局, 有望持续受益于产业生态的持续成长。汽车电子业务快速发展, 打开成长天花板: 公司汽车电子深耕车载摄像头零组件、激光雷达棱镜及保护罩、AR-HUD 及各类车载光学产品, 以创新产品已逐步迈入主机厂核心零部件的 Tier1 供应商行列。W-HUD/AR-HUD 领域: 公司是国内首家大批量生产 AR-HUD 的厂商, 凭借先发优势和光学技术禀赋, 与主机厂联手, 加速 AR-HUD 的市场渗透。激光雷达领域: 公司作为国内首家玻璃基激光雷达视窗片量产厂商, 为不同的激光雷达方案配套棱镜、透镜、滤光片、扩散片等元器件产品。未来公司有望凭借技术优势巩固汽车电子业务的份额及盈利能力, 保持业务收入及利润体量的持续快速提升。盈利预测与投资评级: 我们看好公司消费电子光学产品持续拓展与升级, 同时汽车电子业务营收占比快速提升, 维持此前盈利预测, 预测公司 2023-2025 年的归母净利润为 7.62/9.07/11.75 亿元, 当前市值对应 PE 分别为 23/19/15 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 产品价格波动的风险; 毛利率波动风险。

**指南针 (300803): 2022 年报及 2023 一季报点评: 业务发展节奏调整影响短期业绩, 我们仍看好公司长期逻辑**

盈利预测与投资评级: 公司金融信息服务发展稳健, 证券业务尚处于业务协同的高速成长阶段, 我们维持对公司的业绩预期, 预计 2023-2025 年, 公司归母净利润分别为 3.74/5.64/8.45 亿元, 同比分别增长 10.43%/50.98%/49.86%, 对应 PE 分别 55x、36x、24x, 对应 PB 分别为 11x、11x、10x, 维持“买入”评级。风险提示: 证券市场系统性风险; 行业竞争加剧风险; 证券业务恢复不及预期风险。

**新媒股份 (300770): 2022 年及 2023Q1 业绩点评: 用户规模及付费率稳步提升**

预计公司 2023-2025 年 EPS 为 3.32/3.68/4.03 元,当前股价对应 2023-2025 年 PE 为 15/13/12 倍,给予“增持”评级。

**华测检测 (300012): 2022 年报&2023 年一季报点评: 检测赛道长跑型选手, 盈利能力持续改善**

我们维持公司 2023-2024 年归母净利润预测 11/14 亿元, 预计 2025 年归母净利润 16 亿元, 对应 PE 为 28/23/19 倍, 维持“增持”评级

**恒立液压 (601100): 2022 年报&2023 年一季报点评: 非挖板块表现亮眼, 蓄力打造新一轮增长曲线**

我们维持 2023-2024 年归母净利润预测 27/32 亿元, 预计 2025 年归母净利润 41 亿元, 当前市值对应 PE 为 32/28/22 倍, 维持“买入”评级。

**天合光能 (688599): 2022 年报点评: 2022 年量利双增, 技术+规模双重优势持续加强**

我们预计公司 2023-2025 年归母净利为 71.0/96.4/116.8 亿, 同增 93%/35%/21%, 给予 2023 年 23xPE, 对应目标价 75 元, 维持“买入”评级。

**欧普康视 (300595): 2023 年一季报点评: 业绩符合我们预期, 期待全年稳步恢复**

事件: 公司发布 2023 年一季报, 23Q1 实现营收 4.01 亿元 (+8.17%, 表示同比增速, 下同); 归母净利润 1.73 亿元 (+16.96%); 扣非归母净利润 1.49 亿元 (+8.43%)。23Q1 业绩符合我们预期。 22Q4 部分订单延后确认到 23Q1, 公司业绩未实现快速恢复。去年四季度放开导致潜在就诊群体线下就诊受阻, 公司视光服务受到限制, 订单下滑。公司部分经销渠道订单的收入确认有约一个月滞后性, 需要在确认用户适配后才能确认销售收入, 一季度镜片收入有部分来自 2022 年 12 月份的订单。我们预计二季度增长势头有望延续, 公司全年业绩可期。公司全国业务 3 月份已恢复正增长, 目前基本恢复正常, 订单增长趋势预计 23Q2 会延续。此外, 公司 23Q1 实现毛利率 78.36%, 环比 22Q4 提升 4.59pct, 同比 22Q1 提升 0.8pct; 23Q1 实现净利率 49.23%, 环比 22Q4 提升 7.73pct, 同比 22Q1 提升 5.2pct, 公司经营效率逐步恢复。 盈利预测与投资评级: 我们维持公司 2023-2025 年归母净利润 7.61/9.44/11.67 亿元, 对应当前市值的 PE 分别为 38/30/25 倍, 维持“增持”评级。 风险提示: 线下验配恢复不及预期, 集采降幅超预期等。

**安井食品 (603345): 2022 年&2023 年 Q1 业绩点评: 疾风知劲草, 业绩再超预期**

公司业绩大超预期, 上调盈利预测, 配置性价比凸显。

**福莱特 (601865): 2023 年一季报点评: Q1 盈利承压, 盈利周期底部逆势扩产巩固优势**

盈利预测与投资评级: 基于光伏需求持续旺盛, 我们基本维持公司盈利预测, 我们预计 2023-2025 年归母净利润为 31.1/43.3/57.8 亿元, 同比 +47%/+39%/+33%, 基于公司光伏玻璃龙头地位, 我们给予公司 2023 年 30 倍 PE, 目标价 43.5 元, 维持“买入”评级。

**顺网科技 (300113): 2022 年年报点评: 2023 年业绩复苏可期, 多元布局渐显成效**

盈利预测与投资评级: 考虑到公司传统业务复苏, 叠加成长型业务增长强劲, 我们上调 2023-2024 年并新增 2025 年盈利预测, 预计 2023-2025 年 EPS 分别为 0.22/0.29/0.33 元 (2023-2024 年此前为 0.18/0.22 元), 对

应当前股价 PE 分别为 65/50/44 倍。我们看好公司 2023 年业绩复苏弹性，以及新业务成长潜力，维持“买入”评级。

**同花顺 (300033): 2023 年一季报点评: 业绩稳健增长, 关注 AI 应用持续落地**

考虑到公司的互联网金融信息服务龙头地位及竞争力; AI 技术赋能增值服务, 应用拓展至多场景, 有望打开业绩增长空间。我们维持此前盈利预测, 预计 23-25 年归母净利润为 22/25/29 亿元, 同比变动 29%/16%/14%, 对应当前股价 PE 分别为 46/39/34 倍, 维持“买入”评级。

**华海清科 (688120): 2022 年&2023 年一季报点评: CMP 设备持续快速放量, 业绩实现高速增长**

盈利预测与投资评级: 考虑到公司盈利水平提升, 我们调整公司 2023-2024 年归母净利润预测分别为 8.16 和 10.93 亿元(原值 7.84 和 10.65 亿元), 并预计 2025 年归母净利润为 14.51 亿元, 当前市值对应动态 PE 分别为 52、39 和 29 倍。基于公司较高的成长性, 维持“买入”评级。 风险提示: 下游资本开支下滑、美国制裁影响、新品产业化不及预期。

**青岛啤酒 (600600): 2023 年一季报点评: 业绩续超预期, 旺季弹性可期**

得益于低基数&高端化逻辑持续演绎, 公司量价齐增显著。毛利率得益于吨价增长&成本下行持续提升, 降本增效成果显著, 驱动业绩增速高于收入增速。

**正帆科技 (688596): 2022 年&2023 年一季报点评: 在手订单充足, 业绩有望延续快速增长**

盈利预测与投资评级: 考虑到公司在手订单充足, 我们维持 2023-2024 年公司归母净利润分别为 4.03 和 5.69 亿元, 并预计 2025 年归母净利润为 7.56 亿元, 当前市值对应动态 PE 分别为 31、22 和 17 倍。基于公司的高成长性, 维持“增持”评级。 风险提示: 下游资本开支下滑、市场竞争加剧、新业务开展不及预期等。

**双良节能 (600481): 2022 年报点评: 硅片业务快速放量, 装备+材料双轮驱动**

2023 年 4 月 25 日双良节能发布 2022 年报

**新锐股份 (688257): 2022 年报&2023 年一季报点评: 业绩符合预期, 2022Q3 以来毛利率持续改善**

2022 年报&2023 年一季报点评: 业绩符合预期, 2022Q3 以来毛利率持续改善

**南网储能 (600995): 2023 一季报点评: 价值低估, 重视新型电力系统稀缺储能资产**

事件: (1) 公司公布 2023 年一季报, 2023 年一季度实现营业收入 14.09 亿元, 同比增长 7.8% (剔除文山电力置出业务, 下同); 实现归母净利润 3.80 亿元, 同比增长 19.4%; 实现经营活动现金流量净额 12.01 亿元, 同比增长 35.0%, 主要因 2023 年是梅州、阳江抽蓄电站全面投产后的首个会计年度, 第一季度收入按期回款。 盈利预测与投资评级: 我们维持公司 2023-2025 年归母净利润为 21 亿、26 亿、33 亿元, 对应 2023-2025 年 PE 为 21 倍、17 倍、14 倍, 维持“买入”评级。

**东华测试 (300354): 2023 年一季报点评: 业绩实现大幅增长, 定增募投自定义测控分析系统打开成长空间**

盈利预测与投资评级: 我们维持 2023-2025 年公司归母净利润预测分别



为 2.41、3.32 和 4.54 亿元，当前市值对应动态 PE 分别为 25/18/13 倍。基于公司的高成长性，维持“买入”评级。风险提示：行业竞争加剧，收入季节性较强，新业务进展不及预期等。

**当升科技 (300073): 2023 年一季报点评: Q1 业绩符合预期, 管理层拟实行股权增持计划**

盈利预测与投资评级: 我们维持公司 2023-2025 年归母净利润 18.87/23.26/31.34 亿元的预测, 同比-16%/+23%/+35%, 对应 PE 为 15x/12x/9x, 考虑公司海外出货占比高, 我们给予 2023 年 22xPE, 目标价 82.1 元, 维持“买入”评级。风险提示: 电动车销量不及预期, 上游原材料价格大幅波动。

**科达利 (002850): 2023 年一季报点评: Q1 业绩符合市场预期, 盈利能力维持稳定**

考虑公司盈利能力稳定, 我们维持 2023-2025 年归母净利润预测 15/21/30 亿元, 同增 67%/42%/41%, 对应 PE 为 20x/14x/10x, 基于公司结构件龙头地位, 我们给予 23 年 35xPE, 目标价 224 元, 维持“买入”评级。

**阳光电源 (300274): 2022 年年报&2023 年一季报点评: Q1 业绩大超预期, 龙头持续向阳而行!**

投资建议: 基于 IGBT 模块紧缺+储能及海外占比提升+规模效应凸显, 我们上调公司盈利预测, 我们预计公司 2023-2025 年归母净利润 71.6/98.4/128.6 亿元 (2023/2024 年前值为 65.7/87.3 亿元), 同比+99%/38%/31%, 考虑公司储能高增, 大机盈利上行, 给予公司 2023 年 35 倍 PE, 对应目标价 167 元, 维持“买入”评级。风险提示: 竞争加剧, 政策不及预期等。

**恒润股份 (603985): 2023 年一季报点评: 业绩拐点已经出现, 盈利水平明显提升**

盈利预测与投资评级: 我们维持公司 2023-2025 年归母净利润预测分别为 3.02、5.10、7.53 亿元, 当前市值对应动态 PE 分别为 30、18、12 倍。基于公司风电法兰、轴承等业务的成长潜力, 维持“买入”评级。风险提示: 盈利水平下滑、市场竞争加剧、风电行业景气下滑等。

**报喜鸟 (002154): 2023 年一季报点评: 收入净利均恢复较快增长, 复苏领先同行**

公司为国内中高端男装多品牌运营公司, 22 年在疫情不利环境下公司业绩仅小幅下滑、表现领先同业, 23Q1 随国内线下消费修复, 收入、净利均恢复增长, 其中净利在经营杠杆下增长较快, 复苏领先同行。4 月以来公司旗下品牌流水增长进一步加快、复苏势头强劲, 我们预计 23Q2 在低基数下整体业绩有望进一步反弹。我们维持 23-25 年归母净利润 6.2/7.6/9.3 亿元的预测, 对应 23-25 年 PE 为 13/10/9X, 估值较低, 维持“买入”评级。

**东方电缆 (603606): 东方电缆 2023 年一季报点评: 高端产品盈利能力彰显, 持续斩获优质订单可期**

2023 年海风交付和招标大年, 我们维持公司 23/24/25 年归母净利润 15.95/25.19/30.39 亿元的预测, 同比+89%/+58%/+21%, EPS 分别为 2.32/3.66/4.42 元, 对应 PE 20/13/10 倍。公司为海缆龙头, 超高压具备先发优势、脐带缆和出口有望持续突破, 给予 23 年 30x, 目标价 69.60 元, 维持“买入”评级。

**伟明环保 (603568): 2022 年报点评: 固废运营稳健增长&现金流改善,**

**新材料一体化布局完备**

盈利预测与投资评级：根据公司项目建设进展，我们将 2023-2024 年归母净利润预测从 24.36/32.72 亿元调整至 19.84/27.74 亿元，预计 2025 年归母净利润为 33.94 亿元，2023-2025 年归母净利润增速为 20%/40%/22%，对应当前 15/11/9 倍 PE，维持“买入”评级。

**科士达 (002518)：2023 年一季报点评：储能阔步向前，新能源全面发展！**

盈利预测与投资评级：基于新能源市场需求旺盛，我们维持公司盈利预测，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 12.6/21.0/30.7 亿元，同比 +92%/+67%/+46%，基于公司新能源业务多点开花，我们给予公司 2023 年 30 倍 PE，对应目标价 64.9 元，维持“买入”评级。

**完美世界 (002624)：2023 年一季报点评：业绩符合预期，新产品周期逐步开启**

盈利预测与投资评级：我们维持此前盈利预测，预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.79/0.94/1.06 元，对应当前股价 PE 分别为 28/23/20 倍。我们看好公司强产品周期支撑下的业绩弹性，同时看好公司积极布局 AI 赋能游戏降本增收，维持“买入”评级。风险提示：行业政策监管趋严，新游上线时间及流水不及预期，行业竞争加剧风险

**迈拓股份 (301006)：2022 年报&2023 一季报点评：业绩拐点出现，继续看好超声波水表行业发展**

事件：（1）公司发布 2022 年年报，2022 年实现营业收入 3.58 亿元，同比增长-12.3%；实现归母净利润 1.09 亿元，同比增长-22.1%；实现扣非归母净利润 0.95 亿元，同比增长-25.8%。（2）公司发布 2023 年一季报，2023 年一季度实现营业收入 1.00 亿元，同比增长 32.4%；实现归母净利润 0.41 亿元，同比增长 33.5%；实现扣非归母净利润 0.39 亿元，同比增长 54.5%。

## 宏观策略

**宏观点评 20230425: “车”和“房”不可兼得? -周度高频数据跟踪**

疫后消费的一个有趣的变化是,“车”和“房”的替代性似乎越来越强。疫情之前买房和买车往往相伴而动,但 2023 年以来的数据似乎显示居民在“车”、“房”之间更多的是做二选一的选择:第一季度地产销售明显超预期,但是汽车零售让人大跌眼镜;而 4 月以来在政策和降价的驱动下,汽车销售企稳反弹,但是地产销售却开始降温。这一行为特征依旧反映了在资产负债表有待修复、就业和收入有待改善的情况下,居民消费信心相对不足、对大额商品消费相对谨慎的现状。从上周高频数据看,4 月中旬经济偏稳运行,需求端大宗消费起势,政策作用下汽车销量同比大增,地产销售低于季节性下行。供给端方面,汽车与纺服开工放缓。食品通胀跌幅扩大,料将拖累 4 月 CPI,内需工业品价格回落。税期过后流动性仍趋紧,资金价格抬升。国务院领导密集双边会见,擘画高水平对外开放的发展蓝图。从“一带一路”国家乌兹别克斯坦、到东盟国家老挝、再到战略伙伴俄罗斯,与友国领导会见成为上周国务院副总理和总理的主要活动内容。结合进出口数据来看,俄罗斯和东盟在我国外贸架构中重要性提升,“一带一路”沿线经济体对出口的推升影响亦不可忽视,非欧美市场的开拓成为推进高水平对外开放的主题。消费:大宗消费明显好转。乘联会公布的汽车零售销量 4 月至今已同比增长 60%以上,除基数因素以外,政策加码影响显著:发改委 4 月发布会强调“下大力气稳定汽车消费”,加快充电桩等汽车基建;工信部表示将联合出台汽车消费政策;北京、常州等多地响应出台补贴政策,加之线下车展活动加速聚拢人气。家电销量上周环比增加 78.9%,可能受地产竣工与夏季需求推动。出行:地面及轨道交通人流量仍处高位。上周拥堵延时指数周度环比上升 1.4%,地面交通人流量整体处于高位。10 个重点市地铁客运量上周周环比下降 5.8%,比上年同期同比增长更是高达 84.0%,原因不仅在于地铁路线的扩建,还体现了商业活动的持续增长。五一临近,各地出行热度高涨,有望进一步带动消费回暖。地产:房产销售季节性回落后爬升速度缓慢。继受清明假期影响、房产销售季节性回落之后,房产销售景气度“大打折扣”,其中 30 城商品房成交面积上周周环比下滑 10.0%,主要系二三线城市楼市低迷所致。上周二手房成交面积同样呈周度边际下行态势,环比下降 2.4%。不过与 2019 年同期相比,二手房修复程度好于商品房:4 月以来商品房成交面积比 2019 年同期下降 18.1%,而二手房成交面积上升 29.3%。土地市场呈现“量涨价缩”态势,上周土地成交面积周环比上升 21.5%,而土地溢价率下降 5.4pct。工业:建筑业生产加快,而汽车业和纺服业放缓。上周高炉开工率周环比小幅下行 0.1pct,但仍居于 84.6% 较高位。建筑业生产节奏略有加快,上周沥青开工率周环比上升 0.3pct、磨机运转率上升 1.9pct,两个指标 4 月以来同比分别增长 11.6pct、9.2pct。汽车业和纺服业生产放缓,上周全钢胎开工率周环比下降 1.1pct;聚酯开工率周环比下降 1.4pct,不过相较于去年同期生产情况均有改善,4 月以来全钢胎开工率同比增长 13.3pct、PTA 开工率增长 6.4pct、聚酯开工率增长 3.5pct。食品通胀跌幅扩大。农产品批发价格指数上周周度环比跌幅扩大至 1.6%。猪肉、鲜菜、鲜果上周周环比分别下跌 1.5%、4.7%与 0.8%。猪肉供给高位短时间难降,需求大概率需等到月末假期提振,但难改 4 月食品 CPI 同比回落局面。工业品价格方面,中国一季度经济复苏超预期,有色金属价格受到提

振。南华有色指数上周周环比提升 2.7%；但地产开工仍不乐观，铁矿石、水泥价格上周周环比分别跌 1.8%、1.2%。上周美联储票委鹰派发言后美元走高打压油价，布伦特原油价格上周周环比下跌 2.5%。流动性方面，资金价格抬升，R007 与 DR007 上周周度环比分别升 13bp、14.5bp，临近月末假期回购期限料将拉长，资金利率月末前或难降。上周银行间质押式回购成交量回落至七万亿以下，隔夜回购占比仍高。上周央行 MLF 少量超额续作，本周 7 天逆回购到期 2120 亿元。风险提示：毒株出现变异，疫情蔓延形式超预期恶化、疫情反复出行意愿恢复不及预期、居民消费意愿下滑及海外衰退幅度超预期的风险。

(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

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)

#### 固收点评 20230420：云南开启平台整合，有望重铸城投市场信心

事件 2023年2月，云南楚雄州财政局出台管理办法，支持银行等金融机构稳步推进国有资产股权划转整合，将县属国企集团51%以上股权无偿划转至州属两大集团公司，开启了区域性资产上划和平台整合的崭新篇章。

观点 云南财政高度依附中央，经济规模偏小但稳步增长，公开市场安全性较高：1) 财力方面，受疫情及土地市场影响，2022年地方公共财政收入体量及增速显著下滑；财政对中央补助的依赖性较强，2022年财政自给率仅为29.1%，全国排名第六，高度依赖中央政府转移支付。2) 经济方面，云南GDP处于全国中下游位置，2014-2022年体量逐年提升且除2021年外其余年份GDP增速均超过全国平均水平，增长动能较强。3) 债务方面，云南债务负担中等偏重且主体分散，2021年发债城投债务中信贷占比达70%，标债占比仅为15%，说明公开市场兑付压力较小。

疫情防控调整后云南旅游业强劲复苏，经济活力焕发：1) 文旅行业作为云南支柱产业在疫情中屡遭挫折，使本就欠发达的区域经济与偏弱的财力雪上加霜。2) 2022年底疫情防控措施调整以来，云南旅游业强劲复苏，春节期间旅游市场迅速升温、旅游人次及收入均达2019年同期的130%，为云南经济高效发展提供强力支持，加强偿债保障。

近年云南出台多份文件指导地方化债，具体举措包括成立债务管委会、信保基金、银企合作、领导履新等：1) 债务管委会：2017年起陆续设立省、市（州）、县各级债务管理委员会，高度重视省域内债务压力，实现政府性债务归一口径管理。2) 信保基金：2021年组建总规模不低于300亿元的国企改革基金，整合支持省属企业深化改革。3) 银企合作：多家城投平台与银行开展座谈交流，提高银行的授信额度、加强金融支持力度。4) 领导履新：2022年7月，云南任命原建设银行副行长为金融副省长，针对性跟进债务问题，提升化债专业度与工作效率。

永煤事件后，云南康旅提前兑付债券并上调平台层级，为城投平台化债与整合提供范式：1) 支持核心城投平台化债：在永煤事件累及云南康旅债券融资后，2022年9月云南政府采取资金拆借、财政支持、协调省内金融机构等措施助力云南康旅提前兑付债券，降低公司融资成本以规避潜在风险，打造“康旅模式”化债样本。2) 股权划转整合：2022年10月云投集团将其持有的云南康旅约45%股权无偿划转至云南省国资委，使云南康旅成为国资委直接控股的一级平台，提升其资金资源、政府支持的可触及性，成为近年云南省级国企平台向上整合的首个案例。

平台主体整合加码，二级市场回暖，蕴含配置机会：1) 平台整合由个体拓展至区域：近期云南楚雄州要求推进县属资产上划，加速州县平台整合、利好资源共享，进一步拓宽了平台整合的应用范围。2) 一级市场方面，4月云南城投发行票面利率仍居全国第一，环比上升17bp，融资成本仍暂处高位；3) 二级市场方面，云南多品种城投债的收益率及信用利差自2023年2月起呈下行态势。分等级看，AAA、AA-等主体信用利差降幅明显，后者各期限均回落至30-45%的历史分位数水平；分期限看，短久期城投债信用利差下降明显，尤其系AAA级品种回落至31%历史分位；分主体行政级别看，市县级信用利差降于80-90%区间，省级与国家新区则显著回落至60-75%历史分位数，均存在压缩空间。

省市级平台整合未来可期，有望重振市场信心：1) 由于云南城投债务主要集中于省级和昆明市级平台，未来高层级平台或能沿用云南康旅的债务处置思路进行平台资源整合，助力云南加速化解隐债。2) 目前仍需观望州县整合的落地效果并等候“康旅模式”推行，可适时配置省级及昆明等较优市县的中短久期高等级债，弱区域弱平台还需谨慎下沉。

风险提示：平台整合进度不及预期；债市异常波动；数据口径误差。



(证券分析师: 李勇 研究助理: 徐津晶)

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

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

(证券分析师: 李勇 证券分析师: 陈伯铭)

## 行业

### 推荐个股及其他点评

#### 容知日新 (688768): 2023 年一季报点评: 营收重回高增, PHM 行业持续高景气

事件: 2023 年 4 月 24 日, 公司发布 2023 年第一季度报告。2023 年第一季度, 公司实现营收 5,717 万元, 同比增加 44.22%; 归母净利润 -1,975 万元, 同比减少 45.99%; 扣非归母净利润 -2,276 万元, 同比减少 21.16%。业绩符合市场预期。投资要点 营业收入增速亮眼, 毛利率大幅提升: 公司 2023 年 Q1 摆脱疫情影响, 坚持深耕主要行业, 提升渗透率, 同时积极拓展新行业, 营收重回高增。公司 2023 年 Q1 实现毛利率 64.22%, 同比增长 3.48pct, 主要系高毛利行业、软件和订阅收入占比提升所致。Q1 全年营收占比不足 10%, 费用刚性导致短期亏损: 根据历年数据, 公司 Q1 营收占全年比重不到 10%, 但费用支出较为刚性, 所以利润端有所亏损。2023 年 Q1, 公司亏损有所扩大, 主要系公司加大研发投入、研发费用同比增长较多, 同时股权支付同比增加所致。新产品打开新空间: 我们预计 2023 年下半年公司会推出基于智能运维理解的场景智能新产品, 在原来以振动为主的预测性维护的基础上, 推出真正解决一个场景问题, 包含振动、视觉、温度、声音等多个物理量的产品, 不需要人到现场, 解决更多问题, 打开更大市场空间。盈利预测与投资评级: 容知日新作为国产 PHM 龙头, 具有数据积累和算法研发的先发优势, 公司在不断拓展、深化行业的同时, 下半年推出的新产品有望打开新市场空间。基

于此，我们维持 2023-2025 年归母净利润预测为 1.78/2.58/3.72 亿元，维持“买入”评级。风险提示：技术发展不及预期；工业互联网支持政策不及预期；行业竞争加剧。

(证券分析师：王紫敬 研究助理：王世杰)

### 兆讯传媒 (301102): 2022 年报和 2023Q1 业绩点评: 春运假期持续恢复, 看好下半年投放回升

**投资要点** 公司 2022Q4 实现收入 1.58 亿元, 同比下降 22.43%, 实现归母净利润 0.62 亿元, 同比下降 23.81%。2023Q1 实现收入 1.51 亿元, 同比下降 9.94%, 实现归母净利润 0.63 亿元, 同比增长 5.25%。春运贡献一季度主要营收, 部分车站 3 月上刊受两会影响: 2022 年底受疫情放开影响部分务工人员及大学生提早返乡, 春运客流高峰提前至 12 月中旬启动, 使得公司旺季提前, 尤其是 2023 年 1 月上刊及广告招商水平均得到了较好的恢复; 2 月由于季节性旺季错配, 年后常规淡季导致投放受到影响; 3 月虽然广告主的投放持续恢复, 但两会期间部分车站停止上刊 7-10 天影响到了广告的投放, 因此整体一季度营收同比仍然保持负增长。23 年高铁里程扩张带动点位增加, 整体经营仍然将会具备杠杆效应: 2023 年全国高铁规划新线从 2082 公里增加到 2500 公里, 我们预计兆讯今年扩张新站点数量将达到 50 余个, 将带动公司媒体点位进一步增长。同时, 23 年公司营业成本的提升幅度预计控制在 8% 左右, 主要由新增点位的影响所贡献, 存量点位成本仍然维持较为稳定的态势。公司将会通过提高全国套餐广告价格传导新增点位所带来的成本端压力, 未来经营上仍将保持较大的经营杠杆。裸眼 3D 大屏投放增加, 落地后有望成为爆发增长点: 公司已有的贵阳、太原、广州 3 块裸眼 3D 大屏投入经营, 户外大屏有利于广告二次传播、提高媒体价值。公司计划今明两年陆续完成 12 块大屏的落地, 目前仍处在预售增量状态, 预计下半年实现更多屏幕亮屏后能带动整体规模效应, 迎来业务营收的爆发式增长。盈利预测与投资评级: 由于疫情管控的放开以及消费的持续恢复, 因此我们将公司归母净利润预测从 3.47/4.50 亿元调整为 3.53/4.85 亿元, 我们预计 2025 年公司归母净利润为 5.74 亿元, 对应 2022-2024 年 PE 分别为 19.68/14.35/12.11 倍, 我们认为公司于高铁数字传媒领域具备垄断性优势, 给予“买入”评级。风险提示: 宏观经济波动风险, 行业政策变化风险, 市场竞争加剧风险, 数字媒体资源流失风险, 新冠疫情等突发公共卫生事件风险。

(证券分析师: 张良卫 证券分析师: 张家琦)

### 拓邦股份 (002139): 2023 一季报点评: 业绩符合预期, 毛利率持续修复向好

**事件:** 公司发布 2023 年第一季度报 业绩符合预期, 毛利率持续修复向好: 23Q1 公司实现营收 20 亿元, yoy+6.8%, 归母净利润 1 亿元, yoy+2.1%, 扣非归母净利润 0.9 亿元, yoy+57.6%, 营收与归母净利润实现小幅增长, 业绩符合预期。其中工具、新能源板块增长趋势良好, 家电板块小幅下滑, 新老客户份额稳定并持续提升。公司一季度毛利率为 21.9%, yoy+2.9 pct, 持续修复向好, 主要系高价值及自主可控业务(商空、智能温控、机器人产品、逆变器、商用储能系统等)占比提升及降本增效。一季度公司持续加大新项目研发, 加速推进国际化布局, 期间销售费用、研发费用、管理费用较去年同期增长 0.4 亿元, 经营活动产生的现金流量净额 1.8 亿元, yoy+178.2%, 环比、同比大幅改善, 经营更加稳健。传统业务技术板块基本盘稳固, 未来还有增长空间: 公司持续在主营智能控制系统解决方案加大研发, 以电控、电机、电池、电源、物联网平台的“四电一网”技术为核心,

不断提供定制化解决方案，夯实核心客户粘性。公司一季度订单稳定，家电板块公司突破日本、印度大客户，布局东南亚优质头部厂商，市占率逐步提升，墨西哥工厂通过认证，打开北美市场通道；2023 年伴随经济恢复，小家电领域将逐步回暖，欧美市场工具产品应用场景渗透率低，未来提升空间大。工具行业锂电化、无绳化率正在提升，公司发挥技术与产品组合、多区域生产和供应的优势，有望实现产品规模和头部客户体量的双增长。 新能源业务持续放量增长，积极进行细分领域产能布局：海内外户储、便携式储能、绿色出行需求持续高增，新能源业务应用场景不断拓展，公司加快产能投入，积极进行全球化、细分化产能布局。2023 年行业上游原材料价格如碳酸锂价格逐步回落，降低公司成本压力。公司积极布局新能源产业细分领域产能，客户与产品储备支撑公司在细分领域上提高市占率，行业中游上百种产品矩阵帮助公司在新应用到来时快速将产品与技术应用到新需求领域，有望给公司业务带来更多元的增长。同时公司南通产业园已获竞拍，未来将持续赋能锂电项目。 盈利预测与投资评级：我们看好公司作为智能控制器龙头，受益下游家电、工具业务复苏，新能源业务快速增长，我们维持此前盈利预测，预测 23-25 年归母净利润为 8.6/11.9/15.4 亿元，当前市值对应 PE 分别为 17/12/9 倍，维持“买入”评级。 风险提示：下游需求不及预期；产品价格波动的风险；毛利率波动风险。

（证券分析师：马天翼 证券分析师：唐权喜 研究助理：金晶）

### 芯源微（688037）：2023 年一季报点评：业绩实现快速增长，盈利水平提升明显

事件：公司发布 2023 年一季报。 订单持续快速交付确认，收入端延续高速增长态势 2023Q1 公司实现营收 2.88 亿元，同比+56.89%，延续高速增长，符合我们预期，营收端实现快速增长，主要系在手订单充足，设备持续交付确认。分行业看，小尺寸和后道封装产品仍是公司收入的主要来源，我们预计 2023Q1 小尺寸和后道封装产品收入占比超过 50%，前道产品因交付节奏影响，我们判断其收入占比较 2022 年有一定下降，随着后续订单交付，前道营收占比有望持续提升。截至 2023 年 3 月 31 日，公司存货和合同负债分别为 14.40 和 5.20 亿元，分别同比+33.05%和+19.75%，合同负债较 2022 年末下降，我们推测系部分客户预收比例变化所致，我们判断公司在手订单仍然充足。此外，细分订单结构来看，我们判断其中前道 Track、物理清洗设备订单占比合计超过 50%，公司订单结构快速优化。展望 2023 年，随着 2022 年新签订单陆续交付，公司收入端有望延续快速增长。 产品结构变化导致毛利率提升，盈利水平持续提升 2023Q1 公司实现归母净利润 0.66 亿元，同比+103.55%，实现扣非归母净利润 0.57 亿元，同比+82.38%，好于我们预期。2023Q1 年销售净利率和扣非销售净利率分别为 22.89%和 19.83%，分别同比+5.25pct 和+2.77pct，盈利水平进一步提升。1）毛利端：2023Q1 销售毛利率达 45.31%，同比+6.56pct，我们判断主要系高毛利率的小尺寸和后道封装产品收入占比较高，同时成本优化使得小尺寸和后道封装产品毛利率较去年同期有一定提升。2）费用端：2023Q1 公司期间费用率为 31.88%，同比+4.57pct，其中销售、管理、研发和财务费用率分别同比-0.52pct、-2.76pct、+5.28pct、+2.58pct，销售、管理费用率主要受益于规模效应，研发费用率提升明显主要系去年同期研发投入较少，研发费用率大幅提升是期间费用率提升主要原因。此外，嵌入式软件产品退税到账增加同样增厚了报告期内净利润。 日本制裁加速前道 Track 国产替

代,化学清洗机进一步打开成长空间 公司积极布局前道涂胶显影设备领域,产品体系不断完善,日本制裁加速涂胶显影设备国产化进程,同时化学清洗机进一步打开成长空间。1)前道涂胶显影:公司 Off-line、I-line、KrF 机台等均已实现批量销售,浸没式机台已陆续获得国内多家知名厂商订单,超高温 Barc 机台也成功实现了客户导入。此外,2022Q4 公司首台浸没式高产能涂胶显影机在国内某知名客户处完成验证,已顺利实现验收。日本 TEL 在涂胶显影领域具备全球主导地位,我们看好日本制裁升级背景下国产替代加速推进。2)清洗设备:公司前道 Spin Scrubber 单片式物理清洗机已较为成熟,2021 年募投项目加码市场空间更大的单片式化学清洗机,有望成为第二成长曲线。盈利预测与投资评级:考虑到公司在手订单充足,我们维持 2023-2025 年营业收入预测分别为 20.18、28.45 和 37.91 亿元,当前市值对应动态 PS 分别为 13、10 和 7 倍,维持“增持”评级。风险提示:半导体行业投资下滑,新品研发&产业化不及预期等。

(证券分析师:周尔双 证券分析师:黄瑞连)

### 爱美客(300896): 2023 年一季报点评: 业绩超预期,疫后增长态势稳中向好

投资要点 事件:公司 2023 年一季度实现营收 6.30 亿元(+46.30%,较去年同期增长 46.3%,下同),实现归母净利润 4.14 亿元(+51.17%),扣非归母净利润 3.87 亿元(+49.26%),经营活动产生的现金流量净额为 4.27 亿元(+77.67%)。一季度业绩超出市场预期。疫后恢复强劲增长,二季度有望实现加速增长,高端新品“濡白天使”上市后稳定放量。2023 年 Q1,在一月份疫情放开仍对经营有所扰动的前提下,公司产品在 2 月 3 月持续加速放量,实现 Q1 高速增长。展望 2023 年 Q2 季度,在低基数的基础上,随着需求持续释放与节假日大促等,我们认为公司业绩有望实现同比高速增长、环比加速增长。公司高端新品“濡白天使”在一年多的市场推广基础之上,市场认知度与品牌影响力提升。至 2022 年底,濡白天使已进入超 600 家医美机构,授权 700 余名医生,2023 年将继续扩大覆盖面,我们认为 2023 年全年有望实现翻倍以上增长,为公司增长带来新动能。高毛利产品占比提升,盈利能力持续增强。医美消费在疫后修复表现较强韧性,尤其高端医美消费保持强劲。2023 年 Q1 季度,拆分产品来看,我们估计核心产品“嗨体”系列收入占公司总收入比重约 60%,其中价格相对较高的熊猫针保持快速增长;另一方面,高端新品“濡白天使”稳定放量,收入占比持续提升;共同驱动公司收入与毛利快速增长。2023 年 Q1,公司整体毛利率 95.29% (+1.14pct,较去年同期提升 1.14pct,下同),主要系规模效应增强与高毛利产品收入占比的持续提升。费用率方面,公司 Q1 季度销售费用率为 10.41% (较-2.11pct);管理费用率 7.99% (+2.91pct),主要系港股上市费用增加;2023 年 Q1,公司整体净利率 65.54% (+0.51pct),仍然保持高净利水平。公司账上现金流充足,至 Q1 季度末货币资金(28.97 亿元)与交易性金融资产(9.05 亿元)合计 38.02 亿元,为公司产品研发与市场投入提供保障,包括肉毒素等在内的丰富在研产品管线为公司长期增长提供充足源动力。盈利预测与投资评级:维持预计 2023-2025 年公司归母净利润为 19.67/28.05/39.44 亿元,对应当前市值的 PE 分别为 59/41/29 倍。维持“买入”评级。风险提示:新产品市场推广或不及预期;研发进展或不及预期;疫情反复加剧的风险。

(证券分析师:朱国广 证券分析师:汤军 证券

分析师:吴劲草 证券分析师:冉胜男 证券分析师:张家璇)

兴业科技(002674): 22 年报及 23Q1 业绩点评: 汽车内饰业务提升

### 明显，期待主业国际化扩张+新业务持续成长

**投资要点** 公司公布 2022 年报及 23Q1 业绩：1) 2022 年：营收 19.88 亿元/yoy+15.14%、归母净利 1.51 亿元/yoy-16.96%，10 派 5 元。疫情扰动下收入增速较为稳健，利润回落主要系毛利率同比-4.9pct 所致。分季度看，22Q1-Q4 收入分别同比-5.83%/-8.89%/+52.84%/+19.60%、归母净利分别同比-80.55%/-50.44%/+30.67%/+373.86%，上半年疫情影响致需求承压，下半年需求有所回暖、宏兴皮革并表后增厚业绩。2) 23Q1：营收 4.64 亿元/yoy+78.99%、归母净利 0.28 亿元/yoy+629.59%，国内传统皮革需求回暖+宏兴皮革&宝泰皮革新业务并表贡献及继续放量带动收入提升，利润端大幅提升主要系毛利率改善。原有主业：22 年承压、23Q1 恢复较好，国际业务持续拓展。22 年皮革主业（剔除汽车内饰及二层皮业务）实现收入 15.91 亿元、同比-3.68%、占比 80%。23Q1 收入约 3.5 亿元、同增超 20%，下游需求改善下复苏势头较好。1) 分量价看，疫情扰动致销量下滑。22 年鞋包带用/其他收入同比分别-2.98%/-29.88%，占比为 78.5%/1.5%，预计收入回落主要由于疫情影响下销量-9%所致，整体产能利用率同比-4.16pct 至 66.37%。2) 分地区看，目前以内销为主，增资印尼工厂加码国际业务。22 年内销/外销占比约为 89%/11%，公司于印尼建设联华皮革工厂、加码拓展国际业务，主要服务国际户外、运动鞋品牌，23/24 年有望新增 800/6000 万平方英尺海外产能、较 22 年 16,400 万平方英尺产能提升 5%/37%。新业务：22 年宏兴皮革贡献主要业绩增量，期待宝泰二层皮业务放量。22 年汽车内饰（宏兴皮革）及二层皮（宝泰皮革）业务分别实现营收 3.09/0.51 亿元、同比分别为新增业务/+74.39%、占比 15.52%/2.55%。1) 宏兴皮革：22 年 4 月取得宏兴皮革 56% 股权、6 月并表、12 月再次收购其 4% 股权。宏兴皮革为蔚来、理想、问界、哪吒、吉利、马自达等多款新能源&传统汽车车型的独供商，并表后公司持续在原材料、产能、资金方面对宏兴进行赋能，22 年 6-12 月收入/净利分别为 3.11 /0.29 亿元（并表贡献利润约为 0.17 亿元）、较 21 年全年分别增 140%/+280%+、毛利率约 24%、净利率提升 3pct 至 9%，协同作用下宏兴皮革业绩显著提升、贡献公司 22 年主要业绩增量。23Q1 收入约为 1.1 亿元、毛利率继续提升至 30%，业绩增长持续兑现。2) 宝泰皮革：22 年 3 月公司增资持有宝泰皮革 51% 股权，探索二层皮产业链。22 年收入/净利润分别实现 2.18/0.08 亿元、净利率为 4%，目前宝泰部分厂房设备仍处于建设过程中，有望贡献较大收入增量。毛利率下滑致净利率承压。1) 毛利率：22 年同比-4.90pct 至 19.51%，毛利率下降主因疫情扰动致产能利用率降低，同时原材料进口牛皮价格经历 21H2 快速提涨，22 年持续回落、全年较 21H2 价格-18.6%，公司库存周期约 6 个月，22H1 消化高价库存毛利率承压、H2 成本压力缓解。23 Q1 毛利率同比+5.35pct 至 17.76%、主要系成本压力有所改善。2) 期间费用率：22 年同比-0.76pct 至 8.46%，整体变动不大。23Q1 同比-2.76pct 至 7.45%，费控能力优化。3) 归母净利率：结合毛利率、费用率变动及非经常性损益（主要为政府补助同增 0.16 亿元），22 年归母净利率 7.57%/yoy-2.93pct。23Q1 净利率同比+4.61pct 至 6.11%（资产减值同增 900 万元冲减部分利润）。盈利预测与投资评级：公司为国内皮革制造龙头，22 年上半年受高基数+疫情反复+高价库存影响、业绩承压，下半年宏兴皮革并表贡献业绩、叠加成本压力缓解、整体业绩改善。23 年以来国内疫情放开后下游订单明显回暖、海外有望于 23H2 出现需求拐点，同时目前原材料价格仍处历史低位、或逐渐企稳向上，利好公司盈利能力改善。长期来看：公司皮革主业方面，国内发展较

为稳健、龙头竞争地位稳固，增资印尼工厂产能大幅扩张、国际业务持续拓展；汽车皮革内饰业务随着新能源订单放量及宏兴皮革盈利能力持续提升，有望持续贡献业绩增量；宝泰皮革工厂完全建成投产后二层皮业务有望开辟成长新蓝海。2023/4/24 公司发布股权激励、行权比例 100% 对应 23-25 年净利润同增 50%/+40%/+40%，彰显业绩增长信心。22 年公司分红率超 90%、股息率约 4.6%，低估值下分红率较高。考虑疫情扰动致 22 年业绩低于预期，我们将 23、24 年归母净利润从 2.49、2.83 亿元下调至 2.08、2.59 亿元、预计 25 年归母净利润 3.17 亿元，对应 PE 为 15/12/10X，维持“增持”评级。风险提示：原材料价格波动、疫情反复、新能源汽车客户订单不及预期等。

(证券分析师: 李婕 证券分析师: 赵艺原 研究助理: 郝越)

### 锦浪科技 (300763): 2022 年年报&2023 年一季报点评: 产销量迎大幅增长, 2023 年储能有望加速放量!

**投资要点** 事件: 公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报, 2022 年实现营业收入 58.9 亿元, 同比+77.80%, 归属母公司净利润 10.6 亿元, 同比+123.70%, 扣非归母净利润 10.43 亿元, 同比+165.94%。2022 年毛利率为 33.52%, 同比+4.81pct。2023 年一季度实现营业收入 16.54 亿元, 同比+50.09%, 环比-3.98%, 归属母公司净利润 3.24 亿元, 同比+97.27%, 环比-9.07%, 扣非归母净利润 3.12 亿元, 同比+121.42%, 环比-5.04%。2023Q1 毛利率为 36.69%, 同比+7.16pct, 环比+3.36pct。业绩符合市场预期。产销量迎大幅增长、并网逆变器毛利率将继续上行。2022 年公司逆变器产销量实现大幅增长, 产量 108.4 万台, 同比+42%, 销售 94.2 万台, 同比+34%, 其中并网逆变器贡献 40 亿元收入, 毛利率 27.43%, 同比+2.08pct, 2023Q1 国内逆变器出口 31.2 亿美元, 同比+137%, 印证海外光伏装机需求高增, 公司作为第三大光伏逆变器供应商充分受益, 海外出货占比逐步提升, 我们预计 2023 年并网逆变器出货 120 万台以上, 同比+40%+, 随 IGBT 原材料降价, 毛利率有望继续上行, 2025 年市占率目标达 20%, 成长性凸显。储能占比继续提升、2023 年有望翻 3-4 倍增长。2022 年公司储能逆变器出货贡献 10.7 亿元收入, 储能逆变器收入占比提升至 18%, 毛利率 34.33%, 同比-4.32pct, 主要系原材料涨价和欧元汇率波动影响。展望 2023 年: 1) 2022 年底储能逆变器产能达年产 120 万台+满足高增需求; 2) 推出 S6 系列产品较好匹配德语区需求, 德国前五供应商已进入两家, 低基数下迎较大增量; 3) 2023Q2 越南产能释放, 逐步进入美国市场。我们预计 2023 年储能逆变器出货将翻 3-4 倍增长, 规模效应进一步显现! **盈利预测与投资评级:** 基于逆变器竞争加剧, 我们下调 2023-2024 年盈利预测, 我们预计 2023-2025 年归母净利润为 22.1/35.1/50.4 亿元 (前值为 26.0/41.8 亿元), 同比 +109%/58%/44%, 基于公司行业领先地位, 给予 2023 年 30 倍 PE, 对应目标价 167 元, 维持“买入”评级。风险提示: 竞争加剧, 政策不及预期等。

(证券分析师: 曾朵红 证券分析师: 陈瑶 研究助理: 郭亚男)

### 汇川技术 (300124): 2022 年年报&2023 年一季报点评: 行业拐点在即, 看好全年目标稳步兑现

**投资要点** 22 年营收 230.1 亿元, 同增 28%; 归母 43.2 亿元, 同增 21%, 扣非 33.9 亿元, 同增 16%。22 年计提 2.2 亿信用减值+1.3 亿资产减值, 非经达 9.3 亿 (同期 6.6 亿)。23Q1 营收同比持平, 归母/扣非同比+4%/-10%, 业绩符合此前预告。23 年目标营收同比+20-40%、归母净利润同比+10-30%, 长效激励目标 50.5 亿, 叠加股份回购, 彰显

业绩信心。利润率方面，22年/23Q1毛利率35.0%/36.5%，同比-0.8pct/+2.0pct；22年/23Q1归母净利率18.8%/15.6%，同比-1.1pct/+0.6pct。大宗&芯片价格高企+新能源车占比提升使22年承压，23年原材料降价带动整体毛利率稳增。新业务数字化、能源管理投入大，全年费用率同样有望稳增。通用自动化：22年行业同比-5.4%、公司营收逆势同比+34%。其中，变频/伺服/PLC/工业机器人营收43.3/49.9/13.1/5.6亿元，同比+38%/+32%/+87%/+55%，多产品份额国内TOP2。展望23年，Q1高基数+弱复苏导致Q1收入同比+9%，Q2高基数承压、Q3有望迎来向上拐点，全年有望同比+30%。中长期来看，工业电机、气动、机器人等有望推出新品，数字化、能源管理打开远期空间。新能源车&电梯：新能源车营收同增70%，Q1营收同降2%。理想、广汽、小鹏为TOP3客户，新势力与传统车占比相近、客户结构优化，22年威马等客户减值计提较多，仍处于亏损；23年随国内外客户放量，收入同比有望+50%，实现扭亏为盈。其余商用车稳健、轨交下滑12%。电梯22年营收51.6亿，同比+4%；Q1营收9.2亿，同比-22%，系订单交付节奏+同期高基数所致。全年在地产弱复苏+电梯出海+大配套预期下，收入有望同比持平，利润端随大宗降价比收入增长快。数字化、国际化、能源管理业务承载“下一个五年”：1)数字化行业样板多点落地，岳阳工厂率先建设能源管控样板。2)国际化业务本土化模式全面推进，22年落实空压机、空调等10+行业；3)能源管理业务国内大储订单达3GW，后续也重点布局用户侧光储市场和海外市场。盈利预测与投资评级：我们维持公司2023-24年归母净利润分别54.0亿/71.2亿，预计2025年归母净利润为92.5亿，同比分别+25%/+32%/+30%，对应现价PE分别30倍、23倍、18倍。给予公司2023年40倍PE，对应目标价81.3元，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济下行、竞争加剧等。

(证券分析师：曾朵红 研究助理：谢哲栋)

### **东山精密(002384)：2023年一季报点评：非核心业务逐步剥离，双轮驱动战略助力长期向上趋势**

**投资要点** 事件：公司发布2023年一季报，23Q1实现营收65.1亿元，yoy-11.0%；归母净利润4.7亿元，yoy+29.5%；扣非归母净利润2.8亿元，yoy-7.9%。LED业务承压，新能源业务快速增长：公司23Q1营收下滑主要原因在于受需求不景气影响LED业务出现亏损，若不考虑该业务，23Q1扣非归母净利润同比实现了30%以上的增长，公司持续推进盐城东山股权转让事项，逐步剥离非核心业务。公司23Q1新能源业务实现收入约11.7亿元，同比增长约130%，“消费电子+新能源”双轮驱动战略助力公司长期向上。公司23Q1毛利率提升0.68pct至14.8%，光电显示业务承压下依然显示增长，主要原因是：1)核心业务产品结构优化，高毛利产品占比提升；2)核心业务资产效率显著的一个提升；3)持续推进两化融合，提质增效。公司23Q1经营性现金流净额17.99亿元，同比增长153%，客户回款能力大幅提升。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。新能源汽车业务助力长期再造东山：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%股权过户已完成办理，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：我们维持公司2023-2025年归母净利润分别为30.6/39.3/49.4亿元的预测，同比增速为29%/28%/26%，当前市值对应2023-2025年PE分别为14.0/10.9/8.7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)

### 日月股份(603218)：2022年报及2023年一季报点评：盈利逐季修复，铸件龙头阿尔法显著

**投资要点** 事件：公司发布22年报及23年一季报，22年业绩略超预期上限、23Q1盈利能力超预期。22年营收48.7亿元，同增3.3%；归母净利润3.4亿元，同降48.4%；毛利率12.8%，同降7.5pct；销售净利率7.1%，同降7.1pct。其中22Q4，营收15.4亿元，同/环比+26%/+20%；归母净利润1.74亿元，同/环比+79%/+156%；毛利率18.1%，同/环比+6.3pct/+6.2pct；销售净利率11.3%，同/环比+3.4pct/6.0pct。23Q1，营收10.7亿元，同/环比+9.3%/-30.3%；归母净利润1.3亿元，同/环比+120%/-24%；毛利率20.4%，同/环比+11.7pct/+2.3pct；净利率12.2%，同/环比+6.2pct/+0.9pct。技改如期落地+产品结构优化、23Q1盈利环比进一步改善：22年铸件出货约44.9万吨，同比增长1.1%，其中22Q4出货约13.7万吨，测算吨净利约1300元（扣非约1160元），环比提升约700元/吨。23Q1出货确认约10万吨（其中风电铸件8.2万吨，23年ASP整体下降3-5%），毛利率环比进一步提升2pct+，主要系技改如期落地、产品结构优化，而原材料降价部分让利给客户，显现出公司优秀的成本控制能力，盈利阿尔法显著。新扩产能持续释放、自主精加工占比提升、盈利能力具备向上弹性：截至22年底，公司已具备48万吨铸造年产能，甘肃“年产20万吨（一期10万吨）风力发电关键部件项目”23年1月进入试生产阶段（一季度影响利润约1100万），新增规划的13.2万吨大兆瓦铸造产能项目已动工，23年底铸造产能将超70万吨，其中精加工54万吨，进一步满足客户“一站式”交付需求，此外，海风大铸件占比提升加持下，盈利有望继续逐季提升。盈利预测与投资评级：23年风电行业景气向上，公司铸造主业盈利持续改善以及铸钢件、核燃料罐、风场转让等增量贡献，我们预计2023-2025年归母净利润分别10.2/15.8/19.6亿元（23-24年前值为10.2/13.5亿元），同比+196%/55%/24%，对应PE分别为21/13/11x，公司是全球铸件行业龙头，23年新产能释放+产品结构改善，给予30倍PE，目标价29.7元/股，维持“买入”评级。风险提示：风电装机不及预期、原材料价格波动、竞争加剧等。

(证券分析师：曾朵红 证券分析师：陈瑶)

### 通威股份(600438)：2022年&2023Q1业绩点评：硅料量利双超，电池技术持续迭代

**投资要点** 事件：公司发布2022年年报及2023一季报，2022年公司实现营收1424亿元，同比+120%；归母净利润257亿元，同比+217%。其中2022Q4营收403亿元，同比+122%，环比-3%；归母净利润40亿元，同比+85%，环比-58%。2023Q1营收332亿元，同比+35%，环比-18%；归母净利润86亿元，同比+66%，环比+115%。2023Q1



接近业绩预告上限，超市场预期。硅料出货高增，整体量利双超。公司 2022 年硅料销量 25.68 万吨，同增 138%，权益出货约 20 万吨，同增约 100%。2023Q1 硅料出货约 8 万吨，权益出货约 6 万吨，我们测算单吨净利约 12-13 万，盈利坚挺。产能上，公司乐山三期 12 万吨预计将于 2023Q3 投产，届时名义产能将超 38 万吨。2023 年我们预计公司硅料出货 30 万吨+，对应权益出货 25-26 万吨；凭借规模效应+工艺控制，公司硅料成本位于行业优势地位，龙头地位稳固。N 型即将放量，技术持续迭代。公司 2022 年电池销量 47.98GW，同增 37%；2023Q1 电池出货超 16GW，我们测算单瓦净利约 6-7 分。公司 TNC 电池即将放量，眉山 3 期 9GW 于 2022 年底投产，2023Q2 已满产发挥，平均效率达 25.5%，若叠加 SE 可达 25.7%。彭山 1 期 16GW TNC 已招标完成，我们预计 2023Q3 开始投产。公司技术迭代持续推进，HJT 已完成双面纳米晶开发，210 组件功率破 720W，并建立首条铜互联中试线；钙钛矿/晶硅叠层认证效率达 27.19%。全年看，我们预计公司电池出货 70GW+，其中 TNC 约 10GW，带动盈利能力结构性提升。组件加速布局、出货有望高增。2022 年公司组件销量 7.94GW，同增 226.06%，出货量进入全球前 10 名；2023Q1 组件出货超 3GW，增长迅速。公司 2022 年底组件产能约 14GW；2023 年预计新增盐城 25GW+南通 25GW+金堂 16GW，年底产能将达 80GW。全年看，我们预计公司组件出货可达 35GW。组件高速增长，龙头迎持续增长。盈利预测与投资评级：基于公司硅料盈利坚挺，我们上调 2023 年盈利预测，我们预计 2023-2025 年归母净利润为 196/175/186 亿元，（前值 2023/24 年为 175/161 亿元）同比-24%/-11%/+6%，基于公司硅料龙头地位，我们给予公司 2023 年 13xPE，对应目标价 57 元，维持“买入”评级。风险提示：政策不及预期，竞争加剧，硅料价格超预期下跌等。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：陈瑶 研究助理：郭亚男）

### 水晶光电（002273）：2023 一季报点评：Q1 业绩承压，看好创新业务起量

事件：公司发布 2023 年一季报 一季报业绩承压，毛利率稳步增长：公司 2023 年 Q1 实现营业收入 8.77 亿元，yoy-7.35%；实现归母净利润 0.93 亿元，yoy-18.68%；实现扣非归母净利润 0.63 亿元，yoy-22.04%；一季度业绩承压，收入减少主要系下游需求减少。23 年 Q1 公司财务费用率为 0.78%，yoy-0.92%，主要系本期汇兑收益比上年同期减少所致。销售费用率为 1.45%，yoy+0.40%；管理费用率为 7.40%，yoy+1.13%。单季毛利率和销售净利率为 24.4%/10.9%，yoy+11.3%/-13.8%，毛利率仍在稳步提升。23Q1 公司研发费用率为 9.87%，yoy+2.81%，通过加大研发投入，公司在消费电子及汽车电子领域产品持续创新，提升实力。一季度公司紧锣密鼓推进与大客户的量产程序，预计今年出货量有望再创新高。消费电子持续光学创新，智能手机、元宇宙强发力：公司消费电子业务在智能手机领域持续创新升级产品，提高新兴产品滤光片、微棱镜等产品在高端机型及未来在中低端机型渗透率；元宇宙领域携手科技公司以色列 Lumus 和美国 Digilens，形成折返式、衍射式、反射式、菲涅尔透镜、Pancake 型的全技术路径布局，有望持续受益于产业生态的持续成长。汽车电子业务快速发展，打开成长天花板：公司汽车电子深耕车载摄像头零组件、激光雷达棱镜及保护罩、AR-HUD 及各类车载光学产品，以创新产品已逐步迈入主机厂核心零部件的 Tier1 供应商行列。W-HUD/AR-HUD 领域：公司是国内首家大批量生产 AR-HUD 的厂商，

凭借先发优势和光学技术禀赋，与主机厂联手，加速 AR-HUD 的市场渗透。激光雷达领域：公司作为国内首家玻璃基激光雷达视窗片量产厂商，为不同的激光雷达方案配套棱镜、透镜、滤光片、扩散片等元器件产品。未来公司有望凭借技术优势巩固汽车电子业务的份额及盈利能力，保持业务收入及利润体量的持续快速提升。盈利预测与投资评级：我们看好公司消费电子光学产品持续拓展与升级，同时汽车电子业务营收占比快速提升，维持此前盈利预测，预测公司 2023-2025 年的归母净利润为 7.62/9.07/11.75 亿元，当前市值对应 PE 分别为 23/19/15 倍，维持“买入”评级。风险提示：产品价格波动的风险；毛利率波动风险。

（证券分析师：马天翼 研究助理：金晶）

### 指南针（300803）：2022 年报及 2023 一季报点评：业务发展节奏调整影响短期业绩，我们仍看好公司长期逻辑

事件：公司发布 2022 年报及 2023 年一季报，2022 年及 2023 年一季度分别实现营业收入 12.6/3.4 亿元，同比+34.6%/-45.78%；归母净利润分别为 3.4/0.6 亿元，分别同比+92.1%/-78.49%。投资要点 金融信息服务发展稳健：2022 年，指南针在金融科技领域影响力持续上升，产品口碑稳定向优，投资者购买公司产品的意愿增强促使公司金融信息服务收入稳定增长。1) 金融信息服务仍为 2022 年业绩支撑点。2022 年，公司金融信息服务业务收入同比+37.35%至 11.8 亿元（占比总营收 93.97%）。2022 上半年为公司中高端产品销售的集中发力时期，奠定了公司全年总营收基调。2) 2023 年业务发力节奏调整致金融信息服务收入同比下滑。假设金融信息服务占营收比例不变，我们预计公司 2023Q1 实现该业务收入同比-48.96%至 3.05 亿元。与 2022 上半年集中销售高端产品不同，公司 2023 上半年及下半年将分别 2 次集中销售高端产品，叠加公司用户开发具有滞后性（2022 年市场波动）影响公司 23Q1 业绩同比下滑，我们预计 23Q2 至 Q4 同比数据将逐步回暖。证券业务持续复苏，全年盈亏平衡有望实现：2022 年 8 月起，网信证券合并报表于指南针，2023 年 1 月更名为麦高证券，并提出“五年三步走”业务规划，持续将自有平台流量导至麦高证券，协助其重新展业，证券业务快速复苏，并有望形成围绕个人投资者的业务闭环。1) 经纪业务增收明显，导流效果显著，助力全年盈亏平衡。2022 年/2023Q1 公司手续费及佣金净收入分别为 0.18/0.14 亿元；2022 年经纪业务净收入 0.13 亿元，占比手续费及佣金净收入约 71%，假设该比例不变，公司 23Q1 经纪业务净收入 0.10 亿元（2022/2023Q1 占比总营收分别为 1.04%/3.02%）。2023Q1 市场股基日均成交额同比-9.29%/环比+3.43%至 9,895 亿元，公司 2023Q1 代理买卖证券款较年初+103.5%至 23.7 亿元，经纪业务规模扩张明显；公司经纪业务收入基数较低，我们预计在公司一定规模客户群体及导流经验加持下，麦高证券业务将逐步恢复，促使公司经纪业务收入稳步增长。2) 两融业务及投资交易业务有序重启。2022/2023Q1 公司两融业务收入分别为 0.67/0.55 亿元（占比总营收分别为 0.53%/1.61%）；投资交易业务分别为 0.13/0.10 亿元（占比总营收分别为 1.07%/3.07%）。公司定增 30 亿元，其中将有 16 亿元用于资本中介业务，10 亿元用于投资交易业务，我们预计公司这两项业务将逐步恢复展业。盈利预测与投资评级：公司金融信息服务发展稳健，证券业务尚处于业务协同的高速成长阶段，我们维持对公司的业绩预期，预计 2023-2025 年，公司归母净利润分别为 3.74/5.64/8.45 亿元，同比分别增长 10.43%/50.98%/49.86%，对应 PE 分别 55x、36x、24x，对应 PB 分别为 11x、11x、10x，维持“买入”评级。风险提示：证券市场系统性风险；行业竞争加剧风

险；证券业务恢复不及预期风险。

（证券分析师：胡翔 证券分析师：王紫敬）

### 新媒股份（300770）：2022年及2023Q1业绩点评：用户规模及付费率稳步提升

**投资要点** 事件：公司发布2022年报及2023Q1季报。2022年公司营业收入14.29亿元（YoY+1.39%），归母净利润6.91亿元（YoY+1.70%）。2023Q1营业收入3.57亿元（YoY-8.15%），归母净利润1.70亿元（YoY-0.63%）。IPTV基础业务：2022年收入7.41亿元（YoY+0.89%），毛利润4.41亿元（YoY-1.03%），毛利率59.45%（YoY-1.15pct）。2022年末，公司IPTV基础业务有效用户达1,985万户（YoY+1.38%），对广东固定宽带用户的渗透率接近50%。公司持续推进与广东省三大通信运营商的合作。面对外部环境变化，公司实施精准营销，开展了5G+K歌大赛、少儿街舞、家有酷宝等活动，推动IPTV基础业务稳定发展。互联网视听业务：2022年收入5.64亿元（YoY+5.05%），毛利润3.15亿元（YoY+2.83%），毛利率55.76%（YoY-1.20pct）。①广东IPTV增值业务收入3.74亿元（YoY+8.22%），得益于平台用户活跃度和会员付费率的提升。通过升级会员权益，满足用户的多元需求，提升了平台用户活跃度；积极推动内容合作，集成华视网聚、华数优酷、腾讯、爱奇艺等优质内容，及时引入热门内容，提升了会员付费率；聚焦精细化运营，通过打造少儿、电竞、体育等垂类内容，提高了平台会员粘性。②互联网电视业务收入1.90亿元（YoY-0.69%），主要受外部经济环境和行业监管等因素的影响。截至2022年底，公司云视听系列APP全国有效用户为2.38亿户（YoY-3.25%），通过优化互联网电视产品矩阵，实现了用户粘性和活跃度提升，2022年底公司有效智能终端达1,777万台（YoY+31%）。内容版权、商务运营及其他业务 2022年内容版权业务收入1.05亿元（YoY-10.69%），主要受内容版权投资及回报的周期性和波动性影响。2022年商务运营业务收入400.14万元（YoY+183.73%），品牌活动《少儿街舞》和《家有酷宝》的招商工作顺利落地；与啤酒品牌达成《去野吧！餐桌》IP合作，与互联网媒体合办新车发布会。2022年其他业务收入1,400.87万元（YoY-22.48%）。盈利预测与投资评级：考虑到公司目前有多项在研项目，并计划增加垂类内容采购，或对成本造成一定影响，将公司2023-2024年EPS从3.92/4.38调整为3.32/3.68，并预计2025年EPS为4.03元，当前股价对应2023-2025年PE为15/13/12倍，给予“买入”评级。风险提示：产业政策变化风险，业务拓展不及预期风险。

（证券分析师：张良卫 证券分析师：周良玖 研究助理：郭若娜）

### 华测检测（300012）：2022年报&2023年一季报点评：检测赛道长跑型选手，盈利能力持续改善

事件：公司披露2022年报和2023年一季报，业绩与快报、预告中值一致，符合市场预期。投资要点 业绩符合预期，医药、新能源汽车等板块增长亮眼 2022年公司实现营业收入51.3亿元，同比增长18.5%，归母净利润9.0亿元，同比增长21.0%，符合市场预期。分板块看，消费品、医药板块表现突出：①生命科学：实现营收23.0亿元，同比增长10.0%。②工业测试：实现营收9.0亿元，同比增长12.5%；③贸易保障：实现营收6.6亿元，同比增长15.5%。④消费品：实现收入7.2亿元，同比增长44.6%，受益新能源汽车下游高景气，增速较快。⑤医药及医学服务：实现收入5.5亿元，同比增长49.1%。医药医学为公司战略板块。近两年公司通过并购、自建方式加强对生物

医药、医学、医疗器械等领域布局，板块成长提速。2023年Q1公司实现营业收入11.2亿元，同比增长23.1%，归母净利润1.4亿元，同比增长20.4%，符合市场预期。全年来看，环境检测有望受益土壤普检开展，消费品板块受益汽车电子、动力电池需求旺盛，医药医学板块新布局实验室产能释放，公司业绩有望稳健增长。精细化管理效率提升，盈利能力改善。2022年公司销售毛利率为49.4%，同比下降1.4pct，主要系受疫情影响，实验室运营成本上升。销售净利率18.0%，同比提升0.4pct，主要系公司精细化管理水平提升，费控能力增强。2022年公司期间费用率为30.9%，同比下降2.2pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为16.7%/6.0%/8.5%/-0.2%，同比分别下降1.1/0.4/0.2/0.5pct。检测行业为劳动密集型行业，主要竞争力来自运营效率。近年来随着公司管理精细化，运营效率持续提升，人均创收、创利和利润率维持上行趋势。随公司完善全国实验室网络、持续深化精益管理，利润率有望进一步提升。第三方综合检测长跑型选手，收购蔚思博切入半导体芯片检测。第三方检测增速快、增长稳，穿越牛熊。2021年我国第三方检测市场规模为1657亿元，同比提升19%，2015-2021年CAGR 15%，行业增速为GDP增速2倍以上。华测检测为第三方综合性检测龙头，2021年公司国内份额仅3%，内生、外延扩张并举，拓展医药、新能源汽车、芯片检测等新兴领域，管理及并购能力持续提升，成长空间广阔。2022年公司以1.6亿元收购台资第三方芯片检测标的蔚思博，控制其100%股权。芯片检测贯穿设计、制造、封测和整机测试环节，晶圆厂产能东移趋势下，国内半导体芯片检测需求旺盛。华测检测收购蔚思博，有望进一步完善芯片检测业务布局，打造业绩新增长极。盈利预测与投资评级：我们维持公司2023-2024年归母净利润预测11/14亿元，预计2025年归母净利润16亿元，对应PE为28/23/19倍，维持“增持”评级。风险提示：宏观经济及政策变动；实验室投产不及预期；并购后协同效应不及预期（证券分析师：周尔双 证券分析师：罗悦 研究助理：韦译捷）

### 恒立液压（601100）：2022年报&2023年一季报点评：非挖板块表现亮眼，蓄力打造新一轮增长曲线

事件1：公司发布2022年报：2022年公司实现营收82亿元，同比下滑12%，归母净利润23亿元，同比下降13%。2022年单四季度收入23亿元，同比增长7%，归母净利润6亿元，同比下滑16%。根据公司公告，2023年收入增长目标10%。事件2：公司发布2023年一季报：2023年Q1公司实现营收24亿元，同比增长10%，归母净利润6.3亿元，同比增长18%。投资要点：业绩受工程机械行业周期波动拖累，非挖板块表现亮眼。2022年挖机行业销量同比下降24%，公司非挖业务快速拓展，高机、农机、工业等下游增长较快，整体收入降幅小于行业。分产品看，2022年（1）油缸：营收46亿元，同比下滑12%。其中挖机油缸销量63万只，同比下降26%，接近挖机行业销量降幅，非标油缸21万只，同比增长22%。（2）泵阀：营收28万元，同比下滑15%，其中挖机泵/阀/马达销量同比下滑21%、32%、30%，非挖泵/阀/马达销量同比增长248%、60%、516%。（3）液压系统：实现营收2.5亿元，同比增长29%。分区域看，2022年公司国内营收64亿元，同比下降20%，海外营收18亿元，同比增长42%。公司加大挖机油缸海外市场拓展力度，国际化成效明显。2023年Q1公司收入增速仍显著强于挖机行业26%的降幅。其中，非标油缸需求旺盛，收入同比增长33%，泵阀受益于份额提升，收入同比增长29%。受益原材料价格下降、产品结构优化，利润增速快于营收。汇兑收

益抵消原材料价格上涨，盈利能力维持高水平 2022 年公司销售毛利率为 40.6%，同比下降 3.5pct，主要系钢材等原材料价格上涨、收入规模下降，规模效应缩减。销售净利率 28.7%，同比下降 0.3pct，受益于美元、卢布升值确认汇兑收益，基本持平。2022 年公司期间费用率为 8.7%，同比下降 2.7pct，其中公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.5%/3.4%/7.9%/-4.1%，同比变动 0.3/0.9/1.1/-5.0pct，研发费用率维持较高水平。2023 年 Q1 公司销售毛利率、净利率分别为 40.9%、25.8%，同比提升 3.0pct、1.8pct。我们判断公司利润率提升趋势有望延续：（1）2022Q3 以来钢材价格持续下行，成本端压力减弱，（2）液压泵阀、非标油缸毛利率好于挖机油缸，随占比提升，公司利润率中枢有望上移。墨西哥工厂、线性驱动项目投产在即，蓄力打造新一轮增长曲线 公司多元化战略持续推进，不断拓宽液压元件配套下游，优化产品结构，在高机、农机、工业设备等领域均取得突破，2023 年非挖液压件有望继续兑现业绩。2023-2024 年公司两大在建项目将建成落地，中期成长动能充足：（1）墨西哥基地预计于 2023 年四季度投产，达产产值约 17 亿元，海外建厂有助于品牌推广和份额提升，国际化将成为一大看点。（2）线性驱动器预计于 2024 年一季度投产，达产产值约 21 亿元，主要产品滚珠丝杆为多个重点行业核心零部件，技术壁垒高国产化率低。公司蓄力打造新增长极，随着 2023 年工程机械行业逐步走出谷底，公司有望迎来新一轮增长曲线。 盈利预测与投资评级：我们维持 2023-2024 年归母净利润预测 27/32 亿元，预计 2025 年归母净利润 41 亿元，当前市值对应 PE 为 32/28/22 倍，维持“买入”评级。 风险提示：行业周期波动风险、原材料价格波动、地缘政治冲突等。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：罗悦 研究助理：韦译捷）

### 天合光能（688599）：2022 年报点评：2022 年量利双增，技术+规模双重优势持续加强

投资要点 事件：公司发布 2022 年年报，2022 年实现营业收入 850.52 亿元，同比增长 91.21%；实现归属母公司净利润 36.80 亿元，同比增长 103.97%；实现扣非归母净利润 34.65 亿元，同增 123.89%。其中 2022Q4，实现营业收入 268.53 亿元，同比增长 103.19%，环比增长 19.52%；实现归属母公司净利润 12.78 亿元，同比增长 97.23%，环比增长 12.79%；实现扣非归母净利润 12.25 亿元，同增 112.80%，环增 12.34%。 2022Q4 量利双增、看好 2023 年持续高增！2022 年组件出货约 43.09GW，同增约 75%，单瓦盈利约 7 分；2022Q4 出货 13GW，单瓦盈利约 9 分，环增 1 分，单瓦盈利创新高。我们预计 2023Q1 出货 10GW+，单瓦净利达 1.1 毛+；全年组件出货 60-65GW，同增 50%，受益于（1）原材料价格下行，在手高价订单锁价；（2）2023 年 TOPcon 我们预计出货约 20GW，新技术享超额收益；（3）硅片产能落地提升一体化率；总体增厚组件盈利，推动 2023 年量利双升！ 分布式+支架+储能多点开花、贡献业绩增量！2022 年公司分布式系统出货 6GW（权益 4.4GW），其中 2022Q4 出货 2GW+，单瓦盈利约 0.16 元；2023 年组件降价分布式收益率提升，市场进一步扩大，我们预计 2023Q1 出货 2GW+，全年开发 10-12GW（权益 7.4-8.8GW），同增 60%+。支架 2022 年出货 4.4GW，其中跟踪支架 1.7-1.8GW，占比约 40%，2022Q4 出货约 1.3-1.5GW，盈亏平衡；2023 年我们预计出货 8-9GW，同比翻倍增长，跟踪支架占比 50%+。公司储能以国内大储为主，2022Q4 上量迅速，出货约 1.5GWh，扭亏为盈，2022 年出货 2GWh，其中国内超过 1.5GWh，23 年国内海外齐发力，我们预计出货 3-4GWh，可实

现盈利贡献。研发投入加大塑造护城河、产能建设提高规模优势。2022年公司研发投入46.2亿，同增80.8%，其中研发费用12.2亿元，同增32.0%。TOPCON量产效率提升至25.3%，HJT实验室效率达25.6%。我们预计到2023年底电池产能达75GW，其中N型超40GW，组件产能达95GW。盈利预测与投资评级：基于公司N型产能落地及一体化率提升，推动降本盈利超市场预期，我们维持公司2023-2024年归母净利润为71.4/95.7亿元，预计2025年归母净利润117.3亿，同比增长94%/34%/23%，给予2023年23xPE，对应目标价75元，维持“买入”评级。风险提示：政策不及预期，竞争加剧，硅料价格超预期下跌等。

(证券分析师：曾朵红 证券分析师：陈瑶 研究助理：郭亚男)

### 欧普康视(300595)：2023年一季报点评：业绩符合我们预期，期待全年稳步恢复

投资要点 事件：公司发布2023年一季报，23Q1实现营收4.01亿元(+8.17%，表示同比增速，下同)；归母净利润1.73亿元(+16.96%)；扣非归母净利润1.49亿元(+8.43%)。23Q1业绩符合我们预期。22Q4部分订单延后确认到23Q1，公司业绩未实现快速恢复。去年四季度放开导致潜在就诊群体线下就诊受阻，公司视光服务受到限制，订单下滑。公司部分经销渠道订单的收入确认有约一个月滞后性，需要在确认用户适配后才能确认销售收入，一季度镜片收入有部分来自2022年12月份的订单。我们预计二季度增长势头有望延续，公司全年业绩可期。公司全国业务3月份已恢复正增长，目前基本恢复正常，订单增长趋势预计23Q2会延续。此外，公司23Q1实现毛利率78.36%，环比22Q4提升4.59pct，同比22Q1提升0.8pct；23Q1实现净利率49.23%，环比22Q4提升7.73pct，同比22Q1提升5.2pct，公司经营效率逐步恢复。盈利预测与投资评级：我们维持公司2023-2025年归母净利润7.61/9.44/11.67亿元，对应当前市值的PE分别为38/30/25倍，维持“增持”评级。风险提示：线下适配恢复不及预期，集采降幅超预期等。

(证券分析师：朱国广)

### 安井食品(603345)：2022年&2023年Q1业绩点评：疾风知劲草，业绩再超预期

投资要点 事件：公司发布2022年年报和2023年一季报：2022年实现营收121.83亿元，同比+31.39%；归母净利润11.01亿元，同比+61.37%；扣非归母净利润9.98亿元，同比+78.22%。22Q4实现营收40.27亿元，同比+26.80%；归母净利润4.12亿元，同比+118.35%；扣非净利润3.93亿元，同比+120.68%。23Q1实现营收31.91亿元，同比+36.43%；归母净利润3.62亿元，同比+76.94%；扣非净利润3.45亿元，同比+94.31%。菜肴制品持续放量，锁鲜装助推火锅料亮眼表现。1)分产品：2022全年公司米面、肉类、鱼糜、菜肴制品分别实现收入24/24/39/30亿元，同比+18%/11%/13%/111%。23Q1分别同比+20%/28%/29%/65%。今年一季度肉制品、鱼糜制品实现近30%增长主因去年低基数+锁鲜装延续高增速相关(23Q1同比+50%+)。一方面我们应持续关注公司主观上在C端布局高端化的积极动作，另一方面，也应注意客观上锁鲜装在潮水褪去后，安井脱颖而出的成果。2)分渠道：2022全年经销、商超、特通、新零售、电商渠道分别同比+27%/6%/117%/147%/98%。2023Q1分别同比+41%/-3%/+32%/+42%/+288%。公司23年将按照“渠道扫盲、终端为王”思路推进渠道建设，加强全渠道覆盖，尤其加强团餐系统开发。3)分地区：2022

全年华东、华北、华中、东北、华南、西南、西北区域销售同比+24%/41%/45%/26%/35%/20%/61%。2023Q1 分别同比+22%/60%/67%/14%/52%/44%/108%。经销商数量截止 22Q4 末 1836 个,比全年净增 184 个,平均单个经销商创收 533.99 万元,同比+14%。净利率连创新高,费用管控执行强+长期产品优化、竞争力提升。从安井主业看,在 2022 全年,2022Q4、2023Q1 安井主业净利率分别为 9.95%/11.38%/12.13%,分别同比+2.51/5.46/4.03pct。大幅提升主要考虑:1) 费用端:公司严控费用,设置采购总监,对工厂生产效益考核趋严,对渠道费用投入收缩力度较大,包括商超促销人员、差旅会务费用等,执行坚决。2) 成本端:收购新宏业、新柳伍后鱼控价能力增强(全年鱼糜采购均价同比-3%)。3) 产品优化:锁鲜装放量,产品结构持续优化。公司自 2019 年 7.09%的归母净利率提升 1.95pct 至 2022 年的 9.04%。在外部充满不确定的背景下,公司及时调整节奏,保持稳定增长的同时,盈利能力显著提升。我们认为这体现了公司长期竞争力的提升。从集团整体看,公司 2022 全年归母净利率为 9.04%,同比+1.68pct。具体看毛利率 21.96%,同比-0.16pct。销售/管理/研发/财务费用率分别为 7.17%/2.81%/0.77%/-0.62%,分别同比-1.99/-0.64/-0.18/-0.63pct。2023Q1 归母净利率为 11.33%,同比+2.59pct。具体看毛利率 24.71%,同比+0.5pct。销售/管理/研发/财务费用率分别为 7.36%/2.82%/0.58%/-0.64%,分别同比-2.95/-0.21/-0.30/-0.30pct,费效提升明显。行稳致远,集团“5+1”品牌布局,战略规划清晰。目前公司形成 5+1 品牌矩阵,包括安井主品牌,新柳伍、新宏业收购品牌,预制菜安井小厨、冻品先生以及高端鱼副产品安仔。主业锁鲜装+虾滑将作为超级大单品,锚定 3 年含税 50 亿的销售目标,锁鲜装 4.0 即将面世。预制菜布局清晰,大单品陆续跑出,安井小厨首年就在小酥肉单品上实现突破,今年预期将进一步聚焦鸡肉调理制品包括藤椒鸡排、鸡米花、咔滋脆鸡排等与小酥肉形成“5+1”产品策略深耕大单品。冻品先生酸菜鱼大单品打造成效明显,今年将在此基础上着力打造香辣烤鱼。安仔主营鱼副和高端鱼糜产品,对低值原料高值利用,持续提升公司利润水平。洪湖工厂也会发挥当地资源优势,在藕、牛蛙等水产产品上不断深挖,丰富菜肴产品矩阵。盈利预测与投资评级:根据公司最新业绩,考虑到公司产品结构持续优化带动盈利能力提升,我们上调公司盈利预测,预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 14.8/18.6/22.68 亿元,同增 35%/26%/22%,EPS 分别为 5.05/6.35/7.73(2023-2024 年前次为 4.76/6.00 元),对应当前 PE 为 30x、24x、20x,维持“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)

### 福莱特(601865): 2023 年一季报点评: Q1 盈利承压, 盈利周期底部逆势扩产巩固优势

投资要点 事件: 公司发布 2023 年一季报, 2023Q1 实现营业收入 53.65 亿元, 同增 52.90%, 环增 26.35%; 实现归属母公司净利润 5.11 亿元, 同增 17.11%, 环降 17.31%; 实现扣非归母净利润 4.98 亿元, 同增 18.76%, 环降 17.65%。2023Q1 毛利率为 18.47%, 同降 3.00pct, 环降 3.57pct。23Q1 盈利承压, Q2 需求回暖盈利修复: 我们测算 2023Q1 公司光伏玻璃销量约 2 亿平+, 环增 30%+, 由于一季度组件去库而玻璃供给较刚性, 供需差推动单价环降约 5%, 带动毛利率略降约 3pct 至 18-19%。3 月硅料降价重启, 促进下游需求持续向好, 推动玻璃 4 月涨价 0.5-1 元/平; 成本端纯碱、天然气价格有所下行, 我

们预计 Q2 盈利环比修复。目前公司库存已缩短至 10 天左右，随组件排产提升+双玻渗透率提高，玻璃有望迎来量利提升。盈利周期底部逆势扩产，石英砂自供+大窑炉成本优势增强。政策端光伏玻璃扩产审批趋严，2022 年底公司产能达 19400 吨/日，我们预计 2023 年底产能可达 25400 吨/日，同增 30%，盈利周期底部逆势扩产，规模优势将进一步显现。成本端，公司持续拉大与 2 线玻璃厂差距：1) 向上布局石英砂矿：公司收购石英砂矿，保障石英砂自供，我们预计自供比例将长期维持在 70-80%，测算自供部分可节约成本 2 元/平；2) 窑炉技术升级：计划投入 1600 吨大窑炉，相比 1000 吨级能耗可降 10-15%，成品率由 85% 提升至 88-89%，我们预计后续公司与二线玻璃厂毛利率差异将进一步拉大。盈利预测与投资评级：基于光伏需求持续旺盛，我们基本维持公司盈利预测，我们预计 2023-2025 年归母净利润为 31.1/43.3/57.8 亿元，同比+47%/+39%/+33%，基于公司光伏玻璃龙头地位，我们给予公司 2023 年 30 倍 PE，目标价 43.5 元，维持“买入”评级。风险提示：政策不及预期，竞争加剧等。

(证券分析师：曾朵红 证券分析师：陈瑶 研究助理：郭亚男)

### 顺网科技 (300113)：2022 年年报点评：2023 年业绩复苏可期，多元布局渐显成效

**投资要点** 事件：2022 年公司实现营业收入 11.24 亿元，yoy-1.60%，归母净利润 -4.06 亿元，去年同期为 0.61 亿元，扣非归母净利润-4.21 亿元，去年同期为 0.23 亿元，业绩落入此前预告区间。展会业务短期承压，商誉减值拖累业绩。2022 年公司营收同比下滑 1.60%，主要系 ChinaJoy 线下展受疫情影响未如期举办，对应会展业务收入同比下滑 97.18%。若不考虑会展业务，2022 年公司收入同比增长 9.10%，经营韧性凸显。同时因会展业务经营业绩下降幅度较大，公司对展会主办方即全资子公司上海汉威信恒展览有限公司计提商誉减值准备 4.30 亿元，致归母及扣非归母净利润承压。持续研发投入，积极拥抱 AI，期待成长型业务持续落地。2022 年公司销售费用率 9.50%，yoy-0.79pct，管理费用率 17.71%，yoy-3.68pct，财务费用率-3.17%，去年同期为-2.32%，研发费用率 18.68%，yoy-0.71pct。公司持续研发投入，已完成基于区块链的虚拟元宇宙平台、基于边缘计算的顺网云游戏平台、基于人工智能的内容推荐服务、面向用户泛娱乐体验的虚拟物品交易平台、基于 GAN 网络的视频转动漫风格迁移技术研究及应用等项目的研发，并还在推进基于深度学习的机器博弈类游戏 AI 引擎研究等研究项目。我们看好公司云服务商业化稳健推进，同时持续拓展新应用领域，积极布局 AI，探索业绩新增长点。传统业务复苏弹性可期，电竞酒店有望成为业绩新增长点。2022 年公司网络广告及增值业务实现营收 7.30 亿元，yoy+17.29%，营收占比为 64.92%，展望 2023 年，游戏版号常态化发放趋势已确立，行业新游供给稳步向善，将带来游戏广告投放需求增长，公司网络广告及增值业务有望受益。同时 2023 年 ChinaJoy 线下展有望顺利举办，将带动展会业绩回暖。此外，公司电竞酒店布局进展明显，截至 2022 年末，公司电竞酒店终端同比提升 61%，单用户服务时长为网咖场景的 3 倍，公司于成长型业务的投入成效开始显现，有望成为未来业绩新增长点。盈利预测与投资评级：考虑到公司传统业务复苏，叠加成长型业务增长强劲，我们上调 2023-2024 年并新增 2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年 EPS 分别为 0.22/0.29/0.33 元（2023-2024 年此前为 0.18/0.22 元），对应当前股价 PE 分别为 65/50/44 倍。我们看好公司 2023 年业绩复苏弹性，以及新业务成长潜力，维持“买入”评级。风



风险提示：云业务产品落地不及预期，游戏业务下滑加速，传统业务恢复不及预期。

（证券分析师：张良卫 证券分析师：周良玖 研究助理：陈欣）

### 同花顺（300033）：2023年一季报点评：业绩稳健增长，关注AI应用持续落地

**投资要点** 事件：2023Q1 公司实现营业收入 6.1 亿元，同比增长 18.42%；实现归母净利润 1.22 亿元，同比增长 9.26%；实现扣非归母净利润 1.15 亿元，同比增长 7.06%；销售商品、提供劳务收到的现金 7.45 亿元，同比提升 14.8%，公司 23Q1 业绩符合我们预期。 证券市场 Q1 略显疲软，公司业绩实现逆势增长。2023Q1 证券市场延续 2022 年趋势，根据 WIND 统计，2023Q1 全部 A 股成交额同比下降 11.2%。尽管市场略显疲软，公司营收及销售收款仍实现同比增长，主因公司不断利用 AI 等最新技术优化产品，深度挖掘用户需求，投资者对金融信息服务需求增加。此外，2023Q1，公司合同负债达 10.72 亿元，环比增长 9%。 规模扩张加大成本费用，致净利率同比下降。2023Q1，公司归母净利率达 20.04%，同比下降 1.68pct，主因公司规模扩张致成本费用提升：1）由于采购的信息数据费用、技术服务人员薪酬等增加，23Q1，公司毛利率达 82.4%，同比下降 1.58pct；2）公司规模扩大，总部大楼等固定资产折旧、员工薪酬等增加，23Q1 公司管理费用率为 9.24%，同比提升 1.08pct；3）公司加大精准营销推广力度及相应投入，23Q1 公司销售费用率为 14.44%，同比提升 0.53pct。 加大研发投入，关注 AI 应用落地。公司持续加大研发投入，进一步加大对机器学习、自然语言处理等关键技术攻关，特别是在 AI 大模型、AIGC 等领域的应用研究。23Q1，公司研发费用达 2.81 亿元，同比提升 7.47%。公司前瞻布局 AI，具备海量金融垂类数据基础，有望在多个领域打造新的盈利增长引擎：1）基于多年经验及流量规模积累，已具备海量金融垂类数据基础。2）公司自 2009 年起即已布局 AI 领域，目前已有 i 问财、智能语音、智能机器人等产品及服务。3）公司基于自主智能语音技术的产品已应用于多家证券公司、基金公司及电信运营商；同花顺虚拟数字人对话平台已落地多个大型客户。 盈利预测与投资评级：考虑到公司的互联网金融信息服务龙头地位及竞争力；AI 技术赋能增值服务，应用拓展至多场景，有望打开业绩增长空间。我们维持此前盈利预测，预计 23-25 年归母净利润为 22/25/29 亿元，同比变动 29%/16%/14%，对应当前股价 PE 分别为 46/39/34 倍，维持“买入”评级。 风险提示：行业竞争风险，AI 技术及应用发展不及预期

（证券分析师：张良卫 证券分析师：胡翔 研究助理：晋晨曦）

### 华海清科（688120）：2022年&2023年一季报点评：CMP设备持续快速放量，业绩实现高速增长

事件：公司发布 2022 年报和 2023 年一季报。 CMP 设备&配套服务、晶圆再生同时放量，收入端延续高速增长 2022 年公司实现营业收入 16.49 亿元，同比+104.86%；其中 Q4 实现营业收入 5.15 亿元，同比+97.46%，符合先前业绩预告指引，分业务看：1）CMP 设备：2022 年实现收入 14.32 亿元，同比+106.24%，占营收比重达 86.77%，是公司收入增长最大驱动力。2）其他：关键耗材与维保服务、晶圆再生等业务实现营业收入 2.18 亿元，同比+96.22%。一方面，随着公司 CMP 设备保有量的不断攀升，耗材、维保业务收入实现快速放量；另一方面晶圆再生也贡献了一定收入。 2023Q1 公司实现营收 6.16 亿元，

同比+76.87%，环比+19.54%，略超我们预期，核心在于 CMP 设备在手订单充足，陆续确认收入，叠加配套服务&晶圆再生等业务同样实现快速增长。2022 年公司新签订单 35.71 亿元（不含 Demo），创历史新高。截至 2023Q1 末，公司存货和合同负债分别为 23.05 和 13.24 亿元，在手订单充足，将保障 2023 年延续高速增长。毛利率提升叠加费用率下降，盈利水平不断提升。2022 年公司实现归母净利润 5.02 亿元，同比+152.98%，实现扣非归母净利润 3.80 亿元，同比+233.36%，2022 年公司归母净利率和扣非归母净利率分别为 30.42% 和 23.04%，分别同比+5.79pct 和+8.88pct，盈利水平明显提升。1) 毛利端：2022 年公司销售毛利率为 47.72%，同比+2.99pct，其中 CMP 设备和其他业务毛利率分别为 47.65%、48.22%，分别同比+4.87pct、-8.71pct，CMP 设备毛利率提升我们推测主要系产品结构优化&规模化降本，其他业务毛利率下降主要系晶圆再生放量且毛利率低于耗材维保服务业务，由此可见公司整体毛利率提升主要系收入占比较高的 CMP 设备毛利率提升所致。2) 费用端：2022 年公司期间费用率 24.63%，同比-5.99pct，其中销售、管理、财务、研发费用率分别同比-2.23 pct、-2.27 pct、-0.45 pct、-1.03pct，主要系规模效应显现。2023Q1 公司实现归母净利润 1.93 亿元，同比+112.49%，实现扣非归母净利润 1.67 亿元，同比+114.46%，利润端同样超我们预期，2023Q1 归母净利率和扣非归母净利率分别为 31.46% 和 27.12%，分别同比+5.27pct 和+4.75pct，盈利水平进一步提升。2023Q1 公司销售毛利率为 46.66%，同比-0.67pct，主要系产品结构变化；2023Q1 公司期间费用率为 18.70%，同比-1.87pct，主要系规模效应。此外，我们注意到 2023Q1 软件增值税即征即退退税 3086 万元，一定程度上增厚了当期利润。立足 CMP 设备不断完善产品线，公司成长空间持续打开。公司在稳固 CMP 设备龙头地位的同时，不断丰富半导体设备产品线，并积极拓展后服务&晶圆再生业务，成长空间一步步打开。1) CMP 设备：在逻辑芯片、DRAM 存储芯片、3D NAND 存储芯片等领域的成熟制程均完成了 90% 以上 CMP 工艺类型和工艺数量的覆盖度，部分关键 CMP 工艺类型成为工艺基准（Baseline）机台，同时，公司积极开拓先进封装、大硅片、化合物半导体等市场，并推出相关产品，市场空间持续拓宽；2) 减薄设备：Versatile-GP300 减薄抛光一体机，满足 3D IC 对超精密磨削、CMP 及清洗的一体化工艺需求，在客户端验证顺利，预计 2023 年内实现小批量出货。同时，针对封装领域的 12 英寸超精密减薄机，成功突破了超薄晶圆加工等技术难题，计划于 2023 年发往客户端进行验证；3) 清洗、膜厚量测等设备：自主研发的清洗设备已批量用于公司晶圆再生生产，预计 2023 年推向相关细分市场。FTM-M300DA 金属薄膜厚度测量设备已实现小批量出货，已在高端制程完成部分工艺验证。用于湿法工艺设备中研磨液、清洗液等化学品供应的 HS2S/HCDS 供液系统设备已获得批量采购；4) 后服务：随着公司 CMP 设备保有量的不断攀升，耗材零部件、7 区抛光头维保服务等业务量也会相应提升，关键耗材维保及技术服务将成为公司新的利润增长点；5) 晶圆再生：晶圆再生业务已实现双线运行，大幅提高了再生工艺水平和客户供应能力，2022 年末产能已经达到 8 万片/月，获得多家大生产线批量订单并实现长期稳定供货，有望持续放量。盈利预测与投资评级：考虑到公司盈利水平提升，我们调整公司 2023-2024 年归母净利润预测分别为 8.16 和 10.93 亿元（原值 7.84 和 10.65 亿元），并预计 2025 年归母净利润为 14.51 亿元，当前市值对应动态 PE 分别为 52、39 和 29 倍。基于公司较高的成长性，维持“买入”评级。风险提示：下游资本开支下滑、美国制裁影响、新品

产业化不及预期。

(证券分析师: 周尔双 证券分析师: 黄瑞连)

**青岛啤酒 (600600): 2023 年一季报点评: 业绩续超预期, 旺季弹性可期**

事件: 公司发布 2023Q1 业绩公告, 实现营收 107.1 亿元(yoy+16.3%), 归母净利 14.5 亿元(yoy+28.9%), 扣非归母净利 13.5 亿元(yoy+32.1%), 扣非归母净利率达到 12.6%(yoy+1.5pct)。得益于淡季不淡收入迅速复苏、毛利率上行、费控效果良好等多因素共振, 2023Q1 业绩超市场预期, 实现产品销量、收入、利润的全面增长且创出历史新高。得益于低基数&高端化逻辑持续演绎, 公司量价齐增显著。1) 2023 年 Q1 整体销量 236.3 万千升(yoy+11.01%), 分品牌来看, 主品牌青岛、其它品牌销量分别为 140.1、96.2 万千升(yoy+7.45%/+16.61%), 青岛主品牌销量占比达 59.3%, yoy-2pct, 我们预计 1-2 月因“阳康”、春节聚餐等多因素影响, 销量表现平稳, 3 月低基数效应(去年同期青岛疫情)使得整体销量实现较快增长。2) 2023 年 Q1 公司中高端以上产品销量达 98.4 万千升(yoy+11.55%), 我们预计其中青岛纯生、经典、白啤等核心单品表现良好, 产品矩阵升级&部分产品于 2022 年结构性提价带动 2023Q1 整体吨酒价格达到 4,531 元, 同比 2022Q1 增长 4.8%, 较 2022 年全年增长 13.7%。毛利率得益于吨价增长&成本下行持续提升, 降本增效成果显著, 驱动业绩增速高于收入增速。2023 年 Q1 公司吨成本为 2,795 元(yoy+3.96%), 得益于产品结构升级对冲成本提升, 一季度毛利率达 38.3%(yoy+0.47pct), 今年大麦全年锁定价格处于相对高位, 但季节性采购的包材价格同比走弱, 我们预计毛利率有望持续优化。公司在疫情下营销费用投入更加稳健、亦通过内部降本增效措施削减开支, 2023 年 Q1 销售费用率 13.8%(yoy-0.35pct), 管理费用率 3.0%(yoy-0.87pct), 费控成效良好。盈利预测与投资评级: 近期渠道反馈乐观, 各地经销商备货意愿积极。展望全年, 消费旺季将临+产品中高端化升级+结构性提价落地+包材成本回落+降本增效等五大因素共振将带来较大业绩弹性。我们上调 2023-25 年归母净利润至 44.8/50.5/54.9 亿元(前值为 43.4/49.3/54.2 亿元), 同比+21/+13/+9%, 对应最新收盘价 2023-2025 年动态 PE 为 35/31/28 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 疫情反复致场景复苏不及预期; 成本端压力上涨风险; 竞争格局变化。

(证券分析师: 汤军 证券分析师: 李昱哲)

**正帆科技 (688596): 2022 年&2023 年一季报点评: 在手订单充足, 业绩有望延续快速增长**

事件: 公司发布 2022 年报和 2023 年一季报。集成电路业务快速放量, 2022 年收入端延续快速增长 2022 年公司实现营业收入 27.05 亿元, 同比+47.26%, 其中 Q4 为 9.01 亿元, 同比+49.75%, 基本符合我们预期。分行业来看: 1) 集成电路: 2022 年实现收入 10.76 亿元, 同比+131.90%, 是收入端增长主要驱动力, 我们判断一方面受益于集成电路行业大规模扩产, 公司高纯工艺系统需求旺盛, 另一方面系 Gas Box 快速放量, 同样贡献不俗增量; 2) 光伏: 2022 年实现收入 7.90 亿元, 同比+24.47%; 3) 化合物半导体: 2022 年实现收入 1.07 亿元, 同比+9.27%; 4) 平板显示: 2022 年实现收入 1.37 亿元, 同比-42.09%, 受面板行业景气下滑明显拖累; 5) 生物医药: 2022 年实现收入 3.77 亿元, 同比+102.30%, 实现高速增长。6) 光纤通信: 2022 年实现收入 1653 万元, 同比-43.80%, 明显下滑。分产品来看: 1) 电子工艺装备: 2022 年实现收入 18.99 亿元, 同比+47.92%; 2) 生物制

药设备：2022 年实现收入 3.45 亿元，同比+105.43%；3）电子气体：2022 年实现收入 2.43 亿元，同比+38.09%；4）MRO：2022 年实现收入 2.15 亿元，同比+14.50%。2023Q1 公司实现营业收入 4.11 亿元，同比+13.42%，增速有所放缓，我们判断一方面系 Q1 为传统收入确认淡季，另一方面系 2022 年 12 月疫情延续到 2023 年 1 月份，叠加春节影响，客户在 2 月份后才开始大规模开工，一定程度上影响公司订单交付。截至 2023Q1 末，公司存货和合同负债分别为 24.80 和 14.25 亿元，分别同比+88.23%和+48.33%，分别较 2022 年底增长 25.02%和 28.17%。新签订单方面，公司 2022 年新签订单 41.34 亿元，同比增长 52.50%。2023Q1 新签订单 14.79 亿元，同比+25.9%，低于我们预期，主要部分订单未签订合同延后到 Q2。公司在手订单充足，将保障 2023 年收入端高速增长。股份支付费用压制利润端表现，2022 年销售净利率同比基本持平。2022 年公司实现归母净利润 2.59 亿元，同比+53.61%，其中 Q4 为 1.21 亿元，同比+99.33%，落于业绩预告中位区间（2.53-2.70 亿元）。2022 年公司销售净利率为 9.66%，同比+0.51pct，略有增长。1）毛利端：2022 年销售毛利率为 27.46%，同比+1.29pct，其中电子工艺设备、生物制药设备、电子气体、MRO 和其他业务毛利率分别为 27.66%、24.35%、17.73%、41.29%和 45.91%，分别同比+2.85pct、-1.10pct、-1.98pct、+0.66pct 和+7.55pct，电子工艺设备毛利率提升是销售毛利率提升的主要驱动力。2）费用端：2022 年期间费用率为 17.41%，同比+1.26pct，其中销售、管理、研发和财务费用率分别同比-0.45pct、-0.05pct、+1.28pct 和+0.48pct，研发费用率明显上提，一定程度上压制盈利水平。2022 年公司股份支付费用达到 3977 万元，若剔除股份支付费用影响，2022 年公司扣非归母净利润为 2.54 亿元，同比+69.13%，明显高于收入端增速，真实盈利水平表现十分出色。2023Q1 公司实现归母净利润 1115 万元，同比-0.97%，实现扣非归母净利润 735 万元，同比+119.11%。2023Q1 公司销售净利率和扣非销售净利率分别为 3.64%和 1.79%，分别同比+0.35pct 和+0.86pct，略有提升。2023Q1 销售毛利率为 31.35%，同比+7.07pct，2023Q1 期间费用率达到 28.12%，同比+7.19pct，明显压制毛利率上升对于净利率的正向贡献。工艺介质系统有望持续扩张，Gas Box 和 OPEX 业务打开成长空间。公司在稳固工艺介质供应系统市场龙头地位的同时，积极布局半导体设备零部件（Gas Box），并不断拓展电子气体、MRO 等 OPEX 业务，不断打开成长空间。1）工艺介质供应系统：若仅考虑半导体行业，我们估算 2021 年中国大陆工艺介质供应系统市场规模为 144 亿元，2023 年有望达到 206 亿元。若再考虑到光伏等行业需求，我们判断 2021 年本土工艺介质供应系统市场规模将突破 200 亿元。2022 年公司电子工艺设备实现收入 18.99 亿元，我们预估公司在本土市场份额不足 10%，成长空间依旧较大。2）Gas Box：若仅考虑半导体设备需求，我们预估 2021 年全球和中国大陆 Gas Box 市场规模分别为 163 和 47 亿元，2023 年有望达到 192 和 67 亿元。若再考虑光伏、面板显示等行业需求，我们判断 2021 年中国大陆 Gas Box 市场规模将超过 100 亿元。半导体设备零部件全球供应链紧张、贸易摩擦加速国产替代诉求，公司正在积极对接半导体&光伏设备客户，有望进入快速放量阶段。3）OPEX：（1）电子气体：公司是国内为数不多能稳定量产电子级砷烷、磷烷的企业之一，2022 年募投项目重点布局电子大宗气，实现产品和区域覆盖度的拓展。（2）MRO：公司为本土少数具备 MRO 一站式服务的综合能力的企业，后市场服务有望快速放量。盈利预测与投资评级：考虑到公司在手订单充足，我们维持 2023-2024 年公司归母净利润分别为 4.03 和 5.69 亿元，并预计

2025 年归母净利润为 7.56 亿元，当前市值对应动态 PE 分别为 31、22 和 17 倍。基于公司的高成长性，维持“增持”评级。风险提示：下游资本开支下滑、市场竞争加剧、新业务开展不及预期等。

(证券分析师: 周尔双 证券分析师: 黄瑞连)

### 双良节能(600481): 2022 年报点评: 硅片业务快速放量, 装备+材料双轮驱动

**投资要点** 2022 年业绩高增, Q4 硅片跌价略有影响: 2022 年公司实现营业收入 144.8 亿元, 同比+278%, 分产品来看, 节能节水领域的溴冷机收入 9.9 亿元, 同比-17%, 占比 7%, 换热器收入 6.0 亿元, 同比+47%, 占比 4%, 空冷器收入 11.4 亿元, 同比+20%, 占比 8%; 光伏领域的还原炉收入 29.1 亿元, 同比+197%, 占比 20%, 硅片收入 86.1 亿元, 同比+3559%, 占比 59%, 组件首次实现收入 0.1 亿元; 归母净利润 9.6 亿元, 同比+208%; 扣非归母净利润 9.0 亿元, 同比+277%。2022Q4 单季实现营业收入 57.3 亿元, 同比+267%, 环比+29%; 归母净利润 1.3 亿元, 同比-5%, 环比-74%; 扣非归母净利润 1.0 亿元, 同比+22%, 环比-78%, 主要系 Q4 硅片计提部分跌价损失及产能稼动率未打满有关, 我们预计 2022 全年出货约 13.5GW, 利润约 3 亿元(单瓦净利 0.02 元)。硅片产能持续爬坡, 盈利能力有望逐步改善: 2022 年公司综合毛利率为 16.5%, 同比-11.3pct, 分产品来看, 节能节水领域的溴冷机毛利率 27.7%, 同比-0.4pct, 换热器毛利率 30.1%, 同比-1.6pct, 空冷器毛利率 16.4%, 同比-8.4pct; 光伏领域的还原炉系统毛利率 34.7%, 同比-3.8pct, 主要系低毛利率的撬块占比提升, 硅片毛利率 7.9%, 同比+20pct, 组件毛利率-33%; 净利率为 7.2%, 同比-1.6pct, 期间费用率为 7.3%, 同比-9.1pct, 其中销售费用率为 1.6%, 同比-4.6pct, 管理费用率(含研发)为 4.7%, 同比-4.2pct, 财务费用率为 0.9%, 同比-0.3pct。2022Q4 单季综合毛利率为 10.6%, 净利率为 2.7%。合同负债&存货高增, 保障业绩增长: 截至 2022 年底公司合同负债为 17.9 亿元, 同比+60%, 存货为 28.4 亿元, 同比+170%, 表明公司在手订单充沛, 保障业绩高增; 2022 年公司经营活动净现金流为-34.3 亿元, 主要系产能爬坡阶段购买硅料及石英砂等使得预付款支出较多, 未来随着产能利用率提升, 现金流有望改善。设备关注空冷塔&还原炉&电解槽设备, 硅片&组件有望贡献较大业绩增量: (1)设备: a.空冷塔: 空冷订单有望伴随火电重启迎来高增, 1GW 火电对应空冷塔价值量大约 2 亿元, 双良空冷塔的优势在于钢结构替代了传统的水泥结构。b.还原炉: 双良市占率达 70%, 我们预计 2023 年硅料新增产能 95 万吨左右, 持续受益于下游硅料厂积极扩产。c.电解槽设备: 双良在电解水制氢设备领域有渠道优势, 已规划 300 台设备产能。(2)材料: a.硅片: 公司硅片产能持续爬坡, Q1 稼动率维持高位, 规模效应逐步显现, 同时公司已锁定部分进口石英砂, 随着行业排产上修、石英坩埚或更加紧缺, 公司石英砂保供有望带来量利齐升, 我们预计 2023 年全年硅片出货约 35GW, 有望贡献较大业绩增量。b.组件: 2023 年 4 月 13 日晚公司公告获国能龙源 3.55 亿元组件采购合同, 目前组件产能规划 20GW、一期 5GW, 我们预计 2023 全年组件出货 3.5GW 左右。盈利预测与投资评级: 公司传统节能节水设备业务稳定增长, 多晶硅还原炉受益于下游积极扩产&龙头地位带来充足订单, 硅片、组件等业务快速放量, 我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 25(原值 22, 上调 14%)/32(原值 28, 上调 14%)/39 亿元, 当前股价对应动态 PE 分别为 11/9/7 倍, 维持“增持”评级。风险提示: 下游扩产不及预期, 新品拓展不及预期。

(证券分析师: 周尔双 证券分析师: 刘晓旭)

**新锐股份 (688257): 2022 年报&2023 年一季报点评: 业绩符合预期, 2022Q3 以来毛利率持续改善**

投资要点 业绩基本符合预期, 硬质合金工具营收快速增长 2022 年公司营收 11.8 亿元(同比+32.35%), 归母净利润 1.5 亿元(同比+7.7%), 扣非归母净利润 1.1 亿元(同比-10.15%), 营收增长较快主要系公司积极开拓国内外市场, 硬质合金和硬质合金工具产品销售均保持良好增长势头所致。分产品来看, 硬质合金工具快速增长, 合金制品&配套产品稳健增长: 2022 年硬质合金工具实现营收 5.1 亿元, 同比+51.4%, 增量部分 60%来自于顶锤式冲击钎具及数控刀片, 40%来自于牙轮钻头(牙轮钻头销量增幅为 14.55%); 合金制品实现营收 3.8 亿元, 同比+23.0%, 其中耐磨零件合金同比增幅 43.7%; 配套产品实现营收 2.5 亿元, 同比+11.9%, 主要系各类钻杆、钻机配件等增幅较大。单四季度来看, 公司实现营收 3.0 亿元, 环比+1.5%; 归母净利润 0.37 亿元, 环比+5.65%, 业绩环比已有改善。 2023Q1 公司实现营收 3.7 亿元, 同比+33.7%; 归母净利润 0.38 亿元, 同比+3.5%; 扣非归母净利润 0.31 亿元, 同比+14.0%, 剔除股份支付费用后的扣非归母净利润 0.34 亿元, 同比+23.8%, 业绩基本符合预期。 截至 2023Q1 末公司存货为 5.5 亿元, 同比+47.0%; 合同负债为 0.14 亿元, 同比+228.1%。2023Q1 公司经营活动净现金流为-0.94 亿元, 同比-38.0%, 主要原因系: 1) 应收票据背书用于支付固定资产购置款项; 2) 2022 年绩效考核奖金在 2023Q1 支付。 营运能力方面, 2022 年公司应收账款周转天数为 112.9 天(同比+22.9 天), 存货周转天数为 189.8 天(同比+29.0 天), 基本保持稳定。 盈利能力受原材料价格及新建项目影响, 2022Q3 以来持续改善 2022 年销售毛利率为 29.9%, 同比-6.9pct, 主要系: 1) 原材料价格上涨; 2) 武汉“硬质合金制品建设项目”竣工投产后新增折旧等成本费用, 导致营业成本的增幅高于营业收入的增幅。2022Q3 以来, 公司销售毛利率持续回升, 2022Q4 销售毛利率为 30.0%, 环比+2.2pct; 2023Q1 销售毛利率为 33.6%, 同比+2.3pct, 环比+3.6pct, 我们判断公司销售毛利率回升的主要原因系: 1) 原材料价格有所下降; 2) 下游需求回暖带动公司产能利用率提升。2022 年销售净利率和扣非净利率为 14.0%和 9.3%, 同比分别-2.75pct 和-4.4pct, 销售净利率下降幅度低于销售毛利率主要系公司 2022 年费用管控能力进一步提升, 2022 年公司期间费用率为 16.4%, 同比-1.6pct, 其中销售/管理(含研发)/财务费用率分别同比-0.1pct/-0.6pct/-0.9pct。2023Q1, 公司销售净利率为 12.8%, 同比-1.7pct; 期间费用率 18.70%, 同比+2.9pct, 其中销售费用率 5.2%, 同比+2.4pct, 管理费用率(含研发) 12.1%, 同比-0.8pct, 财务费用率 1.4%, 同比+1.3pct, 其中销售费用率提升主要系子公司江仪股份并表所致, 财务费用率提升主要系汇兑损益影响较大。 我们判断随着原材料价格企稳, 下游需求进一步回暖带动公司产能利用率提升, 公司盈利能力有望恢复性增长。 使用超募资金扩产&收购完善产业链布局, 长期成长可期 (1) 产能扩张: a. 硬质合金制品, 武汉硬质合金制品建设项目的搬迁以及设备调试工作已基本完成, 产能将逐步爬坡至 1800 吨/年; b. 牙轮钻头, 新增 2 万套的 IPO 武汉扩产项目持续推进, 合计年产能将从 2021 年底 3.1 万套提升至 2024 年的 7 万套。 c. 其他: 公司公告拟使用 IPO 超募资金 1.27 亿元, 投入精密零件建设项目和潜孔钻具、扩孔器建设项目。项目达产后, 将新增硬质合金(耐磨工具)产能 184 吨/年, 潜孔钻具产能钻具产能 7,498 只/年、钎头产能 45,288 只/年、扩孔器产能 1,600 只/年, 将合计贡献年收入 3.3 亿元, 年净利润 3780.1 万元。 (2) 新产品&新领域: a. 顶锤式钻具, 公司使用

2,113.68 万元收购贵州惠洋众一机械制造有限公司（以下简称“惠洋众一”）51.005%的股份。惠洋众一是一家从事高端凿岩钎具研发、生产与销售的公司，产品主要为顶锤式钻具，广泛应用于矿山开采、基础建设施工等领域。公司通过收购惠洋众一布局顶锤式钻具产品线，可进一步拓展新产品领域。

b.石油仪器仪表，公司通过要约方式收购湖北江汉石油仪器仪表股份有限公司（全文简称“江仪股份”）34.3%的股权。江仪股份主要业务为研发、生产和销售石油石化仪器仪表、设备产品，同时提供测井测试服务，具有数十年的石油仪器仪表生产历史，在生产规模及技术研发水平方面均处于国内石油仪器仪表专业化企业前列。本次收购有利于公司延展产业链至石油领域，丰富公司石油领域产品品类，与现有石油用硬质合金产品形成协同效应。

（3）业务拓展：通过株洲韦凯布局数控刀具业务，通过搬迁至新厂房、增加先进生产设备等措施，促使产能不断扩充。公司后续有望效仿山特维克自主研发+外延收购的成长路径，发展为中国的硬质合金龙头，并逐步向海外扩张。

盈利预测与投资评级：考虑到公司产能逐步释放，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 1.99（维持）/2.66（维持）/3.33 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 16/12/10 倍，维持“增持”评级。

风险提示：下游需求不及预期、海外市场不可控、原材料价格波动风险。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：罗悦）

### 南网储能（600995）：2023 一季报点评：价值低估，重视新型电力系统稀缺储能资产

事件：（1）公司公布 2023 年一季报，2023 年一季度实现营业收入 14.09 亿元，同比增长 7.8%（剔除文山电力置出业务，下同）；实现归母净利润 3.80 亿元，同比增长 19.4%；实现经营活动现金流量净额 12.01 亿元，同比增长 35.0%，主要因 2023 年是梅州、阳江抽水蓄电站全面投产后的首个会计年度，第一季度收入按期回款。

当前装机（2022 年底）：公司在运抽水蓄能 1028 万千瓦，市占率 22.5%；在运新型储能 11.1 万千瓦，占比 0.9%。截至 2022 年底，公司在运总装机达 1242.1 万千瓦，其中抽水蓄能 1028 万千瓦、新型储能 11.1 万千瓦、调峰水电 203 万千瓦。抽水蓄能：根据公司年报，2022 年全国抽水蓄能装机容量约 4579 万千瓦，其中公司抽水蓄能装机 1028 万千瓦，占比 22.5%。新型储能：2022 年全国累计新型储能规模达到 12.7GW，其中公司在运 0.11GW，占比 0.9%。

未来规划装机：到 2025 年抽水蓄能投产 1388 万千瓦，占比 22.4%；新型储能投产 200 万千瓦，占比从 2022 年 0.9%提升至 7%。抽水蓄能：《抽水蓄能中长期发展规划》预计到 2025 年我国抽水蓄能投产 6200 万千瓦，公司规划投产 1388 万千瓦，占比 22.4%（与 2022 年 22.5%占比接近），公司 3 年复合增速约 11%；到 2030 年全国抽水蓄能规划达 1.2 亿千瓦，公司装机规划 2900 万千瓦，占比 24.2%。新型储能：国家发改委规划 2025 年我国新型储能装机达 3000 万千瓦，公司规划投产超过 200 万千瓦，占比从 2022 年 0.9%提升至 7%，公司 3 年复合增速达 162%。

主营业务分析：公司抽水蓄能毛利率 53.88%、调峰水电毛利率 66.97%、电池储能毛利率 34.64%。抽水蓄能：2022 年抽水蓄能板块实现营业收入 46.05 亿元，同比增长 38.18%，毛利率为 53.88%，完成上网电量 92.68 亿千瓦时，同比增长 17.58%，上网电价 0.451 元/千瓦时，抽水电价 0.338 元/千瓦时，电站运营小时为 2850 小时。调峰水电：2022 年调峰水电实现收入 19.03 亿元，同比增长 40.08%，毛利率为 66.97%，完成上网电量 100.61 亿千瓦时，同比增长 31.85%，上网电价 0.222 元/千瓦时，年利用小时为 4920 小时。新型储能：2022 年实现收入 3142 万元，同比增长 34.64%，

毛利率为 34.64%，完成发电量 555 万千瓦，同比增长 10 倍。我们预计随着两部制电价的实行，抽蓄电价水平有望得到小幅提升。 盈利预测与投资评级：我们维持公司 2023-2025 年归母净利润为 21 亿、26 亿、33 亿元，对应 2023-2025 年 PE 为 21 倍、17 倍、14 倍，维持“买入”评级。 风险提示：行业需求下降、竞争加剧造成产品价格和毛利率持续下降等

(证券分析师：刘博 证券分析师：唐亚辉 研究助理：米宇)

### 东华测试 (300354)：2023 年一季报点评：业绩实现大幅增长，定增募投自定义测控分析系统打开成长空间

事件：公司发布 2023 年一季报。 电化学工作站加速放量，2023Q1 收入端延续高速增长 2023Q1 公司实现营业收入 7187 万元，同比 +54.52%，基本符合我们预期。2023Q1 收入端高速增长，我们判断一方面系 2022 年底疫情影响一部分订单验收，2023Q1 陆续确认收入；另一方面公司新签订单较多，同样对 2023Q1 收入端表现产生较强正面作用。分业务来看：1) 结构力学：军工自主可控驱动下，市场需求依旧旺盛，我们判断实现快速增长；2) PHM：在军用领域快速增长的背景下，民用领域项目同样快速推进；3) 电化学工作站：随着高校疫情管控解除，2023Q1 需求加速导入，我们判断 2023Q1 收入实现大幅增长，成为收入端增长重要推动力。展望 2023 年全年，受益于军工行业高景气度，叠加民用 PHM 需求放量、电化学工作站进入业绩兑现期、自定义分析系统等新品快速导入，公司收入端有望延续快速增长。 规模效应驱使费用率大幅下降，2023Q1 盈利水平大幅提升 2023Q1 公司实现归母净利润 1029 万元，同比增长 116.20%；实现扣非归母净利润 984 万元，同比增长 119.21%。2023Q1 公司销售净利率和扣非销售净利率分别为 14.32%和 13.69%，分别同比+4.09pct 和+4.04pct，盈利水平明显提升。1) 毛利率端：2023Q1 销售毛利率为 65.48%，同比-1.47pct，略有下降，表现依旧较为出色；2) 费用端：2023Q1 期间费用率为 48.08%，同比-8.40pct，明显下降，是驱动公司净利率提升的主要原因，其中销售、管理、研发和财务费用率分别同比-2.83pct、-5.07pct、-0.60pct 和+0.09pct，销售和管理费用率明显下降，我们判断主要系规模效应显现。 结构力学+PHM+电化学快速放量，加码测控分析系统打开成长空间 作为结构力学性能测试系统龙头，公司在稳固主业龙头地位的同时，积极拓展 PHM、电化学工作站等领域，打开成长空间。1) 结构力学性能测试：相较海外龙头美国 NI，公司收入及利润规模依旧偏小，在军工行业高景气度&自主可控驱动下，有望保持快速增长。2) PHM：为现代武器装备核心技术，并在智能制造等民用市场应用前景广阔。公司是国内少数全面掌握 PHM 核心技术的民营企业，成长潜力较大。3) 电化学工作站：公司产品系列完善，已和多个高校形成战略合作，新能源行业需求将进一步打开成长空间。 公司公告 2023 年度以简易程序向特定对象发行股票预案，本次发行募集资金总额预计不超过人民币 1.19 亿元(含本数)，扣除发行费用后的募集资金将 8433.32 万元用于自定义测控分析系统项目，3500 万元补充流动资金。自定义测控分析系统广泛应用于各种飞机、导弹、卫星等国防领域，以及土木工程、民用建筑等民用领域。随着国家大力开展科技重大专项以及“科技创新 2030-重大项目”的开展，军工装备对自定义测控分析系统进口替代、自主可控需求越来越急迫。“自定义测控分析系统项目”达成后预计年销售收入 1.49 亿元、年利润 3474 万元，进一步打开公司成长空间。 盈利预测与投资评级：我们维持 2023-2025 年公司归母净利润预测分别为



2.41、3.32 和 4.54 亿元，当前市值对应动态 PE 分别为 25/18/13 倍。基于公司的高成长性，维持“买入”评级。风险提示：行业竞争加剧，收入季节性较强，新业务进展不及预期等。

(证券分析师：周尔双 证券分析师：黄瑞连)

**当升科技 (300073)：2023 年一季报点评：Q1 业绩符合预期，管理层拟实行股权增持计划**

**投资要点** 2023 年 Q1 公司实现归母净利润 4.31 亿元，环比下降 44.83%，符合市场预期。2023 年 Q1 公司实现营收 46.92 亿元，同比增加 22.12%，环比下降 34.62%；归母净利润 4.31 亿元，同比增长 11.26%，环比下降 44.83%，扣非归母净利润 4.25 亿元，同比增长 21.01%，环比下降 37.25%。盈利能力方面，23Q1 毛利率为 16.43%，同比下降 0.98pct，环比下降 0.45pct；归母净利率 9.18%，同比下降 0.89pct，环比下降 1.7pct；23Q1 扣非净利率 9.06%，同比下降 0.08pct，环比下降 0.38pct。此前预告归母净利 4-4.5 亿，处于预告中值，符合市场预期。此外，公司拟实施 23 年管理层和核心骨干股权增持计划，总金额不超过 0.9 亿，其中高管不超过 0.24 亿，彰显公司管理层信心。2023Q1 出货 1.4 万吨左右，全年预期 40%以上增长。公司 2023Q1 出货 1.4 万吨左右，同比持平，环比降低 25%，其中海外客户需求相对稳定，表现好于市场；全年看，公司现有产能 5 万吨，常州二期 5 万吨预计 23Q2 达产，江苏四期 2 万吨预计 23H2 调试爬坡，我们预计 23 年出货有望达 9 万吨，维持 40%以上增长，其中 SK 及北美大客户预计贡献主要增量。2023Q1 单吨净利 3 万元/吨，明显好于行业平均。盈利端，公司 2023Q1 单吨扣非利润近 3 万元，环比下降 20%左右，明显好于行业平均水平，主要系公司客户结构优异，海外销量占比达到 70%，盈利水平高于国内，且公司库存水平维持低位，Q1 存货减值 0.27 亿元，整体影响较小，看全年，我们预计全年单吨盈利仍可维持 2 万元以上。存货管理稳健，资本开支高增长。23Q1 期间费用 2 亿元，同比降低 19%，环比降低 18%，期间费用率 4.5%，同比降低 2.3pct，环比增长 0.9pct。Q1 末公司存货 17 亿元，较年初下降 41%；23Q1 公司经营活动净现金流净额为 -0.9 亿元，同比降低 146%，环比降低 107%，主要系客户以票据方式结算增加，应收款项融资 13 亿，较上年末增长 64%；资本开支为 2.7 亿元，同比增长 88%，在建工程 8.4 亿，同比增长 33%。盈利预测与投资评级：我们维持公司 2023-2025 年归母净利润 18.87/23.26/31.34 亿元的预测，同比 -16%/+23%/+35%，对应 PE 为 15x/12x/9x，考虑公司海外出货占比高，我们给予 2023 年 22xPE，目标价 82.1 元，维持“买入”评级。风险提示：电动车销量不及预期，上游原材料价格大幅波动。

(证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕 证券分析师：岳斯瑶)

**科达利 (002850)：2023 年一季报点评：Q1 业绩符合市场预期，盈利能力维持稳定**

**投资要点** 23Q1 归母净利 2.42 亿元，同增 42.77%，符合市场预期。公司 23 年 Q1 营收 23.26 亿元，同增 48.52%，环减 13.32%；归母净利 2.42 亿元，同增 42.77%，环减 21.5%，扣非净利 2.32 亿元，同增 44.53%，环减 19.5%；23 年 Q1 毛利率为 22.14%，同减 1.86pct。此前公司预告 23Q1 归母净利 2.2-2.5 亿元，位于预告中值偏上，符合市场预期。Q1 营收增速好于行业平均，盈利能力维持稳定。Q1 公司实现营收 23 亿元，同环比+49%/-13%，明显好于行业平均，公司 4 月收入环增 10%左右，预计 Q2 公司产值环增 20%+，需求逐步恢复。看 2023 年，公司在宁德时代采购份额提升至 40%+，4680 结构件及海

外工厂起量贡献增量，我们预计 2023 年收入近 140 亿元，同比增长 62%。盈利端，2023 年 Q1 毛利率 22.14%，受稼动率影响，毛利率环降 2.24pct，但公司费用控制良好，销售净利率 10.5%，环降 1.1pct，整体维持稳定，好于此前市场预期，我们预计公司 23 年销售净利率可维持 10%。公司全面领先竞争对手，全球市占率持续提升。结构件行业定制化程度高，23 年结构件价格小幅年降，行业格局稳定；公司在产能、成本等方面全面领先，现有欧洲三大基地已投产，为 Northvolt、ACC、宁德德国工厂绝对主供，预计 23 年贡献约 10 亿收入，24 年弹性更加明显，此外公司 4680 大圆柱结构件 23 年有望贡献 5 亿+收入，支撑公司全球份额进一步提升。整体费用控制良好，期间费用率同比下降。23 年 Q1 公司期间费用 2.07 亿元，期间费用率 8.9%，同减 1.19pct。23 年 Q1 存货 11.62 亿元，较年初减少 6.36%；应收账款 24.47 亿元，较年初减少 13.8%；23Q1 公司经营活动净现金流净额为-0.21 亿元，同增 87.34%；投资活动净现金流净额为-7.38 亿元，同减 165.01%；盈利预测与投资评级：考虑公司盈利能力稳定，我们维持 2023-2025 年归母净利润预测 15/21/30 亿元，同增 67%/42%/41%，对应 PE 为 20x/14x/10x，基于公司结构件龙头地位，我们给予 23 年 35xPE，目标价 224 元，维持“买入”评级。风险提示：电动车销量不及预期、原材料价格不及预期。

(证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕 证券分析师：岳斯瑶 研究助理：刘晓恬)

### 阳光电源 (300274)：2022 年年报&2023 年一季度报点评：Q1 业绩大超预期，龙头持续向阳而行！

投资要点 事件：公司发布 2022 年报及 2023Q1 季报，2022 年营业收入 403 亿元，同比 67%，归母净利润 35.9 亿元，同比+127%，其中 Q4 营业收入 180 亿元，同比+106%，归母净利润 15 亿元，同增 1867%。2023Q1 营业收入 125.8 亿元，同比+175%，环比-30%；归母净利润 15 亿元，同比+267%，环比-1.6%，毛利率 28%，同比-1.5pct，环比+4.5pct，归母净利率 12%，同比+3pct，环比-3.5pct，Q1 规模效应凸现，费用率降至 13%，同比-7.2pct，Q1 业绩超市场预期！海外占比提升+IGBT 模块紧缺、2023Q1 盈利表现亮眼！公司 2022 年逆变器营业收入 157 亿元，同比+74%，出货 77GW，同比+64%，其中渠道发货 90 万台，Q4 出货约 27GW，环比+35%，受益 IGBT 模块紧缺，公司保供能力强，涨价带来毛利率环比提升约 1pct，贡献利润约 9-10 亿元；2023Q1 营业收入超 46 亿元，受海外占比提升（超 50%）+模块紧缺大型机+hybrid 占比提升盈利上行，2023Q1 净利率提升至 22% 左右，贡献约 10 亿利润，超市场预期！我们预计全年出货 120-140GW，同比+70%，需求放量，同时 IGBT 模块全年呈现紧缺，龙头盈利将持续亮眼。储能出货超预期、2023 年继续量利双升！2022 年储能实现营收 101 亿元，同比+223%，全年出货 7.7GWh，同比+170%，其中 2022Q4 出货超 4GWh，达新高；2023Q1 储能实现营收约 36 亿元，规模效应+碳酸锂降价，净利率达 12% 左右，贡献约 4-4.5 亿元，公司作为中美市场大储龙头，充分受益，我们预计全年储能出货 16-18GWh，其中大储 15GWh+，户储 30 万套左右，碳酸锂价格下行+模块紧缺，继续量利双升！电站 2023H2 盈利可期、新业务逐步扭亏为盈。1) 2022 年电站集成营业收入 116 亿元，同比+20%，因组件价格维持高位，利润贡献较小，Q1 营业收入约 36 亿元，净利率开始逐步修复，下半年旺季更明显，预计 2023 全年收入 150-200 亿元，其中分布式电站开发 4GW 左右占主导；2) 风电变流器 2022 营业收入 14.6 亿元，出货 23GW，其中 Q4 出货 9GW+，我们预计 2023 年保持

30%以上市占率；3）氢能保持 1.5 亿前瞻投资，电控、水面光伏、智能运维等体量逐步扩大。投资建议：基于 IGBT 模块紧缺+储能及海外占比提升+规模效应凸显，我们上调公司盈利预测，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润 71.6/98.4/128.6 亿元（2023/2024 年前值为 65.7/87.3 亿元），同比+99%/38%/31%，考虑公司储能高增，大机盈利上行，给予公司 2023 年 35 倍 PE，对应目标价 167 元，维持“买入”评级。风险提示：竞争加剧，政策不及预期等。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：陈瑶 研究助理：郭亚男）

### 恒润股份（603985）：2023 年一季报点评：业绩拐点已经出现，盈利水平明显提升

事件：公司发布 2023 年一季报。法兰业务进入上行期&轴承业务贡献新增量，Q1 收入端表现明显回暖。2023Q1 公司实现营业收入 4.33 亿元，同比+16.36%，明显回暖，基本符合我们预期。分产品来看：1）法兰：在 1 月份疫情、春节假期影响下，我们判断 2023Q1 仍实现明显增长，其中海风法兰收入占比明显提升；2）轴承：2022Q4 恒润传动三排独立变桨轴承实现批量生产，我们判断 2023Q1 贡献较大收入增量，这一方面系 2022 年底公司库存量达到 238 支，在 2023Q1 陆续确认收入，另一方面系 2023Q1 仍有一定轴承新出货，同样贡献新增量。据我们不完全统计，2022 年我国风机招标量达到 101GW，同比+87%，其中陆上风电 84GW，同比+64%，海上风电 17GW，同比+513%。展望 2023 年，随着下半年风电装机量大幅提升，叠加海上风电需求放量，我们判断公司法兰主业有望迎来量价齐升拐点。此外，随着恒润传动产能释放，公司风电轴承有望加速扩张，2023 年收入端有望加速增长。毛利率明显改善&规模效应显现，Q1 净利率实现明显提升。2023Q1 公司归母净利润为 2926 万元，同比+131.61%；实现扣非归母净利润 2717 万元，同比+189.63%。2023Q1 公司销售净利率和扣非销售净利率分别为 6.76%和 6.28%，分别同比+3.36pct 和+3.76pct，盈利水平明显改善。1）毛利端：2023Q1 销售毛利率为 14.25%，同比+2.84pct，环比+1.01pct，明显提升。分产品来看，我们判断法兰、轴承业务毛利率均有所提升，其中法兰业务一方面系公司溢价能力提升，另一方面系高毛利率的海风法兰收入占比提升；轴承毛利率环比明显提升，主要系 2022 年底恒润传动计提较多固定资产折旧。2）费用端：2023Q1 期间费用率为 6.26%，同比-1.40pct，其中销售、管理、研发、财务费用率分别同比-0.05pct、-0.19pct、+0.43pct、-1.59pct，规模效应显现，进一步驱动盈利水平上行。风电法兰具备持续扩张潜力，布局风电轴承&齿轮打开成长空间。作为业内少有同时掌握锻件和深加工技术的公司，公司具备平台化持续扩张的潜力。1）在风电行业内：①公司海上大功率法兰技术持续突破，9MW 已经量产，2021 年募投项目将生产能力扩充至 12MW，达产年产值达到 12.46 亿元，夯实公司在风电法兰领域核心竞争力。②2021 年募投加码风电轴承&齿轮项目，完善风电产业链布局，达产年产值分别为 19.51 和 24.55 亿元，进一步打开成长空间，其中轴承项目基建已基本完工，有望快速放量。2）此外，公司产品还广泛应用于石化、金属压力容器、机械等行业，看好公司在产能放宽背景下，在其他领域市场份额快速提升。盈利预测与投资评级：我们维持公司 2023-2025 年归母净利润预测分别为 3.02、5.10、7.53 亿元，当前市值对应动态 PE 分别为 30、18、12 倍。基于公司风电法兰、轴承等业务的成长潜力，维持“买入”评级。风险提示：盈利水平下滑、市场竞争加剧、风电行业景气下滑等。

(证券分析师: 周尔双 证券分析师: 黄瑞连)

### 报喜鸟 (002154): 2023 年一季报点评: 收入净利均恢复较快增长, 复苏领先同行

**投资要点** 公司公告 2023 年一季报: 23Q1 收入 12.9 亿元/yoy+11.49%、归母净利润 2.56 亿元/yoy+24.22%、扣非归母净利润 2.2 亿元/yoy+31.86%。随国内疫情影响减小、消费环境回暖, 23Q1 公司收入恢复双位数增长、较 22Q4 的双位数下滑环比显著改善; 净利增速快于收入、主要受益于销售费用率下降; 扣非归母净利增长快于归母净利, 主因 23Q1 政府补助 4686 万元、较 22Q1 减少 515 万元。主要品牌收入均恢复增长, 流水复苏势头强劲。1) 分品牌看, 23Q1 公司旗下主要品牌(成熟品牌报喜鸟、哈吉斯、宝鸟, 成长品牌恺米切、乐飞叶)收入均实现增长、整体营收同比双位数增长、表现好于同行, 体现公司旗下品牌消费者粘性较高、品牌矩阵处于高质量可持续增长状态。2) 分月度看, 报喜鸟品牌 1-2 月流水同比+10%、3 月+35%~45%、4 月至今+60%+, 哈吉斯 1-2 月流水同比增长近 20%、3 月+40%~45%、4 月至今+60%+, 流水增长逐月加速、复苏势头强劲。 毛利率略升、期间费用率下降、归母净利率提升。1) 毛利率: 23Q1 毛利率同比+0.33pct 至 66.07%、持平略增。2) 期间费用率: 23Q1 同比-3.15pct 至 42.46%, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比-3.11/-0.49/+0.14/+0.32pct 至 34.83%/6.06%/1.70%/-0.13%, 销售费用率下降较多、主因收入恢复增长、刚性费用摊薄、同时公司主动积极控费。3) 其他损益项目: 23Q1 资产减值损失 2457 万/yoy+77.76%、主因存货减值计提增多, 信用减值损失 387 万元/yoy+68.43%、主因应收账款减值计提增多; 营业外支出 227 万元/yoy-40.91%, 主因上年同期上海宝鸟松江工业园部分房产拆除改建。4) 归母净利率: 综合上述变化, 23Q1 归母净利率同比+2.03pct 至 19.81%, 达 2013 年以来单季净利率最高水平。 存货下降, 经营活动现金流净额同比转正, 营运情况优化。1) 存货: 截至 23Q1 末存货 10.76 亿元/yoy-1.1%, 较 22 年末的 11.79 亿元存货规模减少, 主因终端销售回暖消化库存。截至 23Q1 存货周转天数 241 天、较 22Q1 缩短 18 天、较 22 年末缩短 27 天, 存货周转有所优化。2) 现金流: 23Q1 经营活动现金流净额 1.5 亿元/较 22Q1 的-9270 万元同比转正, 主因公司收入恢复正增长、而税金/薪酬支付同比下降。截至 23Q1 末公司货币资金 17.03 亿元/yoy+3.32%, 资金充沛。 盈利预测与投资评级: 公司为国内中高端男装多品牌运营公司, 22 年在疫情不利环境下公司业绩仅小幅下滑、表现领先同业, 23Q1 随国内线下消费修复, 收入、净利均恢复增长, 其中净利在经营杠杆下增长较快, 复苏领先同行。4 月以来公司旗下品牌流水增长进一步加快、复苏势头强劲, 我们预计 23Q2 在低基数下整体业绩有望进一步反弹。我们维持 23-25 年归母净利润 6.2/7.6/9.3 亿元的预测, 对应 23-25 年 PE 为 13/10/9X, 估值较低, 维持“买入”评级。 风险提示: 国内疫情反复, 经济疲软, 小品牌培育期较长等。

(证券分析师: 李婕 证券分析师: 赵艺原)

### 东方电缆 (603606): 东方电缆 2023 年一季报点评: 高端产品盈利能力彰显, 持续斩获优质订单可期

**投资要点** 事件: 公司发布 2023 年一季报, 超市场预期。23Q1 营收 14.38 亿元, 同降 20.8%, 环增 7.0%; 归母净利润 2.56 亿元, 同降 8.1%, 环增 141.1%; 毛利率 30.96%, 同增 3.8pct, 环增 13.8pct; 销售净利率 17.8%, 同增 2.5pct, 环增 9.9pct。分业务看, 海缆、海工、陆缆营收分别为 5.60、0.94、7.82 亿元, 同降 24.4%、65.3%、2.1%, 环增 75%、环降 37%、12%。 青洲一、二海缆实现部分交付, 收入确认

节奏超预期,提升整体盈利能力。根据分业务收入和整体毛利率水平,我们测算 23Q1 海缆毛利率约 60%,主要系高毛利的青洲一二海缆部分交付,当季实现确认。公司 22 年 3 月公告中标青洲一二项目(全球首个采用 500kV 三芯海缆的项目,两回路,总长 120km),中标总价约 17 亿元,测算不含敷设的单价约 1200 万元/km。国际化战略成效显著,海外市场有望持续斩获订单。公司持续拓展海外市场,22 年以来已获得多个欧洲海风海缆订单,包括荷兰 HollandseKust West Beta 项目 220kV 高压送出缆 5.3 亿元订单(两回共 130km,单位价值量约 400 万元/km),叠加 23Q1 获得的知名石油巨头卡塔尔油气公司 NFXP 脐带缆项目,海外市场拓展迅速。此外,公司与英国 INCH CAPE 签署 1.08GW 海风项目输出缆供应前期工程协议,金额约 1400 万元,负责 220kV 3\*2000 截面的三芯海缆设计和系统型式实验,为目前全球最大截面积三芯海缆,后续公司有望获得该项目海缆订单。公司在手订单充足,23 年海风大年,有望继续斩获优质订单,彰显龙头盈利能力阿尔法。公司 23Q1 海陆缆系统累计中标金额约 13 亿元,截至 4 月 22 日,在手订单 89.31 亿元(海缆 50.14 亿元、陆缆 24.48 亿元、海工 14.69 亿元),全年营收高增有保障,我们预计海缆收入 40-45 亿,陆缆 40-45 亿,海工 8-10 亿。展望 23 年,一方面,青洲五七 500kV 柔直、帆石一二 500kV 交流海缆定标、招标在即,一方面广东省管 8GW+国管 8GW、阳江三山岛 10GW 项目均于近期获批,公司属地优势明显,有望持续斩获优质订单,优化产品结构,十四五期间持续保持盈利优势。盈利预测与投资评级:2023 年海风交付和招标大年,我们维持公司 23/24/25 年归母净利润 15.95/25.19/30.39 亿元的预测,同比+89%/+58%/+21%,EPS 分别为 2.32/3.66/4.42 元,对应 PE 20/13/10 倍。公司为海缆龙头,超高压具备先发优势、脐带缆和出口有望持续突破,给予 23 年 30x,目标价 69.60 元,维持“买入”评级。风险提示:海风开工进度不及预期;市场竞争加剧等。

(证券分析师:曾朵红 证券分析师:陈瑶)

### 伟明环保(603568):2022 年报点评:固废运营稳健增长&现金流改善,新材料一体化布局完备

投资要点 事件:2022 年公司实现营收 44.46 亿元,同增 3.66%;归母净利润 16.53 亿元,同增 3.01%;扣非归母净利润 15.87 亿元,同增 1.91%。固废运营收入同增 37%,装备制造业务承压。2022 年销售毛利率 47.22%(-0.52pct),销售净利率 37.58%(+0.83pct)。1)项目运营:营收 23.01 亿元(+36.76%),毛利率同降 7.62pct 至 59.12%;2)餐厨处置:营收 1.63 亿元(+20.38%),毛利率同降 3.70pct 至 49.98%;3)设备、EPC 及服务:营收 18.64 亿元(-20.04%),毛利率同增 0.84pct 至 33.89%;4)垃圾清运:营收 0.94 亿元(+8.06%),毛利率同降 0.50pct 至 11.02%。垃圾焚烧投运规模达 3.2 万吨/日,固废协同处置持续增长。1)垃圾焚烧:2022 年末投运规模约 3.2 万吨/日(不含参股和委托运营)。2022 年生活垃圾入库量 889.10 万吨(+34%),上网电量 26.08 亿度(+24%),外供蒸汽量 4.06 万吨。2)餐厨及污泥处置:处理餐厨垃圾 33.71 万吨(+16%),油脂销售 1.03 万吨(+26%),处理污泥 8.77 万吨(+30%)。2)垃圾清运:生活垃圾清运量 117.45 万吨,餐厨垃圾清运量 27.32 万吨。3)渗滤液处理:对外处理渗滤液 14.25 万吨(+9%)。2023 年公司计划完成垃圾入库量 1100 万吨(+24%),完成上网电量 32 亿度(+23%)。大力推进锂电新材料一体化布局,装备制造向新材料领域外拓。2022 年公司投资年产高冰镍含镍金属 13 万吨项目、温州年产 20 万吨高镍三元正极材料项目,合作共建年 10 万辆报废汽车回收利用和 10 万吨动力电池与电池废料回收项目,其

中 4 万吨高冰镍项目于 2022 年 9 月开工。公司携手青山、盛屯、格林美等优质合作方打造前端矿产供应&后端材料消纳闭环。公司开展镍火法与湿法冶金设备、新材料生产装备的研发制造工作，2022 年签署青美邦镍资源项目二期设备设计制造安装协议，2023 年 2 月就该项目签署 4.83 亿元槽罐采购合同，装备业务空间打开。销售回款增加&存量国补兑付，经营性现金流净额大幅改善。2022 年公司经营活动现金流净额 21.93 亿元，同比增加 83.66%。发布 2023 年限制性股票激励计划，激发团队活力。1) 授予数量：不超过 1308 万股，占公告时股本的 0.77%。其中首次授予不超过 1048 万股，预留 260 万股。2) 首次授予对象：不超过 160 人，包括董事、中高管、技术和业务骨干。3) 首次授予价格：9.21 元/股。4) 业绩考核：以 2022 年净利润为基数，2023-2025 年净利润增长率不低于 12.5%/25%/37.5%。盈利预测与投资评级：根据公司项目建设进展，我们将 2023-2024 年归母净利润预测从 24.36/32.72 亿元调整至 19.84/27.74 亿元，预计 2025 年归母净利润为 33.94 亿元，2023-2025 年归母净利润增速为 20%/40%/22%，对应当前 15/11/9 倍 PE，维持“买入”评级。风险提示：项目进展不及预期，政策风险，行业竞争加剧。

(证券分析师：袁理 研究助理：陈孜文)

**科士达 (002518)：2023 年一季报点评：储能阔步向前，新能源全面发展！**

**投资要点** 事件：公司发布 2023 年一季报，2023Q1 营收 14.03 亿元，同增 150.2%，环降 15.6%；归母净利 2.34 亿元，同增 330.4%，环增 11.3%；扣非归母净利 2.25 亿元，同增 415.3%，环增 12.6%。2023Q1 毛利率为 32.0%，同增 2.7pct，环减 1.31pct。业绩位于预告中值，符合市场预期。储能突破多个大客户、迎来爆发式增长。2023Q1 公司储能收入约 7 亿，主要得益于与多家大厂达成深度合作，我们预计 2023 年公司储能出货 3GWh+，可实现收入 45-50 亿，同比翻 3 倍以上，构成：1) 2023H1 与客户 A 交付 14.6 亿，对应 15-18 万套，我们预计全年可收入 30 亿；2) 客户 B 2023 年已签 2 万套，对应收入 6 亿，需 2023H1 交付，我们预计全年收入 9-10 亿；3) 2022 年公司积极拓展分销渠道，现已进入 2 家欧洲集成商供应链，并已获 1-3 亿一体机订单，叠加工商业储能投放市场，分销渠道整体收入 5-10 亿。考虑规模效应费用率下降，我们预计 2023 年储能利润 8 亿左右，超市场预期！ 新能源业务多维推进、数据中心业务根基稳固。1) 光伏逆变器 2022 年贡献 5 亿左右收入，我们预计 2023 年加快海外渠道建设有望实现 40-50% 增长；2) 充电桩新秀，发展迅速，2022 年贡献 1 亿+收入，我们预计 2023 年可达 2 亿+收入，毛利率提升至 20%+；3) UPS 业务基本盘稳健，2022 年贡献 25 亿左右收入，毛利率保持 30% 左右，2023Q1 贡献 5 亿收入，我们预计 2023 年将保持 10%+ 增长。整体看，我们预计 2023 年光伏逆变器+充电桩+UPS 合计利润 5 亿左右。盈利预测与投资评级：基于新能源市场需求旺盛，我们维持公司盈利预测，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 12.6/21.0/30.7 亿元，同比+92%/+67%/+46%，基于公司新能源业务多点开花，我们给予公司 2023 年 30 倍 PE，对应目标价 64.9 元，维持“买入”评级。风险提示：海外户储发展不及预期，原材料供应不足等。

(证券分析师：曾朵红 研究助理：郭亚男)

**完美世界 (002624)：2023 年一季报点评：业绩符合预期，新产品周期逐步开启**

**投资要点** 事件：2023Q1 公司实现营业收入 19.04 亿元 (yoy-10.55%，qoq-2.82%)，归母净利润 2.41 亿元 (yoy-71.28%，2022Q4 为-0.65 亿

元), 扣非归母净利润 2.04 亿元 (yoy-50.66%, 2022Q4 为-2.30 亿元), 业绩落于此前预告中枢。受产品周期及欧美子公司处置影响, 业绩有所承压。2022Q1 公司出售欧美子公司, 相关子公司自 2022 年 2 月起不再纳入合并范围, 同时处置欧美子公司带来非经常性收益, 致当期归母净利润基数较高。扣除并表范围变动等影响, 2023Q1 公司营收同比减少 8.69%, 扣非归母净利润同比下降 50.66%, 其中游戏业务实现扣非归母净利润 2.78 亿元, 同比下降 37.58%, 主要系 2022Q1《幻塔》正处于上线初期, 流水处于生命周期内高位水平, 因此贡献较大收入及利润, 2023Q1《幻塔》步入流水成熟期, 相应收入及利润贡献较去年同期自然下滑。《天龙八部 2》开启新品周期, 多元新游支撑业绩向上弹性。展望 2023 年, 公司存量游戏流水稳健,《梦幻新诛仙》《诛仙》iOS 游戏畅销榜平均排名分别为 57/62 名,《幻塔》3.0 版本更新带动其 iOS 游戏畅销榜排名跃升, 公司长线运营能力持续验证。新游方面, 武侠 MMO 多端游戏《天龙八部 2: 飞龙战天》已于 2023 年 4 月 14 日上线, 截至 2023 年 4 月 24 日, 其 iOS 游戏畅销榜排名稳定在前 10 名, 表现出色。公司还储备有动作冒险 RPG《一拳超人: 世界》、多人协作策略卡牌 RPG《百万亚瑟王》、JRPG《女神异闻录: 夜幕魅影》等创新品类,《神魔大陆 2》《诛仙 2》等多端产品以及《诛仙世界》《Perfect New World》等端游, 其中 3 款日系 IP 产品已完成首测。公司新游储备丰富且产品周期已逐步开启, 我们看好新游陆续上线, 支撑公司 2023-2024 年业绩持续向上。积极布局 AI, 看好 AI 赋能游戏降本增收。公司已成立 AI 中心, 由游戏业务 CEO 负责, 中台技术部门牵头, 各项目制作人深度参与, 大力推进 AI 技术的学习与应用, 公司已将 AI 相关技术应用于游戏内智能 NPC(《神魔大陆 2》中将落地)、场景建模、绘画、剧情等方面。我们看好公司较早布局 AI, 运用 AI 助力游戏研发创意开拓、效率提升, 优化玩家体验, 赋能游戏降本增收。盈利预测与投资评级: 我们维持此前盈利预测, 预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.79/0.94/1.06 元, 对应当前股价 PE 分别为 28/23/20 倍。我们看好公司强产品周期支撑下的业绩弹性, 同时看好公司积极布局 AI 赋能游戏降本增收, 维持“买入”评级。风险提示: 行业政策监管趋严, 新游上线时间及流水不及预期, 行业竞争加剧风险

(证券分析师: 张良卫 证券分析师: 周良玖 研究助理: 陈欣)

### 迈拓股份 (301006): 2022 年报&2023 一季报点评: 业绩拐点出现, 继续看好超声波水表行业发展

事件: (1) 公司发布 2022 年年报, 2022 年实现营业收入 3.58 亿元, 同比增长-12.3%; 实现归母净利润 1.09 亿元, 同比增长-22.1%; 实现扣非归母净利润 0.95 亿元, 同比增长-25.8%。(2) 公司发布 2023 年一季报, 2023 年一季度实现营业收入 1.00 亿元, 同比增长 32.4%; 实现归母净利润 0.41 亿元, 同比增长 33.5%; 实现扣非归母净利润 0.39 亿元, 同比增长 54.5%。2022 年受疫情拖累, 项目投标时间及实施交付时间有所延迟: 水务信息化行业服务的终端客户多为水务公司, 大多属于地方国企或事业单位属性, 而水表行业通常需要经历招投标和上门调试水表环节, 因此 2022 年业绩受到疫情影响较大。分业务板块看: 公司智能水表实现营收 3.13 亿元, 同比-6.9%, 占比公司营收 87%; 智能热量表实现营收 0.39 亿元, 同比-44.1%, 占比公司营收 11%。毛利率: 2022 年实现毛利率 54.44%, 同比-2.96pct; 费用率: 销售费用率 12.51%, 同比+2.41pct; 管理费用率 3.86%, 同比+0.3pct; 研发费用率 5.34%, 同比+1.53pct。展望 2023 年, 我们认为是超声波

水表时代的元年，超声波水表时代已然到来。我国智能水表从 1.0 向 2.0 迈进，2019 年超声波智能水表渗透率不足 1%：（1）超声波智能化渗透率不足 1%：我国智能超声波水表市场空间大，虽然 2019 年智能水表渗透率已提升至 44.91%，但超声波水表的渗透率仍不足 1%。我国智能水表市场规模进入快速发展期，超声波水表渗透率有望显著提升。智能水表迎合了供水企业智慧水务的需求，是产业发展方向。我们预计我国超声波水表的渗透率从 2019 年的 1% 上升至 2024 年的 12% 左右。一方面，智慧水务需要通过智能水表实时感知城市供排水系统的运行状态，形成“城市水务物联网”；另一方面，通过智能水表实时采集并上传至云端为供水部门提供智慧化决策支持。（2）行业水利大投资：2022 年我国完成水利投资额 10893 亿元，同比增长 44%，是新中国成立以来水利投资完成最多的一年。水利大投资背景下也会增加大口径超声波表需求，为公司业绩增长增添羽翼。盈利预测与投资评级：我们看好 2023 年水管网产业链业绩释放，我们调整公司 2023-2024 年归母净利润预测从 2.09 亿元、2.71 亿元至 1.78、2.38 亿元，预计 2025 年归母净利润为 3.00 亿元，对应 PE 为 18 倍、14 倍、11 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）



## 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>