

## 东吴证券晨会纪要

## 东吴证券晨会纪要 2023-04-28

## 宏观策略

2023年04月28日

## 宏观点评 20230427: 利润复苏的“胜负手”可能在出口

充分利用出口空间是工业制造业复苏的一条“捷径”，这可能是近期政策重视稳外贸的重要原因，我们也认为出口会是第二季经济“成色”的胜负手之一。

晨会编辑 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

## 固收金工

## 固收深度报告 20230427: 政府杠杆率将如何变化? 一杠杆观察系列二

作为中国疫情结束的“元年”，我们认为 2023 年将是中国政府杠杆率阶段性转折的一年。(1) 从预算角度来看，在当前时刻，虽然通胀压力较小，不存在严重的经济过热问题，但目前面临的债务压力较大，财政政策抉择开始侧重于化解债务压力。参照上一轮(2008-2012年)大规模财政政策刺激周期的走势，未来积极的财政政策周期或已进入尾声，政府目标赤字率可能进入下行通道；(2) 从决算角度来看，疫情结束后一方面防疫相关支出大幅减少，财政支出端的压力减少，另一方面经济复苏下财政收入会有所增加，两者作用之下财政收支差额将有所收窄，有助于政府杠杆率的降低。但需要注意的是，2023 年 PPI 指数已落入下行区间，从历史来看，处于 PPI 指数下行区间的年份(2009 年、2012-2015 年、2018-2019 年及 2022 年至今)，其对应的财政收支差额占 GDP 的比重均有所抬升，反映财政压力有所加大。因此，虽然疫情结束后经济有望步入复苏阶段，但 PPI 指数正步入下行周期，两者周期错位，短期财政收支差额收窄幅度或有限；(3) 从隐性债务来看，随着中央对隐性债务监管日益趋严，隐性债务的扩张势头将得到快速遏制，其存量规模未来或逐步进入下降通道，这将有利于中国政府债务的透明化，同时也有利于政府杠杆率的降低，为将来留出更多的政策空间。因此展望未来，政府杠杆率可能会逐年下降，下降的幅度取决于疫后经济复苏力度以及未来一段时间经济增长的内生动力。

## 固收深度报告 20230427: 立破并举，激浊扬清——广西城投债现状 4 个知多少？

鉴于广西城投债到期回售高峰与偿债压力迫在眉睫，我们预计在债务化解信号尚不清晰的形势下，广西城投债信用利差仍将维持高位，建议投资者持续关注广西化债进度及地方化债政策，对广西全域不同县市区看待，筛选由于信用舆情蔓延而致使估值错杀的高性价比城投个券并适度配置。

## 行业

## 推荐个股及其他点评

科锐国际(300662): 2023 年一季报点评: 收入同比+9.2%增长稳健，业绩受成本支付节奏影响有一定扰动

盈利预测与投资评级: 科锐国际在灵活用工领域有深厚的行业经验和丰

富的行业资源，市场化运营机制灵活，效率较高，一季报反馈终端用工需求恢复仍在爬坡且有一定节奏扰动，处于谨慎，我们下调 2023-2025 年归母净利润从 3.8 亿元/5.0 亿元/6.4 亿元至 3.52 亿元/4.64 亿元/6.05 亿元，最新股价对应 2023-2025 年 PE 分别为 23/17/13 倍，维持“买入”评级。

**开润股份 (300577): 2022 年报及 2023Q1 业绩点评: 22 年业绩承压、23Q1 恢复较好, 看好全年业绩修复**

公司为国内箱包龙头, 22 年 2B 客户拓展顺利、产能持续扩张, 收入增速亮眼, 2C 下游需求疲软+主动关停亏损业务、收入大幅下滑, 利润端受 2B 盈利能力下滑、2C 及非主业项目亏损等因素出现大幅回落。展望 23 年 2B 业务龙头地位稳固、预计实现稳健增长, 上海嘉乐有望实现盈利、贡献正投资收益, 2C 受益于国内出行旅游场景恢复、抵消海外业务收缩影响、有望重拾增长。考虑 22 年业绩低于预期, 我们将 23/24 年归母净利从 2.01/2.50 亿元下调至 1.50/1.84 亿元、新增预计 25 年归母净利 2.21 亿元, 对应 PE 为 24/20/17X, 维持“增持”评级

**九号公司 (689009): 2023 年一季报点评: 电动两轮车快速放量, ToB&小米分销下滑压制业绩表现**

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 7.35、12.05 和 17.96 亿元, 当前市值对应动态 PE 分别为 32、19、13 倍。基于公司较高的成长性, 维持“买入”评级。风险提示: 新品推广不及预期, 海外市场销量下滑, 盈利能力下滑等。

**东方雨虹 (002271): 2023 年一季报点评: Q1 收入和业绩均快速增长, 至暗时刻已过**

盈利预测与投资评级: 公司作为防水行业龙头, 积极通过组织架构调整来覆盖空白市场, 拓展非房地产项目, 优化经营质量。同时公司积极培育新业务板块, 有望通过内部资源整合和协同快速发展。未来防水新规落地需求改善, 公司防水主业市占率持续提升, 非房板块和非防业务有望进一步打开成长空间。考虑到下游需求恢复及成本下行, 我们维持 2023-2025 年归母净利润为 36.92/46.69/58.25 亿元, 对应 PE 分别为 21X/16X/13X, 维持“买入”评级。

**国网英大 (600517): 2022 年报及 2023 一季报点评: 金融业务全面复苏, “双碳”背景助力制造业务发展**

2023Q1 金融业务全面复苏; 产业快速扩张, 碳资产与电力装备制造业务潜能有待释放, 看好公司长期成长空间。基于市场大幅调整, 我们预测 2023-2025 年公司归母净利润为 14.92/17.68/18.85 亿元 (前值分别为 13.60/15.77/18.37 亿元), 对应同比增速分别为 39.55%/18.52%/6.59%, 对应 2023~2025 EPS 0.26/0.31/0.33 元, 对应当前市值 (按 2023 年 4 月 26 日收盘价计) 分别为 18.77x、15.74x、14.79xPE, 维持“增持”评级。

**爱尔眼科 (300015): 2022 年报&2023Q1 季报点评: 疫后恢复明显增长, Q1 季度利润率回升**

事件: 2022 年公司实现营收 161.10 亿元 (+7.39%, 同比, 下同), 归母净利润 25.24 亿元 (+8.65%), 扣非归母净利润 29.19 亿元 (+4.89%)。2023Q1 实现营收 50.21 亿元 (+20.44%), 归母净利润 7.81 亿元 (+27.92%), 扣非归母净利润 7.52 亿元 (+20.73%)。考虑 2022 年 Q4 与 2023 年 1 月份疫情扰动, 整体业绩符合预期。盈利预测与投资评级: 考虑到公司眼科业务疫后恢复趋势良好, 我们将 2023-2024 年公司归母净利润由

36.34/46.70 亿元调整为 36.42/46.51 亿元，预计 2025 年为 57.56 亿元，对应当前市值的 2023-2025 年 PE 分别为 59/46/37 倍。维持“买入”评级。风险提示：医院扩张或整合不及预期的风险；医院盈利提升不及预期的风险等；医疗事故风险等。

**极米科技 (688696): 2022 年报&2023 一季报点评: 2023Q1 需求偏弱对业绩有一定扰动, 静待消费复苏**

盈利预测与投资评级: 2023 年 Q1 终端需求仍在爬坡中, 期待公司 LCD 和 4K 新品放量, 处于谨慎我们下调公司 2023-24 年归母净利润从 5.72/7.25 亿元至 5/6.15 亿元, 预计 2025 年归母净利润 7.4 亿元, 最新收盘价对应 2023-25 年 PE 分别为 26/21/17 倍, 维持“买入”评级。

**和而泰 (002402): 2023 年一季报点评: 营收略超预期, 毛利率持续修复向好**

Q1 营收略超预期, 核心能力有望持续强化: 23Q1 公司实现营收 16.5 亿元, yoy+32.6%; 归母净利润 0.8 亿元, yoy+14.4%; 扣非归母净利润 0.7 亿元, yoy+27.4%; 营收略超预期。Q1 家电板块实现营收 9.8 亿元, yoy+24.1%, 工具板块实现营收 2.3 亿元, yoy+41.3%, 汽车板块实现营收 0.9 亿元, yoy+69.8%。公司 Q1 毛利率 17.3%, 同比+0.28pct, 毛利率修复系公司生产组织节奏加快产品交付, 产能利用率提升。23Q1 公司持续增加市场开拓及新项目新技术研发投入, 增加管理人员及管理架构优化投入, 研发/管理/财务费率分别同比+0.43pct/+0.27pct/+0.23pct, 导致 Q1 利润增速不及营收增速, 但长期看公司经营能力、研发能力以及管理能力有望提升, 有望进一步强化公司核心竞争力, 为公司长期健康稳定发展奠定基础。经营现金流量稳健, 存货逐渐健康化: 公司销售回款增加主要系客户销售订单增加, 同时公司加强现金流管控, 报告期内经营活动产生的现金流量净额为 6871.2 万元, 同比增长 244.2%, 公司加大对应收账款的回收力度, 经营性现金流得到较好恢复。报告期末, 公司存货账面价值 19.8 亿元, 相较于期初下降 5.2%。随着公司订单交付增加, 前期购买的高价原材料库存正在逐渐消耗, 整体存货水平逐步恢复到正常经营区间。各项业务订单充沛, 子公司钺昌科技 T/R 芯片高速增长: 家电板块和电动工具板块订单目前按需求积极交付; 汽车电子业务已与海外知名汽车零部件厂商以及国内多个整车厂形成持续战略合作, 在车身域控制等多领域提供产品; 储能业务板块进一步突破, 有望在 23 年实现 50 万套以上储能领域产品订单, 开拓储能行业市场。子公司钺昌科技 T/R 芯片业务 Q1 实现营收 0.4 亿元, yoy+98.4%, 归母净利润 0.1 亿元, yoy+15.4%, 卫星互联网业务快速放量, 助力整体业绩增长。盈利预测与投资评级: 我们长期看好智能化大趋势下公司具有技术研发、供应链管理综合实力, 家电、工具类需求回暖叠加公司汽车电子、储能新业务快速增长, 维持此前盈利预测, 预测 23-25 年归母净利润为 7.1/9.5/12.9 亿元, 当前市值对应 PE 分别为 19/14/11 倍, 维持“买入”评级。

**禾迈股份 (688032): 2022 年报&2023 一季报点评: Q1 微逆环增展现 α, 2023 年大储系统及户储产品放量**

投资建议: 基于一拖二占比提升, 单台价值量及盈利下行, 我们下调盈利预测, 我们预计 2023-2025 年归母净利润为 12.0/21.9/35.3 亿元 (2023/2024 年前值为 14.5/29.1 亿元), 同比+125.6%/82.2%/61%, 基于公司为国产微逆龙头, 微逆及储能均翻倍以上增长, 给予 2023 年 45 倍 PE, 对应目标价 964 元, 维持“买入”评级。风险提示: 美国市场拓

展不及预期，需求不及预期，行业竞争加剧。

**焦点科技 (002315): 科技 AI 赋能+SaaS 业务模式，一带一路助力业绩增长**

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2023-2025 年营收分别为 17.90/21.63/25.97 亿元，归母净利润分别为 3.91/5.01/6.35 亿元，现价对应 PE 为 25.31/19.75/15.58 倍。近年来，跨境电商发展迅速，国家陆续出台了相关支持政策，跨境电商优势和潜力有望进一步释放。我们认为公司是被低估的数字经济平台龙头，有望受益于“科技赋能+SaaS 模式+政策利好”三大优势，迎来加速增长，首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：海外出口需求不及预期，新技术接入效果不及预期，行业竞争加剧风险。

**牧高笛 (603908): 2022 年报&2023 年一季报点评: 22 年业绩保持高增, 23Q1 品牌收入延续高增、代工业务承压**

公司为国内露营装备生产和品牌商，20 年以来在疫情影响长途出行、露营热度大涨下业绩快速增长，20-22 年营收/归母净利 CAGR 分别为 49%/75%。进入 23Q1，品牌业务在经历前期爆发式增长后增速有所放缓，但仍保持较快增长，盈利水平受入门级产品比重提升影响有所下降；代工业务受外需降温影响，收入承压下滑但利润率稳中有升、订单压力预计在年内仍延续。国内露营行业渗透率仍具较大提升空间，公司作为行业龙头具备品牌、产品、渠道优势，有望持续分享行业红利。考虑品牌增长放缓及外销订单压力，我们将 23-24 年归母净利润从 2.27/2.91 亿元下调至 1.62/2.26 亿元、增加 25 年预测值 2.72 亿元，对应 23-25 年 PE 为 23/17/14X，维持“买入”评级。

**爱旭股份 (600732): 2023Q1 业绩点评: 新产能按步推进, ABC 一体化正当时!**

基于公司 2023 年 ABC 电池产能扩张并推向市场叠加大尺寸电池盈利提升，我们上调 2023-2024 年盈利预测，我们预计 2023-2025 年归母净利润 30.3/39.1/45.2 亿元（2023-2024 年前值为 29.5/37.5 亿元），同增 28%/30%/15%，维持“买入”评级。

**仕净科技 (301030): 2022 年报&2023 一季报点评: 2023Q1 加回激励成本业绩高增 328%，应收周转加快**

盈利预测与投资评级：光伏景气度上行，水泥固碳进展顺利，考虑电池片业务贡献，我们维持公司 2023 年归母净利润预测 2.40 亿元，将 2024 年归母净利润预测从 13.01 亿元下调至 9.04 亿元，预计 2025 年归母净利润为 12.51 亿元，2023-2025 年归母净利润增速为 147%/277%/38%，对应 25/7/5 倍 PE，维持“买入”评级。

**弘元绿能 (603185): 2022 年&2023Q1 业绩点评: 硅片盈利快速修复, 超一体化布局正当时!**

基于公司硅片盈利快速修复，组件产能即将落地，我们维持公司 2023-2024 归母净利润为 45/54 亿元，我们预计 2025 年归母净利润为 65 亿元，同比+49%/+19%/21%，给予 2023 年 12xPE，对应目标价 132 元，维持“买入”评级。

**旗滨集团 (601636): 2022 年年报及 2023 年一季报点评: 浮法玻璃景气底部确认, 盈利有望加速向上**

(1) 基于前期供给收缩，随着需求修复和成本端下行，浮法玻璃景气有望大幅反弹，公司资源储备、燃料采购构筑的成本优势凸显，享有超额

利润，浮法业务盈利具备改善弹性。(2)除深加工持续增长外，光伏玻璃大手笔布局，电子玻璃启动分拆，公司中长期多元化成长性显现。(3)预计公司 2023-2025 年归母净利润 22.0(上调 1%)/27.5(上调 5%)/28.7(新增)亿元，4 月 26 日收盘价对应市盈率 13、10、10 倍，维持“增持”评级。风险提示：地产竣工修复不及预期、新业务开拓不及预期、纯碱价格下跌不及预期。

**宇通客车 (600066): 国外国内共振, “一带一路” 典范**

宇通客车是汽车行业【中特估&一带一路】的典范，将率先代表中国汽车制造业成为真正意义的世界龙头。我们预计公司 2023~2025 年营业收入为 251/294/345 亿元，同比+15%/+17%/+18%，归母净利润为 13.9/20.1/27.5 亿元，同比+84%/+44%/+37%，对应 EPS 为 0.6/0.9/1.2 元，对应 PE 为 22/15/11 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

**海伦司 (09869.HK): 2023 年一季度经营数据点评: 业绩超预期, 持续探索新模型**

公司 23Q1 业绩超预期，我们调整公司 23-25 年收入预期至 23/28/31 亿元（此前预期为 24/26/29 亿元），同比+45%/22%/12%，上调归母净利润预期至 4.8/7.9/9.8 亿元（此前预期为 4.23/6.23/7.68 亿元），同比+130%/65%/24%，对应 23-25 年 PE 分别为 30/18/15x，维持“买入”评级。

**尚太科技 (001301): 2022 年年报及 2023 年一季报点评: Q1 负极盈利显著好于行业, 业绩超市场预期**

盈利预测与投资评级：考虑行业竞争加剧，我们下调公司 23-25 年归母净利润至 13.05/18.59/25.40 亿元（原预期 23-24 年归母净利 15.16/21.84 亿元），同比+1%/+43%/+37%，对应 PE 为 13x/9x/7x，考虑到公司长期增长潜力，给予 23 年 20xPE，目标价 104 元，维持“买入”评级。风险提示：销量不及预期，盈利水平不及预期

**科伦药业 (002422): 2022 和 2023 年一季报点评: 厚积薄发, 创新持续兑现**

事件：2022 年，公司实现营收 189.13 亿元，同增 9.5%；归母净利润 17.1 亿元，同增 55.0%。其中输液 94.5 亿元，同增-3.6%，非输液药品销售 41.3 亿元，同增+ 5.5%，抗生素中间体、原料药实现营收 39.1 亿元，同增+23.3%。主要系：1) 加强制剂销售；2) 原料药中间体价格高景气；3) 科伦博泰对 MSD 确认收入 7.3 亿元，增加归母净利润 3 亿元。1Q23，预计归母净利润 7.5-8.5 亿元，同增 157-192%，主要系科伦博泰确认海外授权收入。

**固德威 (688390): 2022 年年报&2023 年一季报点评: 储能高歌猛进, 新产品逐步拓展!**

盈利预测与投资评级：基于光伏储能需求向好，我们基本维持公司 2023-2024 年盈利预测，我们预计 2023-2025 年归母净利润 18.9/28.6/37.9 亿元（前值为 18.5/28.4 亿元），同比+191%/+51%/+33%。基于公司储能业务持续发力，我们给予公司 2023 年 30xPE，目标价 461 元，维持“买入”评级。

**恩捷股份 (002812): 2023 年一季报点评: 一季度成本费用增加影响盈利, 业绩略好于市场预期**

盈利预测与投资评级：考虑到隔膜行业竞争加剧，我们下调公司 23-25 年归母净利预期至 52.29/70.45/91.48 亿元（原预期 55.15/72.14/93.78 亿

元), 同增 38%/31%/30%, 对应 PE 为 18/13/10X, 考虑公司为隔膜行业龙头, 给予 23 年 30x, 目标价 175.8 元, 维持“买入”评级。风险提示: 销量不及预期, 盈利水平不及预期

**上海家化 (600315): 2022 年报和 2023 年一季报点评: 2022 年受疫情影响业绩短暂承压, 关注品牌焕新升级**

公司是国内多品牌的日化龙头, 聚焦核心 SKU 和爆款打造, 创新渠道和营销模式。我们维持 2023-2024 年归母净利润分别为 7.90/9.69 亿元, 预计 2025 年归母净利润为 11.30 亿元, 2023-25 年归母净利润分别同比 +67%/+23%/+17%, 当前市值对应 2023-25 年 PE24/20/17X, 维持“买入”评级。

**新莱应材 (300260): 2022 年报&2023 年一季报点评: 半导体、医药板块短期承压, 基本面有望逐步回暖**

海外半导体周期下行, 出于谨慎性考虑, 我们调整 2023-2024 年归母净利润预测为 4.6/6.6 亿元 (原值 5.7/7.5), 预计 2025 年归母净利润 8.9 亿元, 当前市值对应 PE 为 36/25/18 倍, 维持“增持”评级。

**德龙激光 (688170): 2022 年报&2023 年一季报点评: 高研发投入拖累业绩表现, 订单回暖看好 23 年业绩反转**

盈利预测与投资评级: 考虑到公司研发力度加大、设备验证节奏等因素, 我们调整 2023-2024 年归母净利润分别为 0.92、1.55 亿元 (原值 1.21、1.88 亿元), 并预计 2025 年归母净利润为 2.37 亿元, 当前市值对应动态 PE 为 45/27/18 倍, 维持“增持”评级。风险提示: 市场竞争加剧、新品产业化不及预期、下游行业波动等。

**卫信康 (603676): 2022 和 2023 年一季报点评: 品种格局优良, 经营质量提升**

品种格局优良, 经营质量提升。2022 年, 实现收入 13.99 亿元, 同增 35%, 实现净利润 1.77 亿元, 同比增 85%, 其中服务性收入 9.8 亿元 (同增 35%)、多种微量元素注射液 1.82 亿元 (同增 232%)、电解质补充药 1.3 亿元 (同增 -31%)、小儿多种维生素注射液 (13) 单品收入 0.45 亿元 (同增 53%)。2023Q1, 实现营业收入 3.5 亿元, 同比增 11%, 实现净利润 6024 万元, 同比增 55%。期间费用下降, 盈利能力提高。销售费用下降幅度比较大, 1Q23, 销售费用率为 18.2% (同增 -4.9 pct), 管理费用率为 8.8% (同增 -2.6 pct), 研发费用率为 4.9% (同增 1.4 pct)。销售毛利率 50.55% (同增 -0.76%), 销售净利率 17.19% (同增 +4.85%)。

**恒瑞医药 (600276): 2022 和 2023 年一季报点评: 王者归来, 二季度迎接全面复苏**

拐点如期而至, 二季度有望加速。2022 年, 公司实现营收 212.75 亿元, 同降 17.87%, 创新药销售收入 81.16 亿元 (含税 86.13 亿元); 归母净利润 39.06 亿元, 同降 13.77%; 扣非归母净利润 34.10 亿元, 同降 18.83%, 主要系集采+疫情的影响。2023 年一季度, 收入 54.9 亿元, 同增 0.25%, 归母净利润 12.4 亿元, 同增 0.17%, 扣非归母净利润 12.2 亿元, 同增 3.4%, 拐点明确体现。

**我武生物 (300357): 2022 和 2023 年一季报点评: 疫情略有扰动, 继续看好脱敏疗法前景**

疫情略有扰动, 继续看好脱敏疗法前景。2022 年, 公司实现营业收入 8.96 亿元, 同增 10.94%。其中, 粉尘螨滴剂 8.9 亿元, 同增 10.4%, 黄花蒿滴剂 831 万元; 实现归母净利润 3.5 亿元, 同增 3.19%。2022 年, 公司

研发总投入 1.2 亿元，占营业收入的 13.02%，其中干细胞研发投入 5.7 千万元，天然药物研发投入 1.3 千万元。1Q23，实现收入 1.8 亿元，同增 -7.3%，归母净利润 0.7 亿元，同增 -23.2%。我国脱敏治疗市场规模持续扩大，舌下免疫治疗作为变应性鼻炎的一线治疗方法，临床接受度和认可度也越来越高。

**中炬高新 (600872): 2023 年一季报点评: 主业稳健增长, 业绩略超预期**

公司主业略超预期，我们预期公司 23-25 年收入 57/63/70 亿元，同比 +8%/10%/12%，上调 23-25 年归母净利润预期至 6.82/8.27/10 亿元（此前预期为 6.01/7.51/9.03 亿元），同比 +215%/+21%/+21%，对应 23-25 年 PE 分别为 40/33/27x，维持“增持”评级。

**贝泰妮 (300957): 2023 年一季报点评: Q1 实现稳健增长, 期待多品牌焕新升级**

公司是我国皮肤学级护肤龙头，专业化品牌形象稳固，线上线下多平台拓展顺利，品牌矩阵逐步完善。我们维持 2023-2025 年归母净利润分别为 13.46/16.96/21.03 亿元，2023-2025 年归母净利润分别同增 28%/26%/24%，当前市值对应 2023~25 年 PE 为 34x/27x/22x，维持“买入”评级。

**宝通科技 (300031): 2022 年年报&2023Q1 季报点评: 业绩超我们预期, 看好 AI 赋能双主业长期发展**

盈利预测与投资评级: 公司双主业业绩弹性可期，我们上调 2024 年并新增 2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年 EPS 分别为 1.04/1.37/1.84 元（2024 年此前为 1.31 元），对应当前股价 PE 分别为 23/17/13 倍。公司当前估值具备安全边际，业绩弹性有望持续兑现，我们看好 AI 赋能公司双主业长期发展，维持“买入”评级。

**兴瑞科技 (002937): 2022 年报点评: 业绩略超预期, 新能源车电装业务快速放量**

业绩略超预期，持续高研发投入: 2022 年公司实现营业收入 17.7 亿元，yoy+41%；实现归母净利润 2.19 亿元，yoy+93%；实现扣非归母净利润 2.28 亿元，yoy+123%，业绩略超市场预期。2022 年公司两大核心业务板块实现高速增长，智能终端业务收入 7.8 亿元，yoy+ 47%；汽车电子业务收入 6.3 亿元，yoy+ 59%。22Q4 单季度公司实现营收 5.0 亿元，yoy+43%，实现归母净利润 0.75 亿元，yoy+208%。公司新能源汽车电装及智能终端相关业务订单充足、新建产能顺利爬坡，驱动公司业绩持续高增。公司整体毛利率提升 2.06pct 至 26.35%，主要源于公司产品结构优化以及产能释放带来的规模化效应。公司持续加大研发投入，2022 年公司研发投入 6956 万元，同比增长 23%，为公司构筑长期增长力。新能源汽车电装业务持续高速增长: 公司为新能源汽车 BDU、PDU、DCDC 等三电部件提供嵌塑件产品，得益于与松下等大客户同步研发积累的技术和量产能力，成功切入国内新能源汽车头部企业供应链。2022 年，公司陆续获得电装头部企业的项目定点并通过其向更多新车型提供产品，新能源汽车零部件生产业务所覆盖的新能源车型逐步增加，随着定点车型产量逐步实现扩大，公司新能源汽车业务实现翻倍增长。未来产品布局方面，公司顺应市场趋势深化从零组件逐步发展到模组的同步研发，不断增强该板块业务长期成长能力。智能终端业务海外产能顺利释放，业绩实现高速增长: 在智能终端领域，公司产品主要应用于智能机顶盒、

网通网关、智能安防、智能电表等品类，下游客户涵盖康普、北美电信、萨基姆、特艺等全球智能机顶盒领域头部厂商。1) 产品品类拓展方面，公司智能安防系列产品顺利实现量产。2) 客户拓展方面：公司深化与原有大客户的合作关系，实现对特艺等优质老客户的销售快速提升，同时拓展北美电信等国内外头部优质客户，获得新品定点。3) 产能扩张方面，公司越南和印尼新建产能逐步释放。盈利预测与投资评级：我们下调公司 24 年盈利预测，23-25 年归母净利润为 3.30/4.55/5.90 亿元（23/24 年前次预测值为 3.30/4.78 亿元），当前市值对应 2023-2025 年 PE 分别为 21/16/12 倍，维持“买入”评级。风险提示：下游需求不及预期；汇率波动风险；大宗商品价格波动风险

**科德数控 (688305): 2022 年报&2023 年一季报点评: Q1 重回高增长轨道, 看好订单充足&盈利能力提升**

考虑到疫情影响，我们预计公司 2023-2025 年的归母净利润为 1.22（维持）/1.79（维持）/2.47 亿元，当前市值对应 PE 分别为 65/44/32 倍，维持“增持”评级。

**天合光能 (688599): 2023 年一季报点评: Q1 量利高增, 看好 23 年组件一体化深化, 全业务多点开花**

盈利预测与投资评级：基于光伏需求持续旺盛，我们上调公司盈利预测，我们预计 2023-2025 年归母净利润为 74.6/95.1/116.5 亿元（前值为 71.4/95.7/117.3 亿元），同比+103%/+28%/+22%，基于公司光伏组件龙头地位，我们给予公司 2023 年 20 倍 PE，目标价 68.6 元，维持“买入”评级。

**晶澳科技 (002459): 2023 年一季报点评: 美国高溢价进一步体现, 盈利能力持续超预期!**

盈利预测与投资评级：基于公司 N 型产能落地加速，我们上调公司盈利预测，我们预计 2023-2025 年归母净利润为 100.4/128.6/160.9 亿元（前值为 92.3/124.8/156.2 亿元），同比+81%/+28%/+25%，基于公司光伏组件龙头地位，我们给予公司 2023 年 20 倍 PE，目标价 60.8 元，维持“买入”评级。

**荣盛石化 (002493): 2023 年一季报点评: 盈利短暂承压, 新材料发力业绩拐点将至**

荣盛石化 23Q1 点评

**远光软件 (002063): 2022 年年报和 2023 年一季报点评: 业绩符合市场预期, 电网 ERP 国产化有望提速**

盈利预测与投资评级：考虑公司持续加大研发投入，我们将公司 2023-2024 年 EPS 预测由 0.29/0.34 元下调至 0.27/0.34 元，预测 2025 年 EPS 为 0.42 元。我们认为公司能源行业 know-how 深，在虚拟电厂与电交易等新业务领域优势显著，有望持续受益于国网国改，维持“买入”评级。

**道森股份 (603800): 2022 年报&2023 年一季报点评: 子公司洪田科技并表实现扭亏为盈, 复合铜箔一体机有望放量**

道森股份于 2023 年 4 月 25 日晚间发布 2022 年报和 2023 一季报。

**斯迪克 (300806): 2022 年报及 23Q1 点评: 22 年业绩承压, 23Q1 盈利恢复增长【勘误版】**

22 年业绩承压, 毛利率稳步增长: 公司 22 全年营收 18.8 亿元, yoy-5.4%; 归母净利润 1.7 亿元, yoy-20%; 扣非归母净利润 1.4 亿元, yoy-18%,



22 年业绩承压。分业务来看：1) 电子级胶粘材料全年营收 8.4 亿元，yoy+26.4%；2) 薄膜包装材料营收 4.7 亿元，yoy-14.4%；3) 功能性薄膜材料营收 4.5 亿元，yoy-20.5%，公司营收不及预期系功能性薄膜材料及电子级胶粘材料需求萎缩，尤其是第四季度，销售发货受外部环境因素影响显著。公司 22 年毛利率为 29.7%，同比+2.7pct，公司不断推出高附加值产品，核心业务毛利率稳步提升，未来盈利能力可期。研发费用 1.3 亿元，yoy+16.5%，公司不断进行产品升级，加速布局高端市场。 23 年一季度盈利恢复增长，持续加大研发产品结构升级：23Q1 实现营收 4.8 亿元，yoy+1%；归母净利润 0.2 亿元，yoy+13.8%；扣非归母净利润 0.2 亿元，yoy+13.4%，营收和归母实现增长系下游消费电子需求修复，业绩符合预期。公司一季度毛利率为 25.0%，同比+1.4 pct，研发费率为 8.2%，同比+3.3pct，公司持续加大投入研发新产品，原材料自制率提升，产品结构持续升级保障公司盈利能力依然稳健。核心客户持续突破，OCA 光学胶与新能源功能材料有望驱动成长：依托于公司的成本优势和技术优势，公司已与国内外龙头企业建立合作关系，客户群体较为稳定优质，与客户高度协同的“嵌入式”研发体系有效提高客户粘性，为日后市场进一步开发奠定质量基础和平台基础。公司深耕 OCA 光学胶、高端膜材料与 PET 材料等领域，同时应用领域也快速拓展到汽车电子与新能源锂电池等下游，公司业务呈现“OCA 光学胶+新能源功能材料”双轮驱动格局，伴随 VR 光学及显示持续创新、智能手机折叠屏渗透率快速增长，以及新能源车销量的持续增长，有望给公司两大业务持续贡献增量，实现量价齐升。盈利预测与投资评级：我们基于下游消费电子需求变化等调整盈利预测，23-25 年归母净利润调整为 3.5/5/7 亿元(23/24 年前值为 4/6.2 亿元)，对应 PE 分别为 20/14/10 倍。基于对公司高端膜材料产业长期趋势的看好、公司核心竞争力持续增强等综合因素，我们继续看好公司未来成长趋势，维持“买入”评级。

**润达医疗 (603108)：2022 年报点评：疫后恢复逻辑明确，工业品加速成长**

盈利预测与投资评级：考虑到一季度疫情影响，我们将 2023-2024 年归母净利润由 5.7/7.1 亿元调整为 5.2/6.3 亿元，估计 2025 年归母净利润为 7.9 亿元，2023-2025 年 P/E 估值分别为 15/12/10 倍；基于公司商业板块集约化模式扩容，深度绑定国药，工业板块各管线加速放量；维持“买入”评级。

**柏楚电子 (688188)：2023 年一季报点评：业绩略超预期，激光行业复苏逻辑兑现**

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 6.96、9.31、11.81 亿元，当前市值对应动态 PE 为 40/30/24 倍，基于公司激光切割的市场竞争力，以及拓品类能力，维持“买入”评级。风险提示：盈利能力下滑，新品产业化进展不及预期，竞争加剧等。

**海力风电 (301155)：22 年报及 23 年一季报：23Q1 业绩符合预期，海风需求回暖业绩弹性高**

公司是海桩/塔龙头，海风行业高成长背景下，我们预计 2023-2025 年归母净利润分别 7.98/11.98/15.56 亿元，同比+289%/50%/30%，对应 PE 21/14/11 倍。公司是最纯海风标的，给予 2023 年 30 倍 PE，目标市值 240 亿，维持“买入”评级。

**中国平安 (601318)：2023 年一季报点评：新准则正面影响超预期，价**

**值拐点确认**

事件：中国平安披露 2023 年一季报：实现归母营运利润（OPAT）413.85 亿元，同比下滑 3.4%；实现归母净利润 383.52 亿元，同比大幅增长 48.9%（已追溯同期口径），净利润与 OPAT 差异系短期投资波动（-32.08 亿元），1Q23 寿险、财险、银行、资管、科技分部归母营运利润同比增速为 -2.1%、45.9%、13.6%、-49.4%和-74.8%，占比为 68.0%、10.9%、20.4%、3.2%和 1.7%。净利润增速超出市场预期，新准则影响整体偏正面超出预期。

**佐力药业（300181）：2022 年报及 2023 一季报点评：乌灵胶囊稳定高增长，灵泽片等新品放量**

盈利预测与投资评级：考虑到未来其他省市集采的潜在影响，我们将 2023-2024 年归母净利润 3.8/5.1 亿元的预期调整为 3.7/5.0 亿元，预计 2025 年归母净利润为 6.5 亿元，2023-2025 年 P/E 估值分别为 26/20/15X；基于公司 1) 乌灵胶囊持续放量，2) 灵泽片进入放量期；维持“买入”评级。

**盛美上海（688082）：2023 年一季报点评：业绩实现高速增长，股权激励利好未来发展**

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 年公司归母净利润预测为 9.25、12.11 和 15.51 亿元，当前市值对应动态 PE 分别为 52、40、31 倍，维持“增持”评级。风险提示：下游资本开支不及预期、新品拓展不及预期等。

**伊之密（300415）：2023 年一季报点评：业绩基本符合预期，看好顺周期背景下业绩逐步修复**

考虑到下游通用制造业持续复苏，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 5.58（维持）/7.35（维持）/9.46（维持）亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 16/12/10 倍，维持“增持”评级。

**天山股份（000877）：2023 年一季报点评：盈利底部已经确立，中期景气有望回升**

盈利预测与投资评级：行业供需平衡重建，景气底部回升，公司整合后精益生产、提效技改，可持续竞争力增强，盈利有望稳步改善。基于地产投资缓慢修复，煤价维持高位，我们调整公司 2023-2025 年归母净利润至 48.5/67.6/82.8 亿元，（预测前值为 55.5/78.5/82.8 亿元），4 月 26 日收盘价对应市盈率 14.8/10.6/8.7 倍，维持“增持”评级。

**国能日新（301162）：2022 年年报和 2023 年一季报点评：市占率持续提升，新业务快速拓展**

盈利预测与投资评级：考虑公司持续加大研发投入，我们将公司 2023-2024 年 EPS 预测由 1.59/2.22 元下调至 1.34/1.86 元，预测 2025 年 EPS 为 2.47 元。我们看好公司存量客户数量持续提升带来稳定现金流，看好随着能源信息化发展公司新业务加速成长，维持“买入”评级。

**华策影视（300133）：2022 及 23Q1 业绩点评：一季度业绩复苏，AI 赋能海量版权**

考虑到 AIGC 布局或导致近期研发费用率上升，但对长期收入有正面影响，我们将 2023-2024 年公司 EPS 从 0.29/0.32 元调整为 0.27/0.33 元，并预计 2025 年公司 EPS 为 0.38 元，当前股价对应 2023-2025 年 PE 为 35/29/25X，看好公司成长逻辑，维持“买入”评级。

**广州酒家（603043）：2023 年一季报点评：收入超预期，复苏逻辑持续验证**

得益于餐饮业务收入复苏&减亏，2023Q1 经营表现超预期。经销商渠道不断优化，省内外经销商数量均有增长。

**长华集团 (605018): 2022 年年报及 2023 年一季报点评: 新能源占比提升, 新产品期待放量**

考虑到公司新投放产能利润释放需要时间, 新业务短期盈利能力可能不佳, 我们将公司 2023-2024 年营收从 25.1/29.8 亿元下调为 22.0/26.2 亿元, 2025 年营收为 30.1 亿元, 同比分别+20%/+19%/+15%, 归母净利润从 2.6/3.1 亿元下调至 1.8/2.3 亿元, 2025 年归母净利润为 2.8 亿元, 同比分别+62%/+31%/+19%, 对应 PE 为 27/20/17 倍, 维持“买入”评级。

**恺英网络 (002517): 2022 年年报&2023Q1 季报点评: 业绩符合预期, 传奇龙头再起航, 前瞻布局 AI 及元宇宙**

盈利预测与投资评级: 我们维持 2023-2024 年并新增 2025 年盈利预测, 预计 2023-2025 年 EPS 分别为 0.64/0.78/0.94 元, 对应当前股价 PE 分别为 26/21/18 倍。我们看好公司稳存量、拓增量, 布局前沿技术有望迎来多重利好, 维持“买入”评级。

**力量钻石 (301071): 2023 年一季报点评: 归母净利润同比下滑 26%, 静待下游需求恢复**

盈利预测与投资评级: 2023 年一季度公司业绩受到下游需求影响有一定扰动, 我们下调公司 2023 年-2025 年归母净利润从 7.6 亿元/12.1 亿元/14.8 亿元至 5.5 亿元/7.1 亿元/9.3 亿元, 最新收盘价对于 2023-2025 年 PE 分别为 22/17/13 倍, 维持“买入”评级。

**香港交易所 (00388.HK): 2023 一季报点评: 投资收益高增创良好开局, 看好公司长期成长空间**

基于宏观经济回暖预期以及公司 2023 年一季度经营情况, 我们调整 2023-2025 年股东应占溢利预测至 123.30/135.73/147.74 亿港元 (前值分别为 117.45/128.02/139.15 亿港元), 对应同比增速分别为 22.34%/10.08%/8.85%, 对应 2023-2025 年 EPS 分别为 9.72/10.71/11.65 港元, 当前市值对应 2023-2025 年 PE 分别为 33.42/30.36/27.89 倍。我们看好公司持续发挥自身“稀缺赛道+轻资产”运营模式的竞争优势, 在互联互通扩容、特专科技公司新上市制度等战略加持下开启全新增长周期, 维持“买入”评级。

**晶品特装 (688084): 2022 年年报和 2023 年一季报点评: 在手订单充足, 看好特种机器人龙头未来前景**

基于十四五期间军工行业高景气, 并考虑公司在特种机器人领域的龙头优势地位, 预计 2023-2025 年归母净利润分别为 1.00/1.54/2.11 亿元; 对应 PE 为 56/36/27 倍, 维持“买入”评级。

**上海瀚讯 (300762): 2022 年年报及 2023 年一季报点评: Q1 营收同比增长 342.86%, 经营有望逐步回暖**

基于公司军用宽带通信的领先地位, 我们预计 2023-2025 年归母净利润分别为 2.57 (-1.36) /3.57 (-1.30) /4.65 亿元; 对应 PE 分别为 30/21/16 倍, 维持“买入”评级。

## 宏观策略

### 宏观点评 20230427: 利润复苏的“胜负手”可能在出口

3月工业企业利润的增速谈不上乐观,但是较1至2月的同比跌幅有所收窄,从这一边际的改善背后我们看到了3月出口超预期的“影子”。例如汽车出口的量价齐升,较好地对冲了国内“价格战”带来的压力。这可能指明了工业制造业复苏的一条“捷径”,充分利用出口空间,这可能是近期政策重视稳外贸的重要原因,我们也认为出口会是第二季经济“成色”的胜负手之一。工业企业利润仍待拐点。2023年3月全国规模以上工业企业利润实现利润总额6295.3亿元,同比下降19.2%(按可比口径),延续近8个月以来的负增长态势,不过较1-2月降幅略有收窄。3月出口结构性改善带来的超预期增长未能成功对冲工业整体动能偏弱的影响,工业企业利润端无明显起色。收入低迷、成本费用刚性之下,企业利润“寸步难行”。量、价、利润率拆解来看,3月量上价下,利润率仍大幅负增。具体来说,3月工业增加值同比增速录得3.9%,而在高基数影响下,PPI同比增速录得-2.5%。3月营收利润率同比增速为-21.2%,再次成为规上企业利润大幅负增的“导火索”。放眼整个一季度,利润率的表现不佳与成本和费用的相对刚性相关。一季度企业营收同比下滑0.5%,而营业成本却正增长0.6%,导致单位成本和单位费用的上升:一季度每百元营业收入中的成本为85.04元,同比增加0.91元;每百元营业收入中的费用为8.49元,同比增加0.36元。出口和服务性消费的协同发力暗示工业企业利润的结构性修复。分不同行业来说,上游端的煤炭开采业利润占比处于高位。然而,主力电厂暂无采煤计划、中小企业等待降价,这促使了煤价的不断调低。3月煤价仍呈下降趋势,使工业企业中重要性较高的煤炭开采业利润空间变窄,同比增速录得-9.3%(前值-2.3%)。中游端的装备制造业表现较佳。其中通用设备制造业3月同比增速为16.6%(前值0.2%),金属制品、机械和设备修理业同比增速为131.4%(前值24.4%)。随着春节和疫情影响的减退,通用设备订单逐步实现产品交付,收入确认带动利润上行。同时,通过扩大机械类产品的“东盟路线”,此次出口的大幅改善也是带动中游装备制造业利润改善的一大因素。此外,之前受外需大幅下滑影响的计算机和电子设备制造业,现利润增速降幅收窄,录得-36.2%(前值-77.1%)。结合集成电路出口数据来看,3月集成电路出口数量和金额均有修复但依旧负增。下游纺织业利润压力加大,食品和汽车制造业改善明显。3月纺织业中的PTA和聚酯开工率均有下滑,纺织业整体动能不足,短期内行业利润难以回升。不过受消费复苏影响,食品类制造业修复效果明显,其中食品制造业利润增速由负转正,录得0.7%(前值-7.3%),酒、饮料和精制茶制造业利润增幅更是大幅上升录得40.0%(前值2.4%)。此外,下游端的一大亮点在于汽车制造业利润增速的大幅提升,其3月利润增速录得9.4%(前值-41.7%),主要受益于3月汽车出口所创新高。继2021年汽车出口金额对进口金额实现“弯道超车”后,汽车出口成为观测汽车行业动向的一大风向标。3月汽车出口表现亮眼,实现“量价齐升”,弥补了国内汽车市场“降价潮”的拖累,从而带动汽车行业利润的整体修复。船舶、铁路等运输设备制造业与此情况相似,3月船舶出口数量及金额增速涨幅明显,继续提振船舶等运输设备制造业利润,其利润同比增速录得25.6%(前值64.8%)。工业企业利润逐渐向中游制造业转移。以利润占比来看,受中游装备制造业利润开启向上修复通道的影响,3月中游端利润总额占比回升,录

得 24.4% (前值 17.2%)，主要来自于电气机械和器材制造业 (占比 7.4%) 以及计算机和电子设备制造业 (6.9%)。上游利润占比依旧最高，3 月为 39.0%，主要来自于煤炭开采和洗选业 (12.6%)、化学原料制造业 (6.2%) 等。 民营工业企业景气度回升。分企业经济类型来看，3 月规模以上工业企业中，民营企业利润开启上行通道，其同比增速为 39.5%，录得近 6 个月以来最高值。近期国家及地方多举措支持民营经济，随着政策的落地和亲清政商关系的构建，在民营企业吃下“定心丸”后，其利润空间有望进一步打开。 风险提示：海外货币政策收紧下外需回落，海外经济提前进入显著衰退，严重拖累我国出口。毒株出现变异，疫情蔓延形势超预期恶化。

(证券分析师：陶川 证券分析师：邵翔)

## 固收金工

**固收深度报告 20230427: 政府杠杆率将如何变化？—杠杆观察系列二观点** 我国政府杠杆现状：(1) 从总体趋势来看，我国政府杠杆率呈上升趋势，新冠疫情以来上行幅度加快。政府杠杆率的定义是政府部门债务/GDP，衡量了政府部门杠杆撬动经济发展的效率。国家资产负债表研究中心 (CNBS) 公布的最新数据显示，2022Q4 我国政府部门的杠杆率达 50.4%。(2) 对政府杠杆横向拆解发现，中央政府杠杆率走势较为平缓，2020 年一万亿抗疫特别国债推升杠杆率；对于地方政府杠杆，显性债务方面，地方政府杠杆率总体水平不高，专项债务占比更大，隐性债务方面，地方政府借道融资平台举债，城投债规模不断扩大。根据公式地方政府杠杆率=(地方政府债务余额+城投债余额)/GDP，大致估算地方政府的杠杆率，结果显示截止 2022 年末我国地方政府杠杆率高达 40.11%。(3) 政府杠杆的纵向分析表明：中央和地方杠杆率的走势，反映了两者财政关系的调整与变化。政府杠杆率的变动呈现出阶段性的差异化特征，第一阶段为 2008 年之前，为中央政府杠杆主导阶段；第二阶段为 2009 年至 2019 年，为地方政府杠杆主导阶段，第三阶段为 2020 年至今，为中央和地方杠杆协同阶段。影响政府杠杆的主要因素：(1) 财政赤字—预算角度：财政赤字影响债券发行限额，限制了政府杠杆的分子端。在进行年终决算时，国债、一般债的实际余额必须小于相应的限额，从而限制了杠杆率的分子端大小。(2) 一般公共预算收支—决算角度：全国一般公共预算收入和支出呈上行趋势，收支矛盾不断凸显。从一般公共预算收入来看，我国财政收入结构较为复杂，就中央收入占地方本级收入比而言，2014 年以来比例均处于 0.82 至 0.89 的区间内，中央和地方间的收入结构较为稳定；从一般公共预算支出来看，支出结构与收入类似，转移支付是地方财权和事权匹配的关键。以 2022 年的数据为例，收入侧地方收入占比 53%，难以满足支出侧占比 86% 的资金需求。(3) 地方政府—监管角度：显性债务方面，可以从一般债务和专项债务两个角度讨论，一般债务新增规模的主要影响因素是地方财政赤字，而专项债务新增规模的主要影响因素是当年新增专项债发行限额。隐性债务方面，决定隐性债务增速的因素主要是监管部门对地方平台融资的监管力度，当监管力度较大时，隐性债务增速较慢；当监管力度有所放松时，隐性债务增速较高，而影响监管部门对地方融资平台的监管力度的主要因素，是经济下行情压力。政府杠杆未来走势：作为中国疫情结束的“元年”，我们认为 2023 年将是中国政府杠杆率阶段性转折的一年。(1) 从预算角度来看，在当前时刻，虽然通胀压力较小，不存在严重的经济过热问题，但目前面临的债务压力较大，财政政策抉择

开始侧重于化解债务压力。参照上一轮（2008-2012 年）大规模财政政策刺激周期的走势，未来积极的财政政策周期或已进入尾声，政府目标赤字率可能进入下行通道；（2）从决算角度来看，疫情结束后一方面防疫相关支出大幅减少，财政支出端的压力减少，另一方面经济复苏下财政收入会有所增加，两者作用之下财政收支差额将有所收窄，有助于政府杠杆率的降低。但需要注意的是，2023 年 PPI 指数已落入下行区间，从历史来看，处于 PPI 指数下行区间的年份（2009 年、2012-2015 年、2018-2019 年及 2022 年至今），其对应的财政收支差额占 GDP 的比重均有所抬升，反映财政压力有所加大。因此，虽然疫情结束后经济有望步入复苏阶段，但 PPI 指数正步入下行周期，两者周期错位，短期财政收支差额收窄幅度或有限；（3）从隐性债务来看，随着中央对隐性债务监管日益趋严，隐性债务的扩张势头将得到快速遏制，其存量规模未来或逐步进入下降通道，这将有利于中国政府债务的透明化，同时也有利于政府杠杆率的降低，为将来留出更多的政策空间。因此展望未来，政府杠杆率可能会逐年下降，下降的幅度取决于疫后经济复苏力度以及未来一段时间经济增长的内生动力。风险提示：宏观经济增速不及预期，全球“再通胀”超预期。

（证券分析师：李勇 研究助理：徐沐阳）

#### 固收深度报告 20230427：立破并举，激浊扬清——广西城投债现状 4 个知多少？

观点 存量城投债及主体现状：1) 2012 年至 2022 年期间，广西各年末城投债存量规模占全国比例呈现“先降后升再降”的趋势，各年度发债节奏整体偏紧，全国占比总体呈下行趋势，且近三年降幅较大，或受较快抬升的城投债务率所限；此外，广西地方公共财政收入在全国占比逐年走低，表明当地财政实力偏弱且呈下降趋势，政府担保能力较弱。2) 广西城投债务率呈波浪状上升态势，2022 年末广西城投债务率达到 118.6%，在全国范围内处于中上水平，表明广西全域当前城投债务负担略重，但地方政府对城投债的依赖程度尚可，地方政府融资仍以一般债和专项债为主，隐性债务风险可控。3) 广西存量债券余额规模为 2019.78 亿元，位列全国第 16 位，存量城投债平均票面利率 6.02%，位列全国第四，融资成本处于高位，或主要由于广西经济结构不够合理，城投主体资质一般而政府兜底能力较弱，投资人需要更高的信用风险补偿，导致城投主体发行成本较高，融资通道受阻。4) 存量城投债中，主体评级以 AAA、AA+ 和 AA 级为主，占比分别为 24.79%、27.82% 和 45.57%；剩余期限集中于中短期，1Y-6Y 期间内债券余额占比合计 79%；券种以私募债为主，占比达到 36.2%。5) 广西城投主体共计 66 家，累计发行债券 4668.38 亿元，中低资质主体数量庞大，占有所有城投主体的七成左右。6) 存量债券余额大于 35 亿元的主体共 14 家，余额共计约 1566 亿元，占比约 77.17%，整体融资结构合理，违约风险可控。7) 其中，广西城投龙头平台广西交投的存量债券余额一骑绝尘，未来一年内公司将承受较大的债务到期兑付压力，但其融资成本低，融资实力较强的同时偿债能力较好，受市场认可程度较高，经营风格相对稳健。8) 广西头部城投平台具有显著的地域集中性，柳州市偿债压力较其余县市更为凸显。一级市场发行情况：1) 2022 年广西共发行城投债 512.46 亿元，处于全国中后位置；平均票面利率 4.8%，位于全国第 10 位，表明广西城投债受当地财政实力、经济发展状况等问题制约，整体融资成本较高，发行规模因而受限，储备缩短资金回笼周期、提供长期稳定运营收益的项目将成为平台提升自身融资和偿债能力的关键因素。2) 主体评级以 AAA、AA 级为主，占比近 80%；发行期限多在 3-5 年内，占比 45%；

券种以中票和私募债为主，合计占比过半；主体行业基本集中于工业领域。未来偿债压力：1) 2023 年剩余三季度整体兑付压力与 2024 年全年基本持平。2) 2023 年二季度起将有 42 家广西发债主体偿付总额 748.03 亿元的城投债，平均兑付金额约 17.81 亿元，预计 2023 年全年广西城投债发债主体违约风险总体可控，但剩余期限在一年及以内的债券金额达到七成以上，故仍需关注此类主体短期内现金流周转情况及流动性风险。二级市场成交与收益表现：1) 成交表现：2022 年广西全年成交量为 1346.06 亿元，年换手率为 67.25%，在二级市场活跃度偏低。2) 收益率：2014 年 1 月 2 日至 2021 年 4 月 14 日内城投债收益率与基准利率走势基本一致，自 2018 年 7 月起，利差持续走阔，表明广西城投债收益率明显高于同等级其他区域城投债，或源于广西债务率偏高但缺乏充足的经济造血实力和政府财力支持，区域信用环境恶化，舆情频发，造成二级市场收益率表现与全国城投板块收益率相背离的态势长期持续。3) 信用利差：截至 2023 年 4 月 14 日，广西城投债信用利差收于 529.92BP，仍远高于 75%分位数，处于历史极高位置。4) 鉴于广西城投债到期回售高峰与偿债压力迫在眉睫，我们预计在债务化解信号尚不清晰的形势下，广西城投债信用利差仍将维持高位，建议投资者持续关注广西化债进度及地方化债政策，对广西全域不同县市区区分看待，筛选由于信用舆情蔓延而致使估值错杀的高性价比城投个券并适度配置。风险提示：城投相关政策超预期收紧；数据统计存在偏差。

(证券分析师：李勇 研究助理：徐津晶)

## 行业

### 推荐个股及其他点评

**科锐国际 (300662): 2023 年一季报点评: 收入同比+9.2%增长稳健, 业绩受成本支付节奏影响有一定扰动**

**投资要点** 2023 年 Q1 公司收入同比+9.2%。2023 年 4 月 27 日公司披露 2023 年一季报，2023 年 Q1 公司实现收入 23.9 亿元，同比+9.2%，实现归母净利润 3330 万元，同比下滑 37%，实现扣非归母净利润 2526 万元，同比下滑 47%。公司 Q1 业绩下滑主要因为开放后企业招工仍在爬坡恢复期，国内人力资源服务市场需求在 2023 年 3 月末开始呈现出逐步恢复的态势，体现在业绩上有一定程度的滞后。公司累计派出人次增长稳定，技术类岗位占比持续提升：2023 年 Q1，公司灵活用工业务累计派出人次达到 10.3 万人次，同比+12.3%，截至 2023 年 3 月末，公司在册灵活用工岗位外包员工 3.15 万人，其中技术研发类岗位结构占比持续增长，拉动灵活用工业务营收整体实现增长。受到收入确认和员工工资支付节奏的影响，公司 2023Q1 毛利率有一定程度下滑：2023Q1 公司毛利率 7.17%，同比下滑 2.6pct，销售净利率 1.81%，同比下滑 1.5pct。公司持续优化平台建设，未来有望成为第二增长曲线：公司持续优化三大垂直招聘平台医脉同道，数科同道和零售同道，人力资源产业互联平台禾蛙，人力资源管理 SaaS“才到云”等多种技术服务产品，截至 2023 年 3 月末，公司通过垂直招聘平台、产业互联平台、SaaS 技术平台触达各类客户 2.8 万余家，同比+59.48%，运营招聘岗 1.62 万余个，+90.86%，链接生态合作伙伴 1 万余家，同比+43.08%。盈利预测与投资评级：科锐国际在灵活用工领域有深厚的行业经验和丰富的行业资源，市场化运营机制灵

活，效率较高，一季报反馈终端用工需求恢复仍在爬坡且有一定节奏扰动，处于谨慎，我们下调 2023-2025 年归母净利润从 3.8 亿元/5.0 亿元/6.4 亿元至 3.52 亿元/4.64 亿元/6.05 亿元，最新股价对应 2023-2025 年 PE 分别为 23/17/13 倍，维持“买入”评级。风险提示：行业景气度下降风险，下游客户订单增长不及预期风险等

(证券分析师：吴劲草 证券分析师：谭志千)

### 开润股份(300577): 2022 年报及 2023Q1 业绩点评: 22 年业绩承压、23Q1 恢复较好, 看好全年业绩修复

投资要点 公司公布 2022 年报及 23Q1 业绩: 1) 2022 年: 营收 27.41 亿元/yoy+19.75%、归母净利 0.47 亿元/yoy-73.98%、扣非归母净利 0.20 亿元 /yoy-79.01%。分季度看, 22Q1-Q4 收入分别同 +35.56%/+31.34%/+43.85%/-18.67%、归母净利分别同 +2.78%/-93.91%/-62.82%/亏损, Q1-3 收入增速较快、Q4 受国内疫情扰动+外需走弱影响增速回落, 利润端大幅降低主要系毛利率同 -4.96pct、及投资收益&公允价值变动&资产减值损失冲减所致。2) 23Q1: 营收 7.40 亿/yoy+21.00%、归母净利 0.35 亿/yoy-24.72%、扣非净利 35.29 亿/yoy+179.99%, 国内消费场景常态化后收入呈复苏, 费用控制优秀、扣非净利实现大幅增长。2B 业务: 客户及品类拓展拉动收入逆势维持较好增长, 盈利能力承压。1) 收入端: 22 年代工收入 21.98 亿元/yoy+50.09%/占比 80.19%, 主要系: ①耐克/迪卡侬/VF 集团贡献分别同增高双位数/70-80%/近 100%, 优质客户合作持续深化、订单持续放量; ②新拓客户 PUMA、The North Face、Thule 等增量订单; ③投资上海嘉乐后, 公司作为渠道商承接部分品牌服装代工订单带来增量收入。分上下半年看, 22H1/H2 分别同比+67%/+37%, 下半年受外需走弱影响增速有所放缓、但仍较为稳健。23Q1 收入约 6.1 亿/同增约 30%, 主要受益于承接嘉乐服装订单拉动、箱包代工同增约低双位数。2) 产能方面: 22 年总产能 3973 万件/yoy+48.68%, 其中境外(印度、印尼)/境内(滁州)分别同比+20.9%/+67.2%、占比 67%/33%, 公司积极完善全球化产能布局, 未来将有序推进印尼工厂建设。22 年整体产能利用率 88%, 其中境内/境外分别 97%/84%, 境内产能利用率较高, 境外新增产能处爬坡中、生产效率仍存提升空间。3) 盈利能力方面: 受嘉乐低毛利服装订单客户占比提升及新增产能爬坡影响, 22 年毛利率同比-3.99pct 至 21.98%。此外上海嘉乐 22 年亏损 0.67 亿元、对业绩拖累体现为投资亏损、23Q1 疫情放开后已实现止亏。4) 展望: 23 年 2B 预计收入增长较为稳健, 随客户结构优化+产能利用率提升, 毛利率预计稳中略升。上海嘉乐在老客户新增+新客户拓展带动下收入增速有望超 30%, 23 年有望实现盈利、贡献正投资收益。2C 业务: 22 年业绩承压, 23Q1 国内恢复较好。1) 收入端: 22 年收入 5.13 亿元/yoy-32.11%/占比 19%。分品牌看 90 分/小米同比分别-34%/-30%、占 2C 业务 42%/58%, 公司主动关停 2C 亏损业务(如海外渠道), 叠加国内疫情对出行市场造成较大冲击, 2C 收入受到较大影响; 23Q1 收入约 1.3 亿元/同比单个位数下滑, 主因 22Q1 外销基数较高、经主动收缩后 23Q1 外销大幅降低, 国内受益于出行消费恢复较好, 90 分收入同增超 50%、小米亦有较好表现。2) 毛利率: 22 年同比-7.41pct 至 20.87%, 主因加大促销力度清理货品所致, 23Q1 明显提升、已实现扭亏。3) 展望: 23 年受益于国内出行放开、国内 2C 端有望快速增长, 但考虑到海外销售收缩影响, 预计整体收入实现小幅增长。随国内产品持续推新、高毛利产品占比提升, 23 年毛利率有望显著提升, 实现扭亏为盈。毛利率&费用率均下滑, 22 年非主业项目拖累净利。1) 毛利率: 22 年同比-4.96pct 至 21.63%,



下降主因 2B、2C 业务呈不同程度下滑；23 Q1 为 21.75%、同比-3.29pct、环比+2.20pct，边际逐渐好转。2) 费用率：22 年/23Q1 同比分别 -6.31/-6.22pct 至 16.98%/16.00%，主要系销售费用率同比分别 -4.84/-3.85pct 所致、公司严格控费成效显著。3) 非主业项目：22 年投资收益同减 0.77 亿元（主要来自上海嘉乐及理财产品）、其他收益同减 0.40 亿元（主要为政府补助）、公允价值变动同减 0.34 亿元（主要为交易性金融负债）、资产减值损失同减 0.18 亿元（主要为存货计提），以上累计同减 1.69 亿元。4) 净利率：22 年结合上述影响、归母净利率 1.71%/yoy-6.16pct；23Q1 同比-2.87pct 至 4.73%（主要系政府补助同减 0.36 亿元、剔除后同比+2.03pct）。盈利预测与投资评级：公司为国内箱包龙头，22 年 2B 客户拓展顺利、产能持续扩张，收入增速亮眼，2C 下游需求疲软+主动关停亏损业务、收入大幅下滑，利润端受 2B 盈利能力下滑、2C&非主业项目亏损等因素出现大幅回落。展望 23 年 2B 业务龙头地位稳固、预计实现稳健增长，上海嘉乐有望实现盈利、贡献正投资收益，2C 受益于国内出行旅游场景恢复、抵消海外业务收缩影响、有望重拾增长。考虑 22 年业绩低于预期，我们将 23/24 年归母净利润从 2.01/2.50 亿元下调至 1.50/1.84 亿元、新增预计 25 年归母净利 2.21 亿元，对应 PE 为 24/20/17X，维持“增持”评级。风险提示：疫情反复、经济疲软等。

（证券分析师：李婕 证券分析师：赵艺原 研究助理：郝越）

#### 九号公司(689009): 2023 年一季报点评: 电动两轮车快速放量, ToB&小米分销下滑压制业绩表现

事件: 公司发布 2023 年一季报。ToB 直营&小米分销渠道明显下滑, 2023Q1 收入端短期承压 2023Q1 公司实现营业收入 16.62 亿元, 同比-13.32%, 低于我们此前预期。分销售渠道来看: 1) 自主品牌分销: 2023Q1 实现收入 11.48 亿元, 同比+17.29%, 实现稳健增长, 其中自主品牌零售滑板车销量 12.54 万台, 收入 2.80 亿元, 同比-22%, 明显下滑, 我们判断主要系 2023Q1 欧美天气寒冷, 电动滑板车出货明显下降; 电动两轮车销售 18.47 万台, 收入 5.43 亿元, 同比+109%, 延续高速增长; 全地形车销量 2,824 台, 收入 1.13 亿元, 同比-44%。2) ToB 产品直营: 2023Q1 实现收入 1.18 亿元, 同比-38.84%; 3) 小米定制产品分销: 2023Q1 实现收入 1.18 亿元, 同比-59.55%。短期来看, 随着天气回暖, 2023Q2 欧美电动滑板车需求正在快速恢复, 叠加电动两轮车在国内市场快速扩张, 割草机器人、全地形车在欧美市场进一步打开, 2023 年全年公司收入端有望重回快速增长。毛利率实现明显提升, 费用率上提压制净利率表现 2023Q1 公司归母净利润为 1750 万元, 同比-54.49%, 实现扣非归母净利润 83 万元, 同比-96.29%。2023Q1 销售净利率和扣非销售净利率分别为 1.04%和 0.05%, 分别同比-0.94pct 和-1.12pct, 盈利水平短期承压。1) 毛利端: 2023Q1 销售毛利率为 28.22%, 同比+6.20pct, 明显提升, 若剔除门店补贴冲减收入, 实际毛利率表现更加出色。2) 费用端: 2023Q1 期间费用率为 27.31%, 同比+8.36pct, 是压制净利率表现的主要原因, 其中销售、管理、研发和财务费用率分别同比+4.71pct、+1.86pct、+1.59pct 和 +0.20pct。新产品持续落地, 公司的成长空间不断打开 公司在巩固电动滑板车、平衡车等传统优势同时, 不断布局新品, 成长空间不断打开: ①电动两轮车: 公司中国区专卖门店近 3000 家, 覆盖 700 余个县市; 并发布 Bmax、F、A+和 MMAX 系列等多款战略级产品, E 系列和 B 系列进军海外市场, 已陆续在英国、日本、墨西哥等十余个国家上市; ②全球全地形车: 2022 年公司全系列产品已顺利进入欧

洲市场，其中 UTV 和 SSV 顺利进入美国市场，产品迅速获得用户和经销商的认可，成长空间进一步打开；③机器人：2022 年公司割草机器人在家用无边界割草机领域内率先实现批量交付，产品已成功登陆 10 多个欧盟国家，成功进驻 300 多经销商门店。此外，2022 年公司发布两款全新的服务机器人-九号飞碟送物机器人和九号饱饱送餐机器人，其中饱饱送餐机器人已成功出口韩国、日本、西班牙等多个国家和地区，进一步打开成长空间。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 7.35、12.05 和 17.96 亿元，当前市值对应动态 PE 分别为 32、19、13 倍。基于公司较高的成长性，维持“买入”评级。风险提示：新品推广不及预期，海外市场销量下滑，盈利能力下滑等。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：黄瑞连）

### 东方雨虹(002271): 2023 年一季报点评: Q1 收入和业绩均快速增长, 至暗时刻已过

投资要点 事件：公司发布 2023 年一季报。公司 2023Q1 实现营业收入 74.95 亿元，同比增长 18.80%；归母净利润 3.86 亿元，同比增长 21.53%；扣非后归母净利润 3.24 亿元，同比增长 9.33%。一季度收入规模创历史新高。2023 年 Q1 公司营收同比增长 18.80%，收入规模创 Q1 历史新高。随着 Q1 各地基建市政项目及地产保交楼项目陆续动工，下游需求有所回暖，公司产品销量稳步增长。公司在渠道优化及品类扩张方面加快开拓，销售规模 and 市场份额进一步提升。成本回落盈利企稳，毛利率同比环比均有改善。2023 年 Q1 销售毛利率 28.66%，同比提升 0.38pct，环比提升 3.11pct，随着原材料成本回落以、公司前期的提价政策落地以及零售占比提升渠道结构改善，毛利率改善较为明显。期间费用率方面，2023Q1 公司销售费用率 10.02%，同比变动+0.08pct；管理费用率 7.42%，同比变动+0.4pct；研发费用率 1.45%，同比变动-0.12pct；财务费用率 0.44%，同比变动-0.09pct。2023 年 Q1 公司信用减值损失 2 亿元（22 年同期为 1.71 亿元）。经营性现金净流量同比改善。2023 年 Q1 公司经营现金净流量为-38.06 亿元，同比增加 20.45%。1）收现比：23Q1 公司收现比 109.70%，同比变动 +0.59pct，2023Q1 末公司应收账款及应收票据余额 122.28 亿元，同比增长 11.56%，2023Q1 末其他应收款余额 36.92 亿元，较期初增加 72.21%，主要系公司支付保证金所致；2）付现比：23Q1 公司付现比 143.92%，同比变动-0.77pct。盈利预测与投资评级：公司作为防水行业龙头，积极通过组织架构调整来覆盖空白市场，拓展非房地产项目，优化经营质量。同时公司积极培育新业务板块，有望通过内部资源整合和协同快速发展。未来防水新规落地需求改善，公司防水主业市占率持续提升，非房板块和非防业务有望进一步打开成长空间。考虑到下游需求恢复及成本下行，我们维持 2023-2025 年归母净利润为 36.92/46.69/58.25 亿元，对应 PE 分别为 21X/16X/13X，维持“买入”评级。风险提示：下游房地产行业波动的风险；原材料价格剧烈波动的风险；行业竞争加剧风险；应收账款风险。

（证券分析师：黄诗涛 证券分析师：房大磊 证券分析师：任婕）

### 国网英大(600517): 2022 年报及 2023 一季报点评: 金融业务全面复苏, “双碳”背景助力制造业务发展

投资要点 事件：公司发布 2022 年报及 2023 年一季报，2022 年全年营业总收入同比+14.50%至 108.61 亿元，归母净利润同比-12.66%至 10.69 亿元；2023Q1 营业总收入同比+4.83%至 21.05 亿元，归母净利润同比+187.11%至 4.54 亿元，业务总体保持稳健增长。2022 全年

业绩符合我们预期，金融业务受市场影响较大。1) 投资收益下滑拖累整体业绩。由于 2022 年市场环境动荡 (上证指数-14.95%)，公司证券投资业务、另类子公司跟投业务业绩出现较大波动，公允价值变动亏损 6.84 亿元，投资收益为 1.83 亿元，较上年-61%，导致公司归母净利润同比-12.66%至 10.69 亿元。2) 信托业务表现较为稳健。2022 年公司手续费及佣金收入为 28.13 亿元，与去年基本持平，收入保持平稳，主要系信托业务呈现亮眼增长 (托管及其他受托业务佣金净收入同比+18%至 24.98 亿元)。“双碳计划”下公司制造业全面向好。1) 碳资产业务发展向好。受益于国家政策支持，全国碳市场运行平稳有序，碳管理业务需求持续增加，公司碳资产业务 2022 年营收同比+88%至 0.48 亿元。预计随着国家碳达峰碳中和计划进一步推进，公司碳资产业务还将继续扩大收入规模。2) 电力装备业务稳中有进、稳中向好。2022 年公司电力装备制造同比+11%至 55.83 亿元。我国于 2022 年 6 月发布《“十四五”新型储能发展实施方案》，推出了一系列新型储能政策，结合“双碳战略”下储能需求不断扩大，公司电力装备制造业务有望在未来进一步释放营收。预计 2023 年公司业绩将随经济复苏而回暖。1) 金融业务全面回升。2023Q1，随着市场环境改善，公司投资收益大幅提升，同比+3993%至 0.31 亿元，带动归母净利润同比+187.11%至 4.54 亿元。在近年宏观环境整体向好，投资情绪较为热烈的前提下，公司利润有望全年保持稳定提升。2) 制造业务市场需求高涨。公司 2022 年及 2023Q1 研发投入均有所提高，同比分别+58.93%/17.22%，有望在技术方面取得新突破。随着“双碳”计划、新能源汽车发展规划等国家政策积极推进，储能需求进一步扩大，中国储能即将进入高速发展期，整体利好公司制造业务，其有望在 2023 年获得较高增长。盈利预测与投资评级：2023Q1 金融业务全面复苏；产业快速扩张，碳资产与电力装备制造业务潜能有待释放，看好公司长期成长空间。基于市场大幅调整，我们预测 2023-2025 年公司归母净利润为 14.92/17.68/18.85 亿元 (前值分别为 13.60/15.77/18.37 亿元)，对应同比增速分别为 39.55%/18.52%/6.59%，对应 2023~2025 EPS 0.26/0.31/0.33 元，对应当前市值 (按 2023 年 4 月 27 日收盘价计) 分别为 20.05x、16.92x、15.87xPE，维持“增持”评级。风险提示：1) 市场波动影响电力装备业务盈利能力；2) 信托行业政策监管力度超预期；3) 碳资产盈利能力不及预期。

(证券分析师：胡翔 证券分析师：朱洁羽 证券分析师：葛玉翔)

### 爱尔眼科 (300015)：2022 年报&2023Q1 季报点评：疫后恢复明显增长，Q1 季度利润率回升

投资要点 事件：2022 年公司实现营收 161.10 亿元 (+7.39%，同比，下同)，归母净利润 25.24 亿元 (+8.65%)，扣非归母净利润 29.19 亿元 (+4.89%)。2023Q1 实现营收 50.21 亿元 (+20.44%)，归母净利润 7.81 亿元 (+27.92%)，扣非归母净利润 7.52 亿元 (+20.73%)。考虑 2022 年 Q4 与 2023 年 1 月份疫情扰动，整体业绩符合预期。2022 年疫情扰动下门诊量保持增长，屈光视光项目实现双位数增速。2022 年公司实现门诊量 1125 万人次 (+10.35%)，手术量 87 万例 (+6.54%)。拆分业务收入看，屈光项目实现营收 63.37 亿元 (+14.80%)，占比 39.33%，屈光增速较快，原因是手术量及高端术式占比的提高，以及公司加大对基层医院屈光科室的建设投入。公司 2022 年屈光手术量约 38 万台，其中 ICL 手术量占比提升。视光项目 37.79 亿元 (+11.85%)，占比 23.46%，视光增速较快，原因是品牌影响力的提升及视光产品线的完善。白内障项目 21.43 亿元 (-2.19%)，占比 13.30%；眼前段项

目 13.39 亿元(-8.00%)，占比 8.31%；眼后段项目 10.55 亿元(+6.08%)，占比 6.55%。整体来看，屈光视光项目在 22 年实现双位数增速。2022 年毛利率受疫情及 DRG/DIP 影响有所下滑，2023 年 Q1 利润率水平回升。2022 年公司毛利率为 50.46% (-1.46pp)，净利率为 16.69% (+0.22pp)。拆分业务毛利率看，屈光 56.82% (-2.13pp)；视光 56.44% (-1.60pp)；白内障 35.34% (-2.33pp)；眼前段 44.46% (-3.49pp)；眼后段 33.61% (-0.91pp)。各业务毛利率有所下滑，主要原因为疫情影响收入增长、周年庆优惠活动及各地实施 DRG/DIP 带来的基础眼病收费下降。预计未来随着业务规模恢复增长及医院逐步成熟，各业务毛利率将恢复至疫情前水平。拆分费用率看，2022 年公司销售费用率为 9.66% (+0.01pp)，原因为公司经营规模扩大及科普活动带来的费用增加；管理费用率为 14.24% (+1.19pp)，原因为股权激励费用、人员薪酬及设备折旧费用增加；研发费用率为 1.69% (+0.21pp)，原因为公司持续加大对眼科临床运用技术及数字化转型研究投入。2023Q1，公司业务恢复增长，销售费用率为 9.35% (-0.02pp)、管理费用率为 13.26% (-0.06pp)、研发费用率为 1.33% (-0.04pp)，Q1 整体毛利率为 47.49% (+0.49pp)，净利率为 17.94% (+1.32pp)，盈利水平回升。盈利预测与投资评级：考虑到公司眼科业务疫后恢复趋势良好，我们将 2023-2024 年公司归母净利润由 36.34/46.70 亿元调整为 36.42/46.51 亿元，预计 2025 年为 57.56 亿元，对应当前市值的 2023-2025 年 PE 分别为 59/46/37 倍。维持“买入”评级。风险提示：医院扩张或整合不及预期的风险；医院盈利提升不及预期的风险等；医疗事故风险等。

(证券分析师：朱国广 证券分析师：冉胜男)

### 极米科技 (688696)：2022 年报&2023 一季报点评：2023Q1 需求偏弱对业绩有一定扰动，静待消费复苏

投资要点 2022 年公司实现归母净利润 5 亿元，同比+3.7%；2022 年公司实现收入 42.2 亿元，同比+4.6%，实现归母净利润 5.01 亿元，同比+3.7%，实现扣非归母净利润 4.4 亿元，同比+3.05%，分季度来看，2022 年 Q4 公司实现收入 13.4 亿元，同比-3.9%，实现归母净利润 1.72 亿元，同比-6.2%，实现扣非归母净利润 1.67 亿元，同比+0.29%，分产品来看，公司智能微投 2022 年收入 36.6 亿元，同比+4.6%，创新产品收入 1.61 亿元，同比下滑 26.5%，激光电视 1.14 亿元，同比+78.9%。国内需求偏弱，海外消费大环境存在较大不确定性，对公司 2022 年收入端利润端均有一定影响。2022 年公司收入端增长相对疲软主要因为：1) 国内居民可选消费整体受到较大冲击，同时各地物流运输受到一定的限制。2) 海外方面，由于俄乌冲突下，海外通胀，以及美元，欧元等汇率波动的影响下，海外整体需求偏弱。公司 2022 年毛利率整体维持稳定，费用率有所提升。2022 年公司整体毛利率 35.98%，整体同比保持稳定，其中智能微投毛利率 34.4%，同比减少 1.1pct，创新产品毛利率 31.8%，同比增加 11pct，激光电视毛利率 37.15%，同比增加 12.5pct。销售费用率 14.2%，同比改善 1.3pct，管理费用率 3.35%，同比增长 0.7pct，研发费用率 8.93%，同比增长 2.4pct。2022 年海外渠道建设取得一定突破：2022 年公司境外收入 7.9 亿元，同比+82%，2022 年公司在海外渠道建设方面取得了一定的突破。除了亚马逊，日本乐天等渠道外，目前公司产品已进入包括 Mediamarkt、Saturn、BicCamera、葛屋家电、友都八喜等在内的海外零售渠道。2023 年 Q1 整体中端需求偏弱，对业绩有一定扰动：2023 年 Q1，公司收入 8.8 亿元，同比下滑 12.75%，归母净利润 5219 万元，同比下滑 57%，扣非归母净利润 4164 万元，同比下滑 59%。毛利率 34.9%，

同比下降 2.9pct, 销售费用率 15.2%, 同比增长 1.5pct, 管理费用率 4.38%, 同比增长 0.9pct, 研发费用率 11.25%, 同比增长 2pct。盈利预测与投资评级: 2023 年 Q1 终端需求仍在爬坡中, 期待公司 LCD 和 4K 新品放量, 处于谨慎我们下调公司 2023-24 年归母净利润从 5.72/7.25 亿元至 5/6.15 亿元, 预计 2025 年归母净利润 7.4 亿元, 最新收盘价对应 2023-25 年 PE 分别为 26/21/17 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 市场需求恢复不及预期, 新产品开发不及预期等

(证券分析师: 吴劲草 证券分析师: 谭志千)

### 和而泰 (002402): 2023 年一季报点评: 营收略超预期, 毛利率持续修复向好

事件: 公司发布 2023 年第一季度报告 投资要点: Q1 营收略超预期, 核心能力有望持续强化: 23Q1 公司实现营收 16.5 亿元, yoy+32.6%; 归母净利润 0.8 亿元, yoy+14.4%; 扣非归母净利润 0.7 亿元, yoy+27.4%; 营收略超预期。Q1 家电板块实现营收 9.8 亿元, yoy+24.1%, 工具板块实现营收 2.3 亿元, yoy+41.3%, 汽车板块实现营收 0.9 亿元, yoy+69.8%。公司 Q1 毛利率 17.3%, 同比+0.28pct, 毛利率修复系公司生产组织节奏加快产品交付, 产能利用率提升。23Q1 公司持续增加市场开拓及新项目新技术研发投入, 增加管理人员及管理架构优化投入, 研发/管理/财务费率分别同比+0.43pct/+0.27pct/+0.23pct, 导致 Q1 利润增速不及营收增速, 但长期看公司经营能力、研发能力以及管理能力有望提升, 有望进一步强化公司核心竞争力, 为公司长期健康稳定发展奠定基础。经营现金流量稳健, 存货逐渐健康化: 公司销售回款增加主要系客户销售订单增加, 同时公司加强现金流管控, 报告期内经营活动产生的现金流量净额为 6871.2 万元, 同比增长 244.2%, 公司加大对应收账款的回收力度, 经营性现金流得到较好恢复。报告期末, 公司存货账面价值 19.8 亿元, 相较于期初下降 5.2%。随着公司订单交付增加, 前期购买的高价原材料库存正在逐渐消耗, 整体存货水平逐步恢复到正常经营区间。各项业务订单充沛, 子公司钺昌科技 T/R 芯片高速增长: 家电板块和电动工具板块订单目前按需求积极交付; 汽车电子业务已与海外知名汽车零部件厂商以及国内多个整车厂形成持续战略合作, 在车身域控制等多领域提供产品; 储能业务板块进一步突破, 有望在 23 年实现 50 万套以上储能领域产品订单, 开拓储能行业市场。子公司钺昌科技 T/R 芯片业务 Q1 实现营收 0.4 亿元, yoy+98.4%, 归母净利润 0.1 亿元, yoy+15.4%, 卫星互联网业务快速放量, 助力整体业绩增长。盈利预测与投资评级: 我们长期看好智能化大趋势下公司具有技术研发、供应链管理等综合实力, 家电、工具类需求回暖叠加公司汽车电子、储能新业务快速增长, 维持此前盈利预测, 预测 23-25 年归母净利润为 7.1/9.5/12.9 亿元, 当前市值对应 PE 分别为 19/14/11 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 上游原材料价格波动的风险; 新业务进度不及预期; 下游需求不及预期。

(证券分析师: 马天翼 证券分析师: 唐权喜 研究助理: 金晶)

### 禾迈股份 (688032): 2022 年报&2023 一季报点评: Q1 微逆环增展现 $\alpha$ , 2023 年大储系统及户储产品放量

投资要点 事件: 公司发布 2022 年年报及 2023Q1 季报, 2022 年实现营业收入 15.37 亿元, 同比+93%, 归母净利润 5.33 亿元, 同比+164%。其中 2022Q4 营业收入 6 亿元, 同比+108%, 环比+42%, 归母净利润 1.70 亿元, 同比+113%, 环比+6.3%; 2023Q1 实现营收 5.8 亿元, 同增 153%, 环比-3%, 归母净利 1.76 亿元, 同比+102%, 环比+3%。微

逆 2023Q1 环比+30%、2023 年出货持续翻倍以上增长。2022 年微逆及监控设备业务实现营收 12.40 亿元，同增 175%，2022 年微逆出货 116.4 万台，同增 188%，其中 Q4 约 43 万台，环比+20%，全年欧洲/北美/拉美占比分别为 46%/26%/19%，一拖一/二/四占比为 20%-40%-40%，其中欧洲一半约为阳台系统；2023 年公司持续加速全球化布局，2、3 月成立美国、欧洲子公司，加强海外本土服务，国内与央国企合作整县推进，推动国内微逆应用；德国光储系统增值税及所得税减免+VDE 加速阳台系统普及，微逆需求持续旺盛，2023Q1 公司出货约 56 万台，环比+30%，未来看意大利、西班牙等市场逐渐起量，欧洲需求逐季旺盛，我们预计全年出货 250-300 万台，同比翻倍以上增长！储能业务逐步拓展、2023 年加速放量。户储 2022Q4 小批量出货约 0.2 万台，2023 年开始放量高增，我们预计全年出货 6-10 万台，同比翻 30 倍+增长，对应营业收入 4 亿+。同时公司推出储能系统，主要针对国内工商储及大储市场，2022 年实现营收 0.69 亿元，分布式发电系统 2022 年营收 0.39 亿元，两项业务 2023 年预计实现 5-10 倍增长，带来新的业务增长极！投资建议：基于一拖二占比提升，单台价值量及盈利下行，我们下调盈利预测，我们预计 2023-2025 年归母净利润为 12.0/21.9/35.3 亿元（2023/2024 年前值为 14.5/29.1 亿元），同比+125.6%/82.2%/61%，基于公司为国产微逆龙头，微逆及储能均翻倍以上增长，给予 2023 年 45 倍 PE，对应目标价 964 元，维持“买入”评级。风险提示：美国市场拓展不及预期，需求不及预期，行业竞争加剧。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：陈瑶 研究助理：郭亚男）

### 焦点科技（002315）：科技 AI 赋能+SaaS 业务模式，一带一路助力业绩增长

**投资要点** 公司业务稳健增长，财务报表高质量：中国制造网是公司收入和利润的主要来源，过去 7 年核心业务的 ARPU 值和付费用户数复合增速均保持稳健增长。近年来核心业务体量的增长和销售费用率的下降助力公司毛利率和净利润率稳步提升。公司资产负债表质量较高，账面现金流充足。2022 年应收账款始终仅占总资产的 1%左右，而合同负债所占比例为 23%左右。这是由于公司的主要业务为中国制造网，平台服务费为一次性预收后按期确认收入，因此报表呈现出应收账款少、合同负债多，也体现了公司对下游客户的品牌效应强，在供应链中处于强势地位。ChatGPT 的接入有望帮助公司盘活存量用户提升 ARPU 值：公司目前已经和 Open AI 接口对接，未来有望受益于 Chat GPT，实现创收与降本。创收层面：公司未来主要从多语言翻译、智能客服与内容生成等方面将 Chat GPT 与中国制造网的服务相结合。降本层面：受益于 Chat GPT 革命，公司不仅客户价值提升，内部效率也预期提升。整体来看，在 Chat GPT 的有效赋能下，公司有望多维度改善产品，进一步盘活存量客户，增加买卖双方平台的粘性，提升 ARPU 值。需求侧尚存增量空间，“一带一路”政策利好海外相关业务：公司市场份额相较阿里巴巴国际站仍有差距，但行业格局进一步向前二龙头集中，公司具有独特优势，与阿里巴巴国际站相辅相成，未来仍有增长空间。公司“一带一路”相关产品有望受益于政策实现快速发展。中国制造网已有包含阿拉伯语、俄罗斯语等在内的 11 种语言版本，为国内出口“一带一路”沿线国家的中小供应商提供相关语言的信息展示服务。目前中国制造网访问客户来源中，“一带一路”沿线国家客户数的增速位于前列，且未来有望受益于政策进一步提升客户数与流量。盈利预测与投资评级：我们预计

公司 2023-2025 年营收分别为 17.90/21.63/25.97 亿元，归母净利润分别为 3.91/5.01/6.35 亿元，现价对应 PE 为 25.31/19.75/15.58 倍。近年来，跨境电商发展迅速，国家陆续出台了相关支持政策，跨境电商优势和潜力有望进一步释放。我们认为公司是被低估的数字经济平台龙头，有望受益于“科技赋能+SaaS 模式+政策利好”三大优势，迎来加速增长，首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：海外出口需求不及预期，新技术接入效果不及预期，行业竞争加剧风险。

(证券分析师: 张良卫 证券分析师: 张家琦 研究助理: 王世杰)

### 牧高笛 (603908): 2022 年报&2023 年一季报点评: 22 年业绩保持高增, 23Q1 品牌收入延续高增、代工业务承压

**投资要点** 公司公布 2022 年报&2023 年一季报: 1) 22 年: 营收 14.36 亿元/yoy+55.52%、归母净利 1.41 亿元/yoy+78.88%、扣非归母净利 1.39 亿元/yoy+125.6%，收入在露营热潮带动下保持高增、净利增速高于收入主因毛利率提升。分季度看，22Q1-Q4 营收分别同比 +56.1%/+64.2%/+56%/+39.4%、归母净利分别同比 +73.4%/137.1%/-5%/+44.2%、扣非归母净利分别同比 +77%/+176.1%/+45.8%/+1780%。2) 23Q1: 营收 3.43 亿元/yoy+4.81%、归母净利 2888 万元/yoy-21.47%、扣非归母净利 2563 万元/yoy-18.7%，收入受外销代工业务下滑影响增速放缓、净利承压主因品牌业务毛利率下降、整体费用率提升。品牌业务: 22 年保持高增、但 22Q3-23Q1 增速逐季放缓。1) 22 年: 品牌业务收入 7.05 亿元/yoy+130.5%/占比 49%(同比+16pct)，受益国内露营爆发式增长、品牌业务收入保持高增、在 21 年同比+90%基础上进一步提速。其中: ①分季度看，22Q1-Q4 品牌业务收入分别同比+98%/+234%/+107%/+86%，Q2 在疫情催化下露营需求爆发、收入大增，Q3-Q4 有所放缓、仍保持高增。②分渠道看，22 年直营/加盟/电商/其他收入分别同比-24%/-20%/+186%/+209%、分别占比 1.5%/3.6%/22.2%/21.8%，直营/加盟主要销售小牧服装业务、受疫情影响&净关店影响收入下滑，电商/其他主要销售大牧帐篷装备等业务、直接受益于露营热潮、实现翻两番左右增长。截至 22 年末直营/加盟门店分别 25/186 家、分别净关 5/10 家、对应同比-17%/-5%。③分品类看，22 年大牧装备收入 6.3 亿元/yoy+196%、估算小牧+山系收入 7549 万元/yoy-19%。2) 23Q1: 品牌业务收入 1.54 亿元/yoy+65.83%/占比 45%(同比+17pct)，保持高增、但增速环比继续放缓，其中大牧装备收入 1.35 亿元/yoy+82%、估算小牧+山系收入 1881 万元/yoy+1.2%。代工业务: 22 年保持双位数增长、但趋势上逐季转弱、22Q4-23Q1 收入下滑。1) 22 年: ODM/OEM 业务收入 7.16 亿元/yoy+16.4%/占比 50%，分季度看 22Q1-Q4 外销收入分别同比 +44%/+12%/+11%/-13%，受海外经济及露营景气度降温影响 Q4 收入下滑。2) 23Q1: ODM/OEM 业务收入 1.89 亿元/yoy-19.56%/占比 55%，降幅较 22Q4 有所扩大，结合外需订单情况，我们判断这一趋势可能在年内延续、根据公司预算报告 23 年外销收入预计下滑幅度在 15% 左右。22 年毛利率&净利率提升、23Q1 费用率提升&净利率下降。1) 毛利率: 22 年同比+3.5pct 至 28.33%，主因产品结构优化驱动帐篷装备产品毛利率提升、同时高毛利品牌业务占比提升(22 年品牌/代工毛利率分别为 34.25%/23.17%); 23Q1 同比+1pct 至 26.5%、主因高毛利品牌业务占比提升，其中品牌业务毛利率同比-4.58pct 至 31.04%、主因增加入门露营产品比重，代工毛利率同比+1.36pct 至 22.84%、主因针对需求转弱及时进行成本控制。2) 期间费用率: 22 年同比-0.02pct 至 15.41%，其中销售/管理/财务费用率分别同比

+1.12pct/-0.05pct/-0.86pct 至 6.87%/6%/0.02%，销售费用率提升主因大牧增加营销推广费用，财务费用率下降主因人民币汇率带来汇兑收益，整体费用率持平略降。23Q1 同比+3.74pct 至 16.16%，主因人工成本、推广费用、租赁费用增加。3) 净利率：综合毛利率、费用率变化，以及 22 年投资收益-119 万元（21 年+1719 万元）、公允价值变动-719 万元（21 年+169 万元），22 年净利率同比+1.28pct 至 9.79%；23Q1 同比-2.82pct 至 8.42%、主因费用率提升幅度超过毛利率。4) 现金流：22 年经营活动现金流净额 119 万元/21 年为-5527 万元，现金流状况有所改善；23Q1 为-2694 万元/22Q1 为-9471 万元、因推广费/人工成本等现金支出超过贷款收回金额。截至 23Q1 末货币资金 1.97 亿元。盈利预测与投资评级：公司为国内露营装备生产和品牌商，20 年以来在疫情影响长途出行、露营热度大涨下业绩快速增长，20-22 年营收/归母净利 CAGR 分别为 49%/75%。进入 23Q1，品牌业务在经历前期爆发式增长后增速有所放缓、但仍保持较快增长，盈利水平受入门级产品比重提升影响有所下降；代工业务受外需降温影响、收入承压下滑但利润率稳中有升、订单压力预计在年内仍延续。国内露营行业渗透率仍具较大提升空间，公司作为行业龙头具备品牌、产品、渠道优势，有望持续分享行业红利。考虑品牌增长放缓及外销订单压力，我们将 23-24 年归母净利润从 2.27/2.91 亿元下调至 1.62/2.26 亿元、增加 25 年预测值 2.72 亿元，对应 23-25 年 PE 为 23/17/14X，维持“买入”评级。风险提示：汇率波动，露营热度降温等。

（证券分析师：李婕 证券分析师：赵艺原）

**爱旭股份（600732）：2023Q1 业绩点评：新产能按步推进，ABC 一体化正当时！**

投资要点 事件：公司发布 2023 年一季报，2023Q1 实现营业收入 77.45 亿元，同比下降 1.04%，环比下降 16.23%；实现归属母公司净利润 7.02 亿元，同比增长 208.78%，环比下降 25.20%；实现扣非归母净利润 6.57 亿元，同比增长 254.69%，环比下降 26.43%。业绩符合预期。产业博弈+硅片价格坚挺，2023Q1 盈利环比略降。2022Q1 公司 PERC 电池销量约 9GW，同增 13%，环比持平略增；测算单瓦净利约 7-8 分，环比小幅下降。展望 2023 年，预计公司 PERC 出货 33-36GW，2023H1 大尺寸电池仍相对紧张，2023Q2 看随硅料供给充足带动硅片价格下降，电池盈利有望修复。ABC 按步投放，一体化持续拓展。公司珠海 2022 年投产 6.5GW ABC，2023Q1 已实现小批量出货，预计 2023Q2 满产；2023 年投建珠海+义乌 18.5GW ABC 电池及 25GW 组件产能，预计年底形成 25GW ABC 电池/组件一体化产能，一体化扩展正当时！预计公司 2023 年 ABC 组件出货 5-6GW，贡献新技术溢价。技术效率领先，成本有望下降。公司 ABC 电池效率领先，目前量产效率接近 26.5%，年底争取达 27%；针对分布式高端市场，M10-72 版型组件功率高达 600W+，产品优势明显，享受高端溢价。公司 ABC 电池叠加无银技术降本，未来成本有望持平 PERC，进一步贡献业绩增量。盈利预测与投资评级：基于公司 2023 年 ABC 电池产能扩张并推向市场叠加大尺寸电池盈利提升，我们上调 2023-2024 年盈利预测，我们预计 2023-2025 年归母净利润 30.3/39.1/45.2 亿元（2023-2024 年前值为 29.5/37.5 亿元），同增 30%/29%/16%，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）

**仕净科技（301030）：2022 年报&2023 一季报点评：2023Q1 加回激**



### 励成本业绩高增 328%，应收周转加快

**投资要点** 事件：2022 年公司营收 14.33 亿元（+80%），归母净利润 0.97 亿元（+67%），2023Q1 营收 5.75 亿元（+99%），归母净利润 0.36 亿元（179%）。2022 年泛半导体业务收入翻倍，毛利率稳中有升。分行业来看：1）泛半导体板块表现亮眼：实现收入 12.23 亿元（+106.61%），占总收入的 85.29%，毛利率 31.11%（+1.30pct），主要系光伏板块订单陆续确认收入所贡献。2）水泥建材：实现收入 0.56 亿元（-30.31%），占总收入的 3.94%。3）钢铁冶金：实现收入 0.32 亿元（+35.54%），占总收入的 2.22%。汽车制造、精细化工、其他行业实现收入 0.06/0.04/1.12 亿元。2023Q1 剔除股权激励成本影响后业绩同增 328%。2023 年一季度公司相关股份支付费用影响当期利润约 1895.69 万元，加回股权激励成本后的归母净利润为 0.55 亿元，较上年同期增长 327.79%。应收账款周转率加快，信用减值损失显著改善。应收账款周转率由 2021 年的 0.97 提至 2022 年 1.34。2022Q4 信用减值损失计提 0.05 亿元，环比显著改善，2023Q1 冲回 0.11 亿元，主要系收回账龄 5 年以上货款。采购款&工薪费用支出增多，现金流承压。2022 年 1）经营性现金流净额-7.41 亿元，净流出同增 253%；2）投资性现金流净额-1.00 亿元，净流出同增 416%；3）筹资性现金流净额 6.43 亿元，净流入同增 101%。光伏制程污染防控设备龙头，单位价值量有望提升成长加速。公司凭品牌、技术、成本优势巩固光伏电池制程废气治理设备龙头地位，受益于光伏电池扩产加速，同时新技术路线&一体化品类扩张有望带动公司单位价值量 5~11 倍提升。2023 年以来累计公告中标订单金额超 43 亿元。第二曲线打开，新成长+现金流改善可期。公司积极拓展 1）光伏电池片：拟建设年产 24GW 高效 N 型单晶 TOPCon 太阳能电池项目，一期 18GW 总投资 75 亿元，计划 2023 年 4 月开工，11 月投产，是公司依托机电系统设计经验切入下游电池片领域的战略拓展。2）水泥固碳&钢渣资源化：矿粉市场规模超千亿，公司首个项目已于 2022 年 11 月投产，年产 60 万吨基于钢渣捕集 CO<sub>2</sub> 与资源化利用的复合矿粉项目处于建设期。项目建成后可低成本捕集烟气 CO<sub>2</sub>&钢渣资源化利用&制备低碳建筑材料。共赢而非成本，水泥&钢铁企业经济+排放解决双受益。盈利预测与投资评级：光伏景气度上行，水泥固碳进展顺利，考虑电池片业务贡献，我们维持公司 2023 年归母净利润预测 2.40 亿元，将 2024 年归母净利润预测从 13.01 亿元下调至 9.04 亿元，预计 2025 年归母净利润为 12.51 亿元，2023-2025 年归母净利润增速为 147%/277%/38%，对应 25/7/5 倍 PE，维持“买入”评级。风险提示：订单不及预期，研发风险，行业竞争加剧。

（证券分析师：袁理 研究助理：陈孜文）

### 弘元绿能（603185）：2022 年&2023Q1 业绩点评：硅片盈利快速修复，超一体化布局正当时！

**投资要点** 事件：公司发布 2022 年及 2023 年一季报，2022 年公司实现营收 219.09 亿元，同比+101%；归母净利润 30.33 亿元，同比+77%；其中 2022Q4 实现营收 44.23 亿，同比+33%，环比-27%；归母净利润 2.03 亿元，同比-34%，环比-84%。2023Q1 实现营收 35.13 亿元，同比-38%，环比-21%；归母净利润 6.77 亿元，同比+3%，环比+234%。2023Q1 盈利快速修复，硅片新贵盈利坚挺。公司 2022 年硅片出货 31.18GW，同增 79.09%，其中 2022Q4 出货约 8GW；硅料跌价公司计提存货减值+徐州工厂火灾计提损失，我们测算单瓦盈利约 3 分，盈利承压。2023Q1 公司硅片出货约 6-6.5GW，同减 10-16%，因 1 月价格博弈重公司整体开工率低影响出货量，后续随产业价格回升出货及

盈利修复，我们测算 2023Q1 单瓦净利约 1 毛，环比修复明显。展望 2023Q2，公司现有硅片产能有望充分利用，3 月硅片涨价后整体盈利修复，有望保持坚挺。全年看，随硅料供应充足+石英坩埚保供，我们预计硅片出货 40-50GW，有望持续增长。超一体化布局即将落地，组件快速放量。公司全产业超一体化布局即将落地，2023Q2 起陆续投产。硅料上，公司自建 15 万吨工业硅及 10 万吨多晶硅，我们预计一期 8+5 万吨于 2023 年 5 月投产，全年硅料产量 3-4 万吨；电池方面，公司布局徐州 24GW TOPCon 电池基地，我们预计一期 14GW 于 2023 年 6 月投产，全年出货 10GW，享 N 型电池超额收益；组件方面，公司规划无锡 16GW 组件产能，我们预计 1 期 5GW 于 2023Q3（预计 7 月）投产，自建弘元组件品牌，全年出货 3GW+，超一体化布局即将落地，我们预计 2023Q3 开始整体放量。盈利预测与投资评级：基于公司硅片盈利快速修复，组件产能即将落地，我们维持公司 2023-2024 归母净利润为 45/54 亿元，我们预计 2025 年归母净利润为 65 亿元，同比+49%/+19%/21%，给予 2023 年 12xPE，对应目标价 132 元，基本维持“买入”评级。风险提示：政策不及预期，竞争加剧，硅料降价超预期等。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：陈瑶 研究助理：郭亚男）

#### 旗滨集团（601636）：2022 年年报及 2023 年一季报点评：浮法玻璃景气底部确认，盈利有望加速向上

**投资要点** 事件：公司披露 2022 年年报和 2023 年一季报，2022 年实现营业收入 133.13 亿元，同比-9.4%，实现归母净利润 13.17 亿元，同比-69.0%。其中 2022Q4、2023Q1 单季度分别实现营业收入 34.74 亿元、31.31 亿元，分别同比-8.7%、+2.2%，分别实现归母净利润 0.68 亿元、1.13 亿元，分别同比-88.2%、-78.4%。浮法玻璃景气底部确认，盈利有望加速向上。（1）我们测算公司 2022 年下半年浮法原片销量同比减少 8.6%，对应单位重箱综合毛利、净利分别为 16.1 元、4.6 元，同比下降 48.2 元、30.5 元。（2）2023Q1 单季收入降幅收窄，但环比变化不大，预计主要因为浮法玻璃均价底部震荡。2022Q4、2023Q1 单季毛利率为 9.8%、13.4%，分别同比-27.8pct、-21.0pct，呈现改善态势，预计得益于能源成本的回落。我们测算 2022Q4、2023Q1 单箱玻璃综合净利润约 3 元、4 元，浮法玻璃盈利仍处 2016 年以来的历史低位。费用端控制成效显著，费用率持续压减。（1）公司 2022 年下半年单箱期间费用为 11.6 元，同比-8.3 元，剔除股权激励成本、汇兑损失后单箱期间费用为 9.8 元，同比-6.7 元，测算 2022 年下半年单箱销售、管理及研发（剔除股权激励成本）、财务费用（剔除汇兑损失）分别为 1.5 元、7.5 元、0.8 元，同比分别+0.2 元、-7.6 元、+0.6 元。其中管理费用主要因业绩奖励计提减少。（2）2023Q1 单季期间费用率同比减少 4.7pct 至 10.3%，费用控制效果显著，期间费用率下降主要得益于管理/研发费用率分别同比减少 4.9pct/0.5pct 至 5.2%和 3.3%。资本开支加速增长，导致负债率显著上行。（1）公司 2022Q4、2023Q1 经营活动产生的现金净流量为 3.58、-0.99 亿元，同比减少 7.76 亿元、0.64 亿元，主要是盈利下滑影响。2022Q4、2023Q1 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 15.50 亿元、11.26 亿元，分别同比增长 162.7%、189.5%，反映公司光伏玻璃、电子玻璃等新兴业务板块产能建设加快，外延扩张提速。（2）公司 2023 年一季报资产负债率分别为 49.5%，同比上升 15.0pct。2023 年一季报带息债务总额为 75.60 亿元，同比增加 41.04 亿元，主要是光伏玻璃等新建项目新增长期借款所致。浮法玻璃涨价有望超预期，中期盈利弹性可观。

近期玻璃在 3 月下游社会库存已有明显补库的背景下持续超预期去库，反映产业链信心显著增强。虽然短期需求弱复苏，但供给同比仍有显著削减，将支撑行业库存持续去化。随着全国库存已经回落到接近中位水平，沙河、湖北等产能重地的厂商快速去化至低库存水平，涨价的传导能力和弹性持续增强，我们看好 4、5 月份玻璃去库和涨价弹性，下半年基于纯碱价格下跌+旺季涨价，若保交付落地，盈利弹性和持续性有望超预期。盈利预测与投资评级：（1）基于前期供给收缩，随着需求修复和成本端下行，浮法玻璃景气有望大幅反弹，公司资源储备、燃料采购构筑的成本优势凸显，享有超额利润，浮法业务盈利具备改善弹性。（2）除深加工持续增长外，光伏玻璃大手笔布局，电子玻璃启动分拆，公司中长期多元化成长性显现。（3）预计公司 2023-2025 年归母净利润 22.0（上调 1%）/27.5（上调 5%）/28.7（新增）亿元，4 月 26 日收盘价对应市盈率 13、10、10 倍，维持“增持”评级。风险提示：地产竣工修复不及预期、新业务开拓不及预期、纯碱价格下跌不及预期。

（证券分析师：黄诗涛 证券分析师：房大磊 证券分析师：石峰源）

### 宇通客车（600066）：国外国内共振，“一带一路”典范

**投资要点** 行业维度：大中客行业位于大周期的起点。2009-2017-2022 年客车行业经历了一轮完整的周期轮回：公交车电动化普及与透支消化叠加三年疫情的冲击。空间来看：疫情后出行需求恢复+公交车替换周期+海外市场复苏，2023-2025 年中大客行业总销量预计实现 9.6 万/11.1 万/13.1 万，同比+15%/+16%/+18%。格局来看：穿越长周期的验证，大中客行业形成了 1 超（宇通客车）+2 强（金龙汽车+中通客车）。国内座位客车格局集中，宇通市占率 40%+，金龙市占率 20%+；国内公交车格局较分散，宇通市占率 20%+，金龙市占率 15%+。出口市场总体延续国内格局。盈利/估值方面：2022 年行业盈利仍在磨底，宇通率先走出拐点。中期展望，量-价-成本-利有望盈利四重共振，净利润中枢有望持续回升。宇通客车：持续高强度研发投入，大中客行业领导者。公司三十年深耕大中客车市场，产品全覆盖 5-13 米各类客车，2022 年公司销售大型/中型/轻型客车 11755/11978/6465 辆，大中客占市场历年份额维持在 30%以上，乘 2009 年后公交电动化东风新能源客车峰值销量突破 2.5 万辆，目前销量中枢维持在 1.2 万辆以上，市场份额超过 20%。公司单车收入屡创新高，2022 年公司单车收入为 72 万元显著高于行业平均，2023 年 Q1 实现 81 万元再创历史新高，客车产品呈现高端化趋势。2022 年公司主动筛选高风险订单“以量保利”效果显著，归母净利润实现 7.59 亿元，同比+23.7%，归母净利润率为 3.5%，同比+0.8pct，成为行业下行期唯一实现历年正盈利的客车企业，跨过行业下行周期业绩呈现全面复苏态势，2023 年 Q1 净利润同比扭亏为盈，盈利端业绩兑现持续超预期。“技术输出”推动宇通出口的质变成长，未来 3-5 年有望产值再造一个中国市场。政策支持+疫情后经济复苏，一带一路国家客车需求提升；欧洲发达国家客车电动化加速，具备较大存量客车替换需求，客车出口市场总量于 2022 年达到 2.2 万辆，初步恢复到疫情前水平。公司出口从“产品输出”走向“技术输出”模式，从一带一路市场拓至欧洲高端市场，出口空间变大，盈利中枢提升，2022 年出口销量为 5683 辆，连续两年正增长彰显复苏趋势，海外地区毛利率为 30.0%，高于国内市场 10pct 成为公司盈利主要来源。盈利预测与投资评级：宇通客车是汽车行业【中特估&一带一路】的典范，将率先代表中国汽车制造业成为真正意义上的世界龙头。我们预计公司 2023~2025 年营业收入为

251/294/345 亿元,同比+15%/+17%/+18%,归母净利润为 13.9/20.1/27.5 亿元,同比+84%/+44%/+37%,对应 EPS 为 0.6/0.9/1.2 元,对应 PE 为 22/15/11 倍。首次覆盖,给予“买入”评级。风险提示:全球经济复苏不及预期,国内外客车需求低于预期。

(证券分析师:黄细里)

### 海伦司 (09869.HK): 2023 年一季度经营数据点评: 业绩超预期,持续探索新模型

**投资要点** 公司发布 2023 年一季度经营数据,业绩略超预期: 2023Q1 公司预计营收 3.55-3.56 亿元,原材料及耗材成本 0.98-0.99 亿元,净利润 0.74-0.76 亿元。公司自愿披露 23Q1 经营数据,彰显业绩信心,业绩略超预期。单店收入稳健增长,旺季将临复苏可期。受疫情影响,23Q1 公司部分门店仍处于静默状态,23 年 2 月底公司营业门店 530 家,我们预计 3 月底公司大部分门店陆续恢复营业。23Q1 公司实现单店日均营业额 9 千元,同比增长 21%,同店(387 家)单店日均营业额 1.12 万元,同比增长 6%,其中 1-3 月公司单店日销分别为 1.2/+1.1/+0.9 万元,我们预计随着五一假日和毕业季等旺季到来,公司单店收入有望持续提升。持续优化模型,盈利能力回升。23Q1 公司毛利率达到 72%,环比 22H2 提升 11pct,为 2020 年疫情以来最高水平,我们预计主因公司单店收入恢复后公司减少门店产品促销、高毛利的社交型自有产品占比提升。此外,我们认为 22 年计提大额减值后门店折摊减少、门店人力调配更加合理、所得税优惠等因素进一步推动了公司 23Q1 业绩扭亏。特许合作门店模型较优,全年门店有望持续扩张。截止到 2023 年 3 月 19 日,公司门店 749 家,其中 126 家特许合作酒馆,我们预计 23 年全年有望展店 200 家,公司将以加盟店为主持续进行市场下沉。加盟模式中,加盟商针对硬装出资,公司则投入软装和标准化管理,公司对收入进行分级抽成,由于加盟门店店效高于直营门店,23Q1 加盟门店 OPM 高于直营门店,扩张潜力可期。修炼内功稳扎稳打,积极探索新模型: 23Q1 公司积极复盘梳理加盟体系,谨慎优选门店地址,探索出小店模型这类新模型。小店模型下公司单店桌数收缩到合理水平,降低店面成本的同时强化门店社交氛围,我们预计该模型有望进一步释放利润率,为加盟商创造更大的价值,助力公司快速扩张。盈利预测与投资评级: 公司 23Q1 业绩超预期,我们调整公司 23-25 年收入预期至 23/28/31 亿元(此前预期为 24/26/29 亿元),同比+45%/22%/12%,上调归母净利润预期至 4.8/7.9/9.8 亿元(此前预期为 4.23/6.23/7.68 亿元),同比+130%/65%/24%,对应 23-25 年 PE 分别为 30/18/15x,维持“买入”评级。风险提示: 疫情反复,宏观经济下行,竞争格局恶化,原材料价格上涨

(证券分析师:汤军 证券分析师:王颖洁 证券分析师:李昱哲)

### 尚太科技 (001301): 2022 年年报及 2023 年一季报点评: Q1 负极盈利显著好于行业,业绩超市场预期

**投资要点** 23Q1 归母净利 2.3 亿元,超市场预期。2023 年 Q1 公司实现营收 9.52 亿元,同比下降 11.54%,环比下降 23.53%;归母净利润 2.3 亿元,同比下降 33.89%,环比下降 5.15%,扣非归母净利润 2.21 亿元,环比下降 8.95%。盈利能力方面,23Q1 毛利率为 34.99%,同比下降 9.89pct,环比下降 2.46pct;归母净利率 24.2%,同比下降 8.18pct,环比增长 4.69pct;23Q1 扣非净利率 23.18%,环比提升 3.71pct。23 年 Q1 出货同比微降,全年有望维持近 60%增长。22 年公司负极出货 10.7 万吨,同增 65%。公司深度绑定宁德时代,22 年收入占比达

57%，新客户远景、欣旺达及储能电池新客户逐步起量。23Q1 受电池厂去库影响，我们预计负极出货 2.3 万吨，同比微降，环比下降 16% 左右。23Q1 公司 24 万吨产能维持满产状态，为后续需求起量做准备，且公司储能电池用负极认证通过，我们预计 Q2 起逐步起量，叠加新客户起量，我们预计 23 年全年出货 17 万吨，维持近 60% 增长。Q1 单位盈利超市场预期、预计盈利 Q2 见底。22 年公司负极产品单价 4.43 万元/吨（含税），同比增长 35%。23 年 4 月石墨化价格跌到底部，负极重新议价，23Q1 我们测算单价 4.2 万元/吨左右，毛利率降至 35%，Q2 我们预计单价环比进一步下降，产品降价将充分体现。盈利方面，22 年负极单吨扣非净利 1.2 万元/吨，我们测算 23Q1 单吨净利近 1 万元/吨，显著好于行业平均水平，主要系 23Q1 产品价格下降但尚未在 Q1 完全体现，我们预计负极降价将于 Q2 充分体现，单价将见底，单位盈利下行触底，但公司成本优势明显，我们预计 23 年全年单吨净利可维持 0.6 万元左右。盈利预测与投资评级：考虑行业竞争加剧，我们下调公司 23-25 年归母净利润至 13.05/18.59/25.40 亿元（原预期 23-24 年归母净利 15.16/21.84 亿元），同比+1%/+43%/+37%，对应 PE 为 13x/9x/7x，考虑到公司长期增长潜力，给予 23 年 20xPE，目标价 104 元，维持“买入”评级。风险提示：销量不及预期，盈利水平不及预期

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕 证券分析师：岳斯瑶）

#### 科伦药业（002422）：2022 和 2023 年一季报点评：厚积薄发，创新持续兑现

投资要点 事件：2022 年，公司实现营收 189.13 亿元，同增 9.5%；归母净利润 17.1 亿元，同增 55.0%。其中输液 94.5 亿元，同增-3.6%，非输液药品销售 41.3 亿元，同增+5.5%，抗生素中间体、原料药实现营收 39.1 亿元，同增+23.3%。主要系：1) 加强制剂销售；2) 原料药中间体价格高景气；3) 科伦博泰对 MSD 确认收入 7.3 亿元，增加归母净利润 3 亿元。1Q23，归母净利润 8.1 亿元，同增 178%，主要系科伦博泰确认海外授权收入。ADC+MSD 催化剂丰富，创新药持续推进。1) 对外授权，2022 年项目 A、B、7 个 ADC 3 次授权协议总额近 118 亿美元。2023 年，项目 A、B 协议生效、研发资助、技术转移付款仍有待付款项；7 个临床前 ADC 部分进入临床，项目 A（TROP2）有望联合 K 药开展多 MRCT，继续触发里程碑；2) 创新研发，核心品种 SKB264(TROP2-ADC)，TNBC 进入 3 期，联合 K 药国际多中心篮子实验患者已入组；A166（HER2 ADC）乳腺癌提交 pre-NDA。输液、制剂、原料药稳中有进。1) 输液：疫情放开后，重症增加+就诊量恢复，促进输液使用，短期发货量显著增加；结构优化，密闭式输血量占比提升，利润持续增长；2) 制剂：利空出清，仿制药大单品已集采，每年获得多个批文，首仿、高仿储备丰富，增长动力强；3) 川宁：抗生素中间体基本盘稳定，合成生物学红没药醇、5-羟基色氨酸、麦角硫因等项目将落地，贡献业绩增量。盈利预测与投资评级：由于输液发货量增加和对外授权超预期，我们将 2023-2024 年归母净利润由 20.7/21.0 亿元，上调为 21.0/22.3 亿元，预计 2025 年归母净利润为 25.5 亿元，同增 23/6/14%，当前市值对应 2023-2025 年 PE 分别为 21/20/18 倍。由于：研发费用趋稳，业绩进入稳定期，创新重塑价值，催化剂丰富，维持“买入”评级。风险提示：原料药、中间体价格下降，新药研发失败，竞争恶化，新冠疫情

（证券分析师：朱国广）

固德威（688390）：2022 年年报&2023 年一季报点评：储能高歌猛进，

### 新产品逐步拓展!

**投资要点** 事件: 公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报, 2022 年公司实现营收 47.1 亿元, 同增 75.88%; 实现归属母公司净利润 6.49 亿元, 同增 132.27%; 实现扣非归母净利润 6.27 亿元, 同增 156.36%。2022 年毛利率 32.46%, 同增 0.79pct。2023Q1 公司实现营收 17.19 亿元, 同增 164.59%, 环降 4.20%; 归属母公司净利润 3.36 亿元, 同增 3473.72%, 环降 10.09%; 扣非归母净利润 3.33 亿元, 同增 6269.19%, 环降 8.34%。2023Q1 毛利率 39.05%, 同增 8.92pct, 环增 4.20pct; 规模效应下公司费用率同比明显改善, 业绩符合市场预期。 储能逆变器高歌猛进, 电池包贡献新增量。公司 2022 年储能逆变器贡献 16.43 亿收入, 占比提升至 35%, 销 22.73 万台, 同增 279%, 毛利率达 44.5%, 其中 2022Q4 储能出货 8-9 万台, 环增 14%。2023Q1 储能逆变器出货 6.3 万台, 同增 125%, IGBT 单管降价+单台功率提升, 推动毛利率提升至 45%+, 我们预计 2023 全年储能出货达 60 万台+, 同增 160%+。电池包新开拓业务 2022 年贡献 6.27 亿收入, 销 267MWh, 电池 pack 产能由 2022 年 1gwh 提至 2023 年 2-3gwh, 自配套率将从 22 年 18% 提至 30-40%, 我们预计 2023 实现出货 1.5gwh+, 规模效应、委外代工逐步切换自供、同时碳酸锂降价带动电芯价格下行, 量利将高速增长。 23 年并网持续高增、新业务逐步扭亏为盈。公司 2022 年并网逆变器贡献 20 亿收入, 销 46.10 万台, 同增 3%, 毛利率为 29.89%, 其中 2022Q4 并网出货 15-16 万台, 环比基本持平。2023Q1 并网逆变器出货 15.2 万台, 同增 85%, IGBT 单管降价+海外出货占比提升, 毛利率亦明显改善, 我们预计 2023 全年出货 80 万台+, 同增 70%+, 公司后续在大型电站逆变器将加速成长, 我们预计 2023 年交付 3-4GW, 7 月将推出微逆一拖二、一拖四产品, 进一步丰富逆变器产品线。2022 年户用系统贡献 2.1 亿收入, 销 250MW 左右, 2023 年我们预计出货 1GW, 开发体量加大, 逐步扭亏为盈。 盈利预测与投资评级: 基于光伏储能需求向好, 我们基本维持公司 2023-2024 年盈利预测, 我们预计 2023-2025 年归母净利润 18.9/28.6/37.9 亿元 (前值为 18.5/28.4 亿元), 同比+191%/+51%/+33%。基于公司储能业务持续发力, 我们给予公司 2023 年 30xPE, 目标价 461 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)

### 恩捷股份 (002812): 2023 年一季报点评: 一季度成本费用增加影响盈利, 业绩略好于市场预期

**投资要点** 2023 年 Q1 公司实现归母净利润 6.49 亿元, 环比减少 16%, 毛利率环比提升。2023 年 Q1 公司实现营收 25.68 亿元, 同比下降 0.92%, 环比下降 22.43%; 归母净利润 6.49 亿元, 同比下降 29.1%, 环比下降 16.17%, 扣非归母净利润 6.28 亿元, 同比下降 28.52%, 环比下降 13.74%。盈利能力方面, 23Q1 毛利率为 46.03%, 同比下降 2.51pct, 环比增长 3.3pct; 归母净利率 25.28%, 同比下降 10.05pct, 环比增长 1.89pct; 23Q1 扣非净利率 24.44%, 同比下降 9.44pct, 环比提升 2.46pct, 业绩略好于市场预期。 隔膜 23Q1 出货环降 10%+, 我们预计 23 年出货 65 亿平, 同增 40%。我们预计 23Q1 公司隔膜出货 10 亿平, 同比下降 10%, 环比下降 20%左右, 主要受到电池去库影响, Q2 起随着电池排产改善及需求逐步复苏, 我们预计 23Q2 出货有望环增 30%, 23 年全年我们预计出货 65 亿平, 同增 40%, 且 23 年干法及亿纬合资产能贡献部分增量。 Q1 单平净利受计提奖金影响、若加回则对应单平净利 0.8 元/平, 我们预计 23 年全年可维持。

我们测算 23Q1 隔膜单平扣非净利 0.6 元，较 22 年下降 25%，主要系 Q1 奖金计提及股权激励费用影响利润约 2 亿元，若加回，则对应单平净利约 0.8 元。23Q1 起公司产品降价 10% 左右，毛利率达 46%，环比改善明显，天然气涨价等影响已逐步减弱，我们预计降价将在 Q2 充分体现，但公司 Q1 涂覆比例提升至 40%，Q2 起涂覆比例有望进一步提升，将有效对冲产品降价影响，我们预计 23 年全年单平盈利仍可维持 0.8 元/平。盈利预测与投资评级：考虑到隔膜行业竞争加剧，我们下调公司 23-25 年归母净利润预期至 52.29/70.41/91.43 亿元（原预期 55.15/72.14/93.78 亿元），同增 31%/35%/30%，对应 PE 为 18/13/10X，考虑公司为隔膜行业龙头，给予 23 年 30x，目标价 175.8 元，维持“买入”评级。风险提示：销量不及预期，盈利水平不及预期

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕 证券分析师：岳斯瑶）

### 上海家化（600315）：2022 年报和 2023 年一季度报点评：2022 年受疫情影响业绩短暂承压，关注品牌焕新升级

**投资要点** 2022 年受疫情影响业绩短暂承压，2023Q1 业绩基本符合市场预期：2022 年公司实现营收 71.06 亿元（同比-7.06%，下同），实现归母净利润 4.72 亿元（-27.29%），实现扣非归母净利润 5.41 亿元（-20.01%）。2022 年主要受到疫情影响，业绩短暂承压。对应 2022Q4，公司实现营收 17.52 亿元（-3.49%），实现归母净利润 1.59 亿元（-30.58%），实现扣非归母净利润 1.72 亿元（-14.52%）。2023Q1 公司实现营收 19.80 亿元（-6.49%），实现归母净利 2.30 亿元（+15.59%），实现扣非归母净利 2.27 亿元（+7.08%），业绩基本符合市场预期。2023Q1 净利率同比略增，期间费用率基本稳定：2023Q1 公司毛利率/净利率分别为 61.2%/11.64%，分别同比-1.46pct/+2.22pct。2023Q1 毛利率略降，我们预计主要系终端促销略有提升、toB 占比有所提升以及汇率因素使得海外毛利率下降。随着 4 月份开始品牌投入加大，高毛利率的护肤品类增速有望回升，从而带动毛利率优化。从期间费用率看，2023Q1 公司期间费用率同比略降 0.5pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比变化+0.9pct/-0.6pct/+0.2pct/-0.9pct。2022 年个护家清增速快于护肤，兴趣电商增速较快：（1）品牌方面：2022 年护肤/个护家清/母婴/合作品牌分别实现营收 19.75/26.72/21.42/3.11 亿元，分别同比 -26.78%/+10.88%/-0.75%/-16.69%，营收占比分别为 28%/38%/30%/4%。个护家清整体表现好于护肤。2023 年品牌不断推新，随着公司在营销端加大品牌投入，2023Q2 起有望逐步见到成效。（2）渠道方面：2022 年线上/线下分别实现营收 27.86/43.13 亿元，分别同比-13.2%/-2.6%，营收占比分别为 39.2%/60.8%。其中，电商渠道营收有所下降，若剔除天猫超头缺失影响整体仍有一定增长，兴趣电商实现高增；特渠随着寿险改革影响减弱，推进零售业务；线下新零售业务占比有所提升；线下百货业务持续策略性调整。2023 年公司将进一步聚焦线上线下渠道精细化运营、加强爆品打造并实现多平台多渠道的协同发展。盈利预测与投资评级：公司是国内多品牌的日化龙头，聚焦核心 SKU 和爆款打造，创新渠道和营销模式。我们维持 2023-2024 年归母净利润分别为 7.90/9.69 亿元，预计 2025 年归母净利润为 11.30 亿元，2023-25 年归母净利润分别同比+67%/+23%/+17%，当前市值对应 2023-25 年 PE24/20/17X，维持“买入”评级。风险提示：行业竞争加剧，新品推广不及预期等。

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：张家璇 证券分析师：汤军）

### 新莱应材 (300260): 2022 年报&2023 年一季报点评: 半导体、医药板块短期承压, 基本面有望逐步回暖

事件 1: 公司发布 2022 年报: 2022 年公司实现营收 26.2 亿元, 同比增长 28%, 归母净利润 3.4 亿元, 同比增长 103%, 业绩与快报基本一致, 符合市场预期。事件 2: 公司发布 2023 年一季报: 2023 年 Q1 公司实现营收 6.4 亿元, 同比增长 2%, 归母净利润 0.54 亿元, 同比下滑 33%, 业绩位于预告中值, 符合市场预期。

**投资要点** 半导体、医药板块短期承压, 基本面有望逐步回暖

2022 年公司业绩高速增长: ①泛半导体: 实现收入 7.1 亿元, 同比增长 34%, 半导体零部件业务需求旺盛, 国产替代持续。②医药: 实现收入 5.6 亿元, 同比增长 17%, 较上半年增速有所回落。③食品: 实现收入 13.5 亿元, 同比增长 29%, 公司是国内少有能够提供包材+灌装机一站式服务的供应商, 凭此优势份额将持续提升, 一、二线客户拓展顺利, 有望维持高速增长。

2022 年 Q4、2023 年一季度分别实现营业收入 6.3、6.4 亿元, 同比分别增长 9%、2%, 环比均基本持平; 归母净利润分别为 0.70、0.54 亿元, 同比增长 42%、下滑 33%。2022 年 Q4 以来, 受海外半导体周期下行, 疫情后医药板块增速放缓, 公司业绩增速放缓, 但考虑到国内半导体零部件进口替代提速、2023 年下半年海外半导体景气度有望复苏, 公司基本面有望逐步回暖。

利润率短期承压, 包材降本有望对冲产品结构变动影响

2022 年公司销售毛利率、销售净利率分别为 29.6%、13.2%, 同比均提升 4.9pct, 主要系高毛利率的半导体设备零部件、医药设备零部件业务占比提升, 以及产能爬坡释放规模效应。2022 年公司期间费用率为 14.0%, 同比下降 1.0pct, 其中公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.8%/4.0%/3.7%/1.6%, 同比变动 -0.9/-0.1/0/0pct, 规模效应摊薄费用。2023 年 Q1 公司销售毛利率、净利率分别为 24.8%、8.4%, 同比下降 2.8pct、4.3pct, 利润率下滑主要系半导体、医药板块占比下降。全年来看, 铝箔、原纸等原材料价格下降, 食品板块毛利率呈回升趋势, 2022 年下半年食品板块毛利率约 22.0%, 同/环比分别提升 8.1/3.7pct, 有望部分对冲产品结构变化影响。

半导体管阀等核心零部件供应商, 双重国产替代前景可观

半导体设备核心零部件技术壁垒高, 国内仅极少数供应商布局, 国产化率个位数, 受益半导体设备+零部件双重国产替代空间广阔。2022 年公司半导体领域产品全球市场约 100 亿美金: ①新增需求: 公司零部件约占半导体设备价值量、晶圆厂资本开支各 4%, 对应 2022 年全球市场规模 470 亿元; ②存量替换: 阀门等零部件一般使用 1-2 年需要更换, 具有耗材属性, 存量替换市场约 200 亿元。2022 年公司半导体板块收入仅 7 亿元, 全球份额仅 1%, 成长天花板足够高。若公司远期市场份额提升至 10%, 考虑半导体设备零部件市场以 8%复合增速增长, 板块收入有望达百亿元以上。

**盈利预测与投资评级:** 海外半导体周期下行, 出于谨慎性考虑, 我们调整 2023-2024 年归母净利润预测为 4.6/6.6 亿元 (原值 5.7/7.5), 预计 2025 年归母净利润 8.9 亿元, 当前市值对应 PE 为 36/25/18 倍, 维持“增持”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)

### 德龙激光 (688170): 2022 年报&2023 年一季报点评: 高研发投入拖累业绩表现, 订单回暖看好 23 年业绩反转

事件: 公司发布 2022 年报&2023 年一季报。2023Q1 设备验收不及预期, 收入端短期承压

2022 年公司实现营业收入 5.68 亿元, 同比 +3.48%, 其中 Q4 为 2.11 亿元, 同比 +13.79%。分产品来看: 1) 精密



激光加工设备：2022 年实现收入 4.26 亿元，同比+5.60%。分行业来看，半导体及光学领域实现收入 1.50 亿元，同比-8.39%，主要系光学滤光片玻璃晶圆加工设备业务受终端需求下滑影响，同比-39.72%；新型电子领域实现收入 1.29 亿元，同比-0.58%，公司逐步由消费电子向汽车电子方向转移，并获得主流车厂及汽车供应链头部厂商新产品线订单；显示领域实现收入 6855 万元，同比-14.09%，主要系公司战略性收缩；新能源领域实现收入 4,973 万元，主要来自印刷电路板激光制版设备及钙钛矿电池设备。2) 激光器：2022 年实现收入 4121 万元，同比-27.81%，主要系下游需求放缓，纳秒激光器市场竞争加剧。3) 激光设备租赁服务：2022 年实现收入 1223 万元，同比+9.45%；4) 激光加工服务：2022 年实现收入 2812 万元，同比+1.34%；5) 维修及其他：2022 年实现收入 5597 万元，同比+21.22%。2023Q1 公司实现营业收入 0.98 亿元，同比-28.40%，低于我们预期，主要系设备验收不及预期。短期来看，2023Q1 公司订单已经开始回暖，叠加钙钛矿电池设备、锂电设备、SiC 晶圆切割设备等放量，公司收入端有望稳健增长。毛利率表现依旧出色，高研发投入拖累净利率表现。2022 年公司实现归母净利润 6740 万元，同比-23.16%，其中 Q4 为 3274 万元，同比-13.27%。2022 年公司销售净利率为 11.86%，同比-4.11pct，盈利水平明显下降。1) 毛利端：2022 年销售毛利率 49.71%，同比-1.03pct，其中精密激光加工设备、激光器、激光设备租赁服务、激光加工服务、维修及其他业务毛利率分别为 49.09%、40.44%、63.70%、52.98%和 56.65%，分别同比+0.26pct、-11.33pct、-11.21pct、-1.76pct、-7.22pct，激光器毛利率明显下降，主要系纳秒激光器市场竞争加剧、毛利率下降，但皮秒、飞秒及可调脉宽等激光器仍保持较强的盈利水平。2) 费用端：2022 年期间费用率为 38.91%，同比+5.24pct，是净利率下滑的主要原因，其中销售、管理、研发和财务费用率分别同比+2.33pct、+0.52pct、+4.27pct 和-1.87pct，研发投入力度明显加大。2023Q1 公司实现归母净利润 479 万元，同比-79.79%，同样低于我们预期。2023Q1 公司销售净利率为 4.90%，同比-12.45pct，大幅下降。2023Q1 公司销售毛利率为 51.35%，同比+0.35pct，期间费用率为 52.25%，同比+17.59pct，其中研发费用率达到 22.42%，同比+10.19pct，是压制盈利水平的核心因素。半导体业务有望持续扩张，巨量转移、钙钛矿设备成为重要增长点。公司在稳固晶圆切割龙头地位的同时，积极布局巨量转移、新能源设备等新领域，不断打开成长空间。1) 半导体设备：公司是少数几家掌握激光隐形切割技术的企业之一，除了碳化硅晶圆激光切割设备，还推出了碳化硅激光退火设备，2022 年公司正式推出碳化硅晶圆激光切片技术，已完成工艺研发和测试验证，并取得头部客户批量订单。2) Micro LED 设备：激光剥离及激光修复设备已交付客户并实现收入，激光巨量转移设备已获得头部客户订单。3) 钙钛矿设备：公司已实现 P0、P1、P2、P3 及 P4 激光设备全覆盖，公司从 2022 年下半年开始一直在配合头部客户的新工艺开发并进行商务沟通，同时不断开拓新客户，并率先实现百兆瓦级规模化量产设备供应。4) 锂电设备：公司聚焦新兴应用场景，激光电芯除蓝膜设备已通过客户测试验证并获得头部客户首台订单，针对电芯返工激光解决方案，还开发电芯自动包膜设备、电芯极柱激光清洗设备。5) 光模块激光应用设备：人工智能、自动驾驶等新技术应用带动光模块市场规模持续扩张，2019 年开始布局光模块市场激光应用设备，通过多年的技术积累，研发出了包括光模块中钨铜板双面激光网格加工、COC 芯片表面百微米级二维码&数字码加工等一系列设备，主要客户包括 Finisar、中际旭创、天孚通讯等行业龙头企业。盈利

预测与投资评级：考虑到公司研发力度加大、设备验证节奏等因素，我们调整 2023-2024 年归母净利润分别为 0.92、1.55 亿元（原值 1.21、1.88 亿元），并预计 2025 年归母净利润为 2.37 亿元，当前市值对应动态 PE 为 45/27/18 倍，维持“增持”评级。风险提示：市场竞争加剧、新品产业化不及预期、下游行业波动等。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：黄瑞连）

### 卫信康（603676）：2022 和 2023 年一季报点评：品种格局优良，经营质量提升

**投资要点** 品种格局优良，经营质量提升。2022 年，实现收入 13.99 亿元，同增 35%，实现净利润 1.77 亿元，同比增 84%，其中服务性收入 9.8 亿元（同增 35%）、多种微量元素注射液 1.82 亿元（同增 232%）、电解质补充药 1.3 亿元（同增-31%）、小儿多种维生素注射液（13）单品收入 0.45 亿元（同增 53%）。2023Q1，实现营业收入 3.5 亿元，同比增 11%，实现净利润 6024 万元，同比增 55%。期间费用下降，盈利能力提高。销售费用下降幅度比较大，1Q23，销售费用率为 18.2%（同增 -4.9 pct），管理费用率为 8.8%（同增-2.6 pct），研发费用率为 4.9%（同增 1.4 pct）。销售毛利率 50.55%（同增-0.76pct），销售净利率 17.19%（同增+4.85pct）。核心品种协同性强、格局好。核心产品包括注射用多种维生素(12)、多种微量元素注射液、小儿多种维生素注射液(13)、复方电解质注射液(V)等，已初步形成产品组合矩阵，有助于发挥协同效应、共同发力。注射用多种维生素(12)，为国内首仿、国产独家品种、国家医保目录(乙类)品种、国家基药目录品种；多种微量元素注射液(40ML)，为国内首仿、国产独家品种、国家医保目录(乙类)品种；小儿多种维生素注射液(13)，为国内首仿、国内独家品种，2023 年 1 月通过国家医保局组织的国家医保谈判，纳入《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录(2022 年)》。研发持续推进，产品逐渐丰富。2022 年，公司产品盐酸多巴胺注射液、多种微量元素注射液(I)、多种微量元素注射液(III)、门冬氨酸钾注射液、门冬氨酸钾镁注射液 5 个药品注册申请获得受理，小儿复方氨基酸注射液(19AA-I)、注射用多种维生素(13)(10/3)、复方氨基酸注射液(20AA)3 个药品取得药品注册证书，1 个重点产品启动一致性评价。公司主要在研项目 30 项以上，产品研发进度符合预期，预计 2023 年公司将有 3 个产品取得审批结论。盈利预测与投资评级：由于疫情影响患者就诊、核心品种 12v 增速放缓，我们将 2023-24 年的归母净利润由 2.9/4.0 亿元调整为 2.6/3.2 亿元，预计 2025 年归母净利润为 3.75 亿元，同比增长 47/23/17%，当前市值对应 PE 分别为 24/19/16x。由于公司专注于高壁垒制剂，核心产品同通用名竞品均未超 3 家，受益于医保报销政策/扩大报销范围，公司收入、利润高速增长。维持给予“买入”评级。风险提示：竞争加剧、价格下降、研发失败

（证券分析师：朱国广）

### 恒瑞医药（600276）：2022 和 2023 年一季报点评：王者归来，二季度迎接全面复苏

**投资要点** 拐点如期而至，二季度有望加速。2022 年，公司实现营业收入 212.75 亿元，同降 17.87%，创新药销售收入 81.16 亿元(含税 86.13 亿元)；归母净利润 39.06 亿元，同降 13.77%；扣非归母净利润 34.10 亿元，同降 18.83%，主要系集采+疫情的影响。2023 年一季度，收入 54.9 亿元，同增 0.25%，归母净利润 12.4 亿元，同增 0.17%，扣非归母净利润 12.2 亿元，同增 3.4%，拐点明确体现。经营质量、效率显著提升。2021、2022、1Q23，销售费用率分别为 36.2/34.5/30.4%，大幅下降；管理费用率 11.0/10.8/9.9%，平稳下降；销售净利率

17.3/17.9/22.5%，大幅提升。销售人员单产由 2021 年由 196 万元/人，提高至 205 万元/人。主要系：销售端合并、裁减低绩效办事处和人员，优化组织架构等方式；研发端设立研发管理委员会，确保研发重大决策流程的规范化，最大化研发产品线价值。研发投入达到 63.46 亿元，同增 2.29%，占收入比重达 29.83%，战略定力强大。2025 年有望形成 20+ 创新药矩阵，内生增长动力强劲。根据 2022 年年报，1) 13 个创新药已上市，其中卡瑞利珠单抗、吡咯替尼、海曲泊帕乙醇胺增长动力强劲，达尔西利、瑞维鲁胺准入医保，亟待放量；2) 多个创新药处于 NDA 阶段，瑞格列汀、SHR8008、SHR8554、SHR8058 等，涉及降糖、镇痛、眼科、抗感染多领域；3) 10+ 创新药处于 3 期阶段，SHRA1811 (HER2-ADC)、SHR0302 (JAK1)、SHR1314 (IL17) 等，重磅品种丰富。盈利预测与投资评级：由于 23 年初疫情略有影响，我们将 2023-2024 年归母净利润由 50/59 亿元，调整为 49/58 亿元，预计 2025 年归母净利润为 69 亿元，同增 26/18/19%，当前市值对应 PE 分别为 63/53/45 倍。1) 拐点兑现，集采出清，业绩加速，迈入新增长阶段；2) 新药储备丰富，创新浓度提高，盈利能力、经营质量提升；3) 持续推进 BD 和国际化，有望迎来质变，维持“买入”评级。风险提示：药品价格下降，新药放量不及预期，竞争格局恶化

(证券分析师：朱国广)

### 我武生物 (300357)：2022 和 2023 年一季报点评：疫情略有扰动，继续看好脱敏疗法前景

**投资要点** 疫情略有扰动，继续看好脱敏疗法前景。2022 年，公司实现营业收入 8.96 亿元，同增 10.94%。其中，粉尘螨滴剂 8.9 亿元，同增 10.4%，黄花蒿滴剂 831 万元；实现归母净利润 3.5 亿元，同增 3.19%。2022 年，公司研发总投入 1.2 亿元，占营业收入的 13.02%，其中干细胞研发投入 5.7 千万元，天然药物研发投入 1.3 千万元。1Q23，实现收入 1.8 亿元，同增-7.3%，归母净利润 0.7 亿元，同增-23.2%。我国脱敏治疗市场规模持续扩大，舌下免疫治疗作为变应性鼻炎的一线治疗方法，临床接受度和认可度也越来越高。研发持续推进，产品矩阵逐渐完善。脱敏治疗产品研发管线方面，黄花蒿花粉变应原舌下滴剂完成了儿童鼻炎 III 期临床试验，药品补充申请获得正式受理。过敏原体内诊断研发管线方面，“黄花蒿花粉点刺液”、“白桦花粉点刺液”、“变应原皮肤点刺试验对照液”、“葎草花粉点刺液”陆续完成 III 期临床试验，4 个药品上市许可申请获得正式受理。其他方面，干细胞人毛囊间充质、骨质疏松治疗药物持续推进，联营公司凯屹医药“吸入用苦丁皂苷 A 溶液”完成 I 期临床试验。脱敏药物市场坡长雪厚，竞争格局优良，公司优势明显：1) 坡长雪厚，国内过敏性鼻炎患者人数较多，脱敏药物整体渗透率较低，空间广阔；2) 双核驱动，粉尘螨+黄花蒿滴剂，驱动收入增长加速，中长期业绩有望翻倍；3) 格局优良，国内仅 3 家企业布局脱敏药物，且产品研发周期长、壁垒高，价格稳定；4) 优势明显，我武生物口服制剂为指南推荐一线疗法，相较于注射剂疗效确切、安全性高。公司销售团队近千人，全面布局医院、药店、线上渠道。盈利预测与投资评级：由于疫情略有扰动，我们将 2023-24 年的归母净利润由 5.0/6.5 亿元下调为 4.4/5.5 亿元，预计 2025 年归母净利润为 6.8 亿元，当前市值对应 2023-25 年 PE 分别为 54/44/35 倍，由于：1) 脱敏市场空间大、格局好；2) “尘螨+黄花蒿”滴剂双核驱动；3) 渠道布局全面，优势明显，维持“买入”评级。风险提示：竞争加剧、价格下降、研发失败

(证券分析师：朱国广)

### 中炬高新 (600872): 2023 年一季报点评: 主业稳健增长, 业绩略超预期

**投资要点** 公司发布 2023 年一季报, 业绩略超预期: 2023Q1 公司营收 13.7 亿元, yoy+1.5%; 归母净利润 1.5 亿元, yoy-5.5%; 扣非归母净利润 1.44 亿元, 同比-7%。地产业务下滑, 拖累公司业绩。23Q1 公司毛利率 31.4%, 同比-0.9pct; 归母净利率 11%, 同比-0.8pct; 销售/管理/研发费用率分别同比-0.2/+1.4/+0.3pct。我们认为公司整体盈利能力同比下降主因盈利能力较强的地产业务同比下降较多。调味品业务稳健增长, 春节返乡影响产品结构。23Q1 公司调味品业务主体美味鲜收入 13.3 亿元, 同比+7.9%; 归母净利润 1.5 亿元, 同比+12.7%。分产品看, 23Q1 酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他产品收入分别为 8.3/1.6/1.1/2.1 亿元, 同比+11%/0.4%/0.98%/5.2%, 我们认为酱油增速较快主因酱油推广政策得到有效实施; 鸡精鸡粉、食用油增速较慢主要因春节期间人口外流导致主销区增速较慢。受春节乡村宴席需求旺盛影响, 我们预计 23Q1 公司 B 端收入增速快于整体。外埠市场稳步扩张, 区县开发率持续提升。23Q1 调味品东部/南部/中西部/北部地区收入分别为 3/5.1/2.9/2.1 亿元, 同比+8%/2.3%/14.5%/12.9%, 经销商分别净增 5/5/16/26 个, 我们预计春节期间东南部人口外流, 导致中西部和北部增速比东南部快。渠道纵深持续延展, 我们预计 23Q1 公司区县开发率达 70.06%, 环比 22 年末提升 1.94pct。成本下行叠加费用收缩, 调味品盈利能力回升。我们预计 23Q1 美味鲜毛利率/销售/管理/研发/财务费用率分别+0.5/-0.5/+0.3/+0.2/-0.04pct, 毛利率提升或因产品结构升级及原材料价格下降, 销售费用率收缩或因业务费及直营电商费用减少, 综上预计美味鲜归母净利率同比+0.5pct 至 11.5%。股权问题持续推进, 公司治理有望优化。截止到 23 年 4 月 14 日, 公司股东火炬集团及其一致行动人持股 15.48%, 23 年 3 月 22 日火炬集团一致行动人鼎晖按邛竞拍公司股份成功, 预计过户完成后火炬集团及其一致行动人持股比例将上升至 17%, 持股比例进一步超越控股股东中山润田。随着火炬集团持股比例提升, 公司股权问题有望继续推进, 待股权问题解决后公司治理有望优化。盈利预测与投资评级: 公司主业略超预期, 我们预期公司 23-25 年收入 57/63/70 亿元, 同比+8%/10%/12%, 上调 23-25 年归母净利润预期至 6.82/8.27/10 亿元(此前预期为 6.01/7.51/9.03 亿元), 同比+215%/+21%/+21%, 对应 23-25 年 PE 分别为 40/33/27x, 维持“增持”评级。风险提示: 原材料价格大幅上涨; 行业竞争格局恶化超预期; 食品安全问题; 经济恢复情况不及预期

(证券分析师: 汤军 证券分析师: 王颖洁 证券分析师: 李昱哲)

### 贝泰妮 (300957): 2023 年一季报点评: Q1 实现稳健增长, 期待多品牌焕新升级

**投资要点** 2023Q1 营收同增 6.8%, 归母净利润同增 8.4%: 2023Q1 公司实现营收 8.6 亿元 (同比+6.8%, 下同), 实现归母净利 1.6 亿元 (+8.4%), 扣非归母净利 1.3 亿元 (+1.7%)。公司营收、业绩增速符合市场此前预期。盈利水平基本稳定, 研发加码趋势不改: 2023Q1 公司毛利率/净利率分别为 76.1%/18.0%, 分别同比-1.7pct/-0.03pct, 盈利水平基本稳定。2023Q1 公司期间费用率同比-0.5pct, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比-0.4pct/+0.1pct/+0.1pct/-0.4pct。公司整合云南研发资源设立云南特色植物提取实验室, 同时成立创新原料研发中心。搭建多品牌矩阵, 品牌定位逐步深化: 公司搭建起包括薇诺娜 (敏感肌)、薇诺娜宝贝 (儿童敏感肌)、瑗科缙 (专业抗老科技)

和贝芙汀（专业祛痘）为主的品牌矩阵。（1）主品牌薇诺娜：敏感肌头部地位稳固，从敏感肌拓展到“敏感肌 plus”，特护霜、冻干面膜、清透防晒乳分别荣获 2023 年度天猫金妆奖的年度乳液面霜奖、年度面膜奖和年度防晒奖；（2）薇诺娜 baby：斩获 2023 年度新锐品牌奖以及 2023 年 4 月天猫金婴奖；（3）瑗科缦：定位抗衰、皮肤年轻化的专家，以专研线和美颜线进行推广；（4）贝芙汀：引入 AI 人工智能技术精准祛痘。近期发布股权激励计划，较高目标定军心：近期发布股权激励计划，公司激励考核目标是以 2022 年为基数，2023~2025 年营收&归母净利润均分别同增 28%/26%/24%（实际考核累积值，并剔除激励费用），目标较高且覆盖较广，利于充分调动核心员工积极性。盈利预测与投资评级：公司是我国皮肤学级护肤龙头，专业化品牌形象稳固，线上线下多平台拓展顺利，品牌矩阵逐步完善。我们维持 2023-2025 年归母净利润分别为 13.46/16.96/21.03 亿元，2023-2025 年归母净利润分别同增 28%/26%/24%，当前市值对应 2023~25 年 PE 为 34x/27x/22x，维持“买入”评级。风险提示：新品推广不及预期，行业竞争加剧等。

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：张家璇 证券分析师：汤军）

### 宝通科技（300031）：2022 年年报&2023Q1 季报点评：业绩超我们预期，看好 AI 赋能双主业长期发展

**投资要点** 事件：2022 年公司实现营收 32.59 亿元，yoy+18.10%，归母净利润-3.96 亿元，扣非归母净利润-4.20 亿元。2023Q1 实现营收 7.55 亿元，yoy+14.05%，qoq-13.32%，归母及扣非归母净利润 0.83/0.81 亿元，yoy+21.04%/+25.36%，环比均扭亏为盈，2023Q1 业绩略超我们预期。计提减值轻装上阵，股权激励彰显发展信心。2022 年海内外移动游戏市场逆风，公司优化产品结构，主动下架和关停了 27 款表现不及预期的海外及自研项目，同时新游受版号影响延期上线，致公司游戏业务营收增速有所承压。费用端，公司持续国内外市场投放和研发投入，致子公司易幻网络经营业绩首次出现亏损，基于谨慎性原则，公司计提商誉减值准备 4.86 亿元，致 2022 年利润端承压。展望未来，公司轻装上阵，业绩弹性可期，2023Q1 已初步兑现。此外，公司已公布股权激励方案，坚定发展信心，业绩考核目标为：2023-2025 年营收不低于 35/40/50 亿元，净利润不低于 4/5.6/7.28 亿元，对应 2024-2025 年营收增速为 14%/25%，净利润增速为 40%/30%。移动互联网：新游储备丰富，看好 AI 长期赋能降本增收。公司储备有《重返未来：1999（港澳台）》《白荆回廊》《剑侠世界 3（韩国）》等不同版本近 20 款新品，同时新游《起源：无尽之地》已获批版号，有望年内上线国内市场，产品充沛将支撑业绩复苏。长期来看，公司积极布局 AI，已应用 AI 提升广告投放效率和优化广告；搭建基于 ChatGPT 的翻译系统，提升翻译效率；搭建基于 Stable Diffusion 框架的 AIGC 绘画系统，提升美术效率，增加广告创意数量。公司将持续聚焦前沿技术，我们期待公司落地更多 AI 应用，有望提升游戏研发、发行、运营效率。工业互联网：业绩延续高增长，元宇宙布局有望持续突破。2022 年公司工业互联网业务实现营收 16.36 亿元（yoy+32.77%），营收占比达 50.18%。公司持续推动智能输送全栈式服务，探索海外市场新增量，业绩有望延续高增长态势。同时公司元宇宙布局持续突破，2022 年推出数字孪生智慧矿山系统，集合数字化输送带、AR/VR/MR 智能设备、裸眼 3D MR 等数字化产品，并已与兖矿能源开展合作并落地。我们认为公司工业元宇宙布局有望受益于 AI 技术进步，看好其智能化软硬件产品在智慧矿山和智慧港口领域相继落地，规模化效

应有望逐步显现。盈利预测与投资评级：公司双主业业绩弹性可期，我们上调 2024 年并新增 2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年 EPS 分别为 1.04/1.37/1.84 元（2024 年此前为 1.31 元），对应当前股价 PE 分别为 23/17/13 倍。公司当前估值具备安全边际，业绩弹性有望持续兑现，我们看好 AI 赋能公司双主业长期发展，维持“买入”评级。风险提示：工业智能化推进不及预期，新游上线不及预期，市场竞争加剧风险，政策监管风险

（证券分析师：张良卫 证券分析师：周良玖 研究助理：陈欣）

### 兴瑞科技（002937）：2022 年报点评：业绩略超预期，新能源车电装业务快速放量

事件：公司发布 2022 年报 业绩略超预期，持续高研发投入：2022 年公司实现营业收入 17.7 亿元，yoy+41%；实现归母净利润 2.19 亿元，yoy+93%；实现扣非归母净利润 2.28 亿元，yoy+123%，业绩略超市场预期。2022 年公司两大核心业务板块实现高速增长，智能终端业务收入 7.8 亿元，yoy+47%；汽车电子业务收入 6.3 亿元，yoy+59%。22Q4 单季度公司实现营收 5.0 亿元，yoy+43%，实现归母净利润 0.75 亿元，yoy+208%。公司新能源汽车电装及智能终端相关业务订单充足、新建产能顺利爬坡，驱动公司业绩持续高增。公司整体毛利率提升 2.06pct 至 26.35%，主要源于公司产品结构优化以及产能释放带来的规模化效应。公司持续加大研发投入，2022 年公司研发投入 6956 万元，同比增长 23%。研发重点发力新能源汽车电装领域产品从零组件向模组的拓展，为公司构筑长期增长力。新能源汽车电装业务持续高速增长：公司为新能源汽车 BDU、PDU、DCDC 等三电部件提供嵌塑件产品，得益于与松下等大客户同步研发积累的技术和量产能力，成功切入国内新能源汽车头部企业供应链。2022 年，公司陆续获得电装头部企业的项目定点并通过其向更多新车型提供产品，新能源汽车零部件生产业务所覆盖的新能源车型逐步增加，随着定点车型产量逐步实现扩大，公司新能源汽车业务实现翻倍增长。未来产品布局方面，公司顺应市场趋势深化从零组件逐步发展到模组的同步研发，不断增强该板块业务长期成长能力。智能终端业务海外产能顺利释放，业绩实现高速增长：在智能终端领域，公司产品主要应用于智能机顶盒、网通网关、智能安防、智能电表等品类，下游客户涵盖康普、北美电信、萨基姆、特艺等全球智能机顶盒领域头部厂商。公司在产品品类、客户、产能等方面同时发力并取得成果。1) 产品品类拓展方面，公司智能安防系列产品顺利实现量产。2) 客户拓展方面：公司深化与原有大客户的合作关系，实现对特艺等优质老客户的销售快速提升，同时拓展北美电信等国内外头部优质客户，获得新品定点。3) 产能扩张方面，公司越南和印尼新建产能逐步释放。盈利预测与投资评级：公司产能扩产顺利，新能源汽车电装及智能终端业务板块订单充足，但消费电子传统业务仍在一定程度上拖累公司业绩，基于此，我们下调公司 24 年盈利预测，23-25 年归母净利润为 3.30/4.55/5.90 亿元（23/24 年前次预测值为 3.30/4.78 亿元），当前市值对应 2023-2025 年 PE 分别为 21/16/12 倍，维持“买入”评级。风险提示：下游需求不及预期；汇率波动风险；大宗商品价格波动风险

（证券分析师：马天翼 证券分析师：唐权喜 研究助理：王润芝）

### 科德数控（688305）：2022 年报&2023 年一季报点评：Q1 重回高增长轨道，看好订单充足&盈利能力提升

投资要点 2023Q1 业绩重回高增长轨道，航天军工领域需求旺盛：

2022 年公司营收 3.15 亿元 (同比+24.4%)，归母净利润 0.60 亿元 (同比-17.0%)，扣非净利润 0.38 亿元 (同比+45.1%)。其中高端数控机床业务收入达 2.76 亿元 (同比+18%)。公司业绩保持稳定增长态势，主要系公司在航空航天领域做深、做强的基础上，开拓完善其他工业领域，在海外订单、能源、刀具、汽车、高校等领域取得新的进展。Q4 单季度营收 1.09 亿元 (同比+17.3%)，归母净利润 0.27 亿元 (同比+3.3%)，增速略低于市场预期，主要系 2022 年末因疫情等原因，整机发货及验收受到延迟所致。2023Q1 营收 0.85 亿元 (同比+40.4%)，归母净利润 0.27 亿元 (同比+257.1%)，扣非净利润 0.12 亿元 (同比+206.2%)，重回高速增长轨道。公司订单充足：2022 年新增订单同比增长 30%，下游中航天军工领域需求旺盛。此外公司在海外市场取得突破，出口订单也实现快速增长。扣非归母净利率提升，反应真实盈利能力向好：2022 年销售毛利率为 42.4% (同比-0.7pct)，基本保持稳定；归母净利率和扣非归母净利率为 19.1%和 12.1%，分别同比-9.6pct 和+1.7pct。公司归母净利率下滑而扣非归母净利率增长，主要系公司 2022 年非经常性损益对净利润的影响金额约为 2,163.83 万元，而 2021 年同期非经常性损益对净利润的影响金额为 4,655.19 万元。扣非归母净利率增长反映出公司真实盈利能力的提升。2022 年公司销售/管理/财务费用率分别为 9.4%/7.1%/-0.65%，同比-1.0pct/-0.1pct/-0.6pct，费控能力有所提升。2023Q1 销售毛利率为 45.9% (同比+3.5pct)，归母净利率和扣非归母净利率为 31.6%和 14.3%，分别同比+19.2pct 和+7.8pct。定增扩产&新品技术推出，看好公司成长性 2 月公司发布定增预案，拟募资不超过 6 亿元，投资“五轴联动数控机床智能制造项目”、“系列化五轴卧式加工中心智能制造产业基地建设项目”、“高端机床核心功能部件及创新设备智能制造中心建设项目”和补充流动资金。项目达产后，预计大连地区年产能规模将达到 1000 台，沈阳地区五轴卧加、五轴卧式翻版铣等年产能规模达到 60 台，银川地区电主轴年产能达到 1300 台套，德创卧式铣车复合加工中心年产能达到 100 台套，将缓解公司产能压力。研发和新品方面：2022 年和 2023Q1 研发投入分别为 1.1 和 0.2 亿元，占营业收入比重分别为 36.3%和 25.7%；高研发投入下公司不断推出对标国际先进水平的新品，例如 KTM120 五轴联动卧式镗铣车复合加工中心，对标奥地利 WFL 产品，首发即与某飞机起落架生产厂商达成合作，实现销售。盈利预测与投资评级：考虑到疫情影响，我们预计公司 2023-2025 年的归母净利润为 1.22 (维持)/1.79 (维持)/2.47 亿元，当前市值对应 PE 分别为 65/44/32 倍，维持“增持”评级。风险提示：扩产计划不及预期，业务放量不及预期。

(证券分析师：周尔双 证券分析师：罗悦)

### 天合光能 (688599)：2023 年一季报点评：Q1 量利高增，看好 23 年组件一体化深化，全业务多点开花

投资要点 事件：公司发布 2023 年一季报，2023Q1 营收 213 亿，同增 39.6%，环降 20.6%；归母净利润 17.7 亿元，同增 225.4%，环增 38.4%；扣非归母净利润 17.3 亿元，同增 252.4%，环增 41.3%。2023Q1 毛利率 17.95%，同增 4.4pct，环增 4.58pct。业绩接近预告上限，略超预期。Q1 量利双增、看好全年持续高增！公司 2023Q1 出货约 10GW+，受益于在手高价订单，我们测算单瓦净利达 1.1 毛+；Q2 起需求进一步提升，我们预计出货有望达 15GW，盈利能力保持坚挺。展望全年，我们预计组件出货 65GW，同增 50%+，其中欧洲预计占比 30-35%、北美 10%。公司宿迁+青海 TOPCon 电池逐步投产，我们预计可自供 15GW+电池，全年 N 型组件出货达 20GW；随东南亚+青

海硅片陆续投产爬坡，我们预计硅片 2023 年可自供 13GW+，2024 年自供 50GW+；总体增厚组件盈利。公司瞄准长期市占率 20%，持续增强龙头地位！ 分布式+支架+储能多点开花、贡献业绩增量！2023Q1 我们预计公司分布式出货约 2GW+（权益约 1.47GW+），2023 年组件降价分布式收益率提升，市场进一步扩大，我们预计全年开发 10-12GW（权益 7.4-8.8GW），同增 60%+，长期目标保二争一。支架业务我们预计 2023Q1 盈亏平衡，2023 年出货约 8-9GW，同比翻倍增长，跟踪支架占比 50%+，长期目标全球前三。公司储能以国内大储为主，我们预计 2023Q1 出货数百 MWh，全年国内外齐发力，我们预计出货 3-4GWh，可实现盈利贡献，市占率目标全球 10%。一体化加速建设、技术持续领先。公司一体化产能持续建设，我们预计 2023 年底硅片/电池/组件产能达 50/75/95GW，其中 N 型电池超 40GW；一体化产能加速落地，增强核心竞争力。电池技术上，公司 TOPCON 量产效率提升至 25.3%（良率 97%），HJT 实验室效率达 25.6%，小面积钙钛矿/晶硅叠层电池效率达 29.2%，技术全面布局，保持领先！ 盈利预测与投资评级：基于光伏需求持续旺盛，我们上调公司盈利预测，我们预计 2023-2025 年归母净利润为 74.6/95.1/116.5 亿元（前值为 71.4/95.7/117.3 亿元），同比+103%/+28%/+22%，基于公司光伏组件龙头地位，我们给予公司 2023 年 20 倍 PE，目标价 68.6 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）

#### **晶澳科技（002459）：2023 年一季报点评：美国高溢价进一步体现，盈利能力持续超预期！**

**投资要点** 事件：公司发布 2023 年一季报，2023Q1 营收 204.8 亿元，同增 66.23%，环降 13.46%；归母净利润 25.82 亿元，同增 244.21%，环增 15.10%；扣非归母净利润 24.9 亿元，同增 254.57%，环增 7.49%。2023Q1 毛利率为 19.11%，同增 4.32pct，环增长 1.54pct。业绩超市场预期。 单瓦净利持续创新高、23 年迎量利双升。公司 2023Q1 组件销量 11.54GW，同增 75%，环比微降 4%，剔除 1.7 亿元硅料投资收益和 1.13 亿元补贴后，我们测算一体化组件贡献 23 亿利润，单瓦净利约 0.19 元，环增约 1 分，持续创新高，主要是：1）美国 2023Q1 出货约 800MW+，美国市场组件均价 0.36 美元/W（≈ 2.5 元/W），单瓦利润达 8 毛左右，享超额收益；2）硅料快速降价，高价订单拉高盈利。我们预计公司 2023Q2 出货 15GW 左右，原料储备和在手订单充足，满产出货，硅料稳步降价，盈利有望保持 2023Q1 高位。2023 全年出货 60-65GW，同增 50%+，下半年还将收益 N 型占比和美国出货提升，支撑 2023 年业绩高增！ N 型产能逐渐落地、推进美国产能布局。公司已规划 70GW N 型电池产能，我们预计 2023 年落地 40GW，其中宁晋 6GW 我们预计 2023 年 5 月投产，扬州 20GW+曲靖 10GW 我们预计 2023H2 投产。N 型组件我们预计 2023Q2 开始明显起量交付，全年出货约 20GW，新技术占比 30%，带动组件盈利持续改善。针对美国市场，公司已建立东南亚 4GW 一体化产能。同时公司投资 6000 万美元建设美国首座工厂，规划组件产能 2GW，我们预计 2023Q4 投产。在美建厂有利于对冲贸易风险，进一步享受美国高溢价市场！ 盈利预测与投资评级：基于公司 N 型产能落地加速，我们上调公司盈利预测，我们预计 2023-2025 年归母净利润为 100.4/128.6/160.9 亿元（前值为 92.3/124.8/156.2 亿元），同比+81%/+28%/+25%，基于公司光伏组件龙头地位，我们给予公司 2023 年 20 倍 PE，目标价 60.8 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)

### 荣盛石化(002493): 2023年一季报点评: 盈利短暂承压, 新材料发力业绩拐点将至

**投资要点** 事件: 2023Q1, 公司实现营业收入 697.21 亿元, 同比上升 2%, 环比上升 9%; 归母净利润-14.68 亿元, 同比下降 147%, 环比上升 30%; 扣非归母净利润-15.73 亿元, 同比下降 153%, 环比上升 54%; 毛利率 4.35%, 同比下降 14.92pct; 净利率-4.10%, 同比下降 12.53pct。炼化板块承压, 下游需求恢复缓慢: 2023Q1, 布油均价 82.10 美元/桶, 环比下降 7%, 但仍高于 2020-2021 年单季度水平, 上游原材料价格仍处于高位。下游需求恢复速度缓于预期, 炼化板块价差收窄, 盈利承压。长丝景气度修复, 加工价差&库存环比改善: 2023Q1, 国内经济处于缓慢复苏中, 涤纶长丝下游需求有所回暖, 具体来看, POY、FDY、DTY 加工价差分别 1120/1919/2522 元/吨, 环比+20%/+8%/+8%; 库存天数分别 22/25/28 天, 环比改善明显, 接近去年同期水平, 行业库存得到快速消化, 公司聚酯板块盈利能力有望回升。溢价近 9 成引入沙特阿美战投, 推动公司资产重估: 公司 2023 年 3 月 27 日收盘价为 12.91 元, 沙特阿美以 24.3 元/股价格收购公司股份, 溢价率近 9 成。同时, 双方签署《战略合作协议》, 战略有效期为 20 年, 双方未来将在原油供应(沙特阿美向浙石化供应原油 48 万桶/天, ATS 可向荣盛新加坡额外供应原油至多 8 万桶/天)、原料供应、化学品采购、精炼及化工品采购、原油储存(浙石化或其关联方向沙特阿美提供 300 万方原油储罐并由其确保库存量)技术分享等方面展开合作, 推动双方可持续发展。本次战略合作将进一步保障公司原材料供应, 拓展双方客户资源, 更好地推动公司的产业布局, 推动公司资产重估。延伸下游高端新材料, “减油增化”提高产品附加值: 公司目前有三个向下游延伸的新材料项目处于建设期, 主要产品包括: ABS、 $\alpha$ -烯烃、POE 聚烯烃弹性体、EVA/LDPE(管式)装置、DMC、PMMA 等, 预计将于 2024 年起贡献收入, 提升公司盈利水平。盈利预测与投资评级: 我们调整公司 2023-2025 年归母净利润预测值为 67、110、160 亿元(此前为 84、135、194 亿元), 同比增速为 101%、64%、46%, 对应 2023-2025 年 EPS(摊薄)为 0.66、1.09 和 1.58 元/股, 按 2023 年 4 月 26 日收盘价对应的 PE 分别为 19.74、12.07 和 8.28 倍。我们看好公司在高端新材料领域的项目布局, 维持“买入”评级。风险提示: 原料价格波动的风险; 行业竞争加剧的风险。

(证券分析师: 陈淑娴 证券分析师: 郭晶晶)

### 远光软件(002063): 2022年年报和 2023年一季报点评: 业绩符合市场预期, 电网 ERP 国产化有望提速

事件: 公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报, 2022 年公司营业收入 21.25 亿元, 同比增长 10.94%; 归母净利润 3.23 亿元, 同比增长 5.65%。2023 年一季度公司实现营收 4.56 亿元, 同比增长 24.58%; 归母净利润 777.59 万元, 同比增长 4.99%, 基本符合市场预期。投资要点 业绩稳健增长: 公司净利润增速不及营收主要由于 2022 年和 2023Q1 计提资产减值准备影响, 并且 2023 年 Q1 持续加大研发投入。分业务来看, 公司 2022 年数字企业业务实现营收 13.56 亿元(同比+13.15%), 毛利率 57.18%(同比-4.58pct); 智慧能源业务实现营收 2.63 亿元(同比+6.92%), 毛利率 45.58%(同比+8.54pct); 前沿技术业务实现营收 3.37 亿元(同比+5.77%), 毛利率 56.59%(同比-9.48pct)。数字企业业务优势显著: 在财务数智化领域, 公司以数字技术与财务管理深

度融合为抓手，承接“云+端”、“财务中台+智慧应用”的智慧共享财务平台建设，完成国网山东、浙江电力2家省公司试点上线。在发电市场，公司加快推进集团经营分析系统建设，完成11家重点二级公司推广应用。在电力行业外的大型集团化企业市场，公司进一步拓展生产制造、医疗行业、轨道交通、航空、能源化工、钢铁、地产金融等非电市场业务。公司核心ERP系统竞争力进一步增强，我们预计未来随着行业信创整体推进，电网ERP国产化进程有望进一步提速。创新业务快速拓展，有望持续受益于国网国改：智慧能源业务方面，公司加强与国网数科公司电网交易业务合作，建设了面向虚拟电厂运营商的虚拟电厂运营管理平台。前沿技术业务方面，推出了支撑“AI应用、RPA云平台及应用、智能硬件”等人工智能核心产品线。数据资源整合及服务业务方面，在数据中台、模型服务、智慧物联及数字孪生方面加大研发投入，不断完善和拓展大数据产品体系。目前新一轮深化国资国企改革方案已提上日程，我们认为国家电网公司将以此为契积极释放改革红利，实现扁平化、集约化、专业化管理。公司作为国网旗下重要上市平台，有望充分受益。盈利预测与投资评级：考虑公司持续加大研发投入，我们将公司2023-2024年EPS预测由0.29/0.34元下调至0.27/0.34元，预测2025年EPS为0.42元。我们认为公司能源行业know-how深，在虚拟电厂与电交易等新业务领域优势显著，有望持续受益于国网国改，维持“买入”评级。风险提示：信创推进不及预期；B/G端业务推进不及预期。

(证券分析师：王紫敬 研究助理：张文佳)

#### **道森股份(603800)：2022年报&2023年一季报点评：子公司洪田科技并表实现扭亏为盈，复合铜箔一体机有望放量**

**投资要点** 子公司洪田科技实现并表，业绩实现扭亏为盈：2022年公司实现营业收入21.9亿元，同比+86%；归母净利润1.1亿元，同比+399%；扣非归母净利润0.9亿元，同比+258%。2022Q4营业收入7.3亿元，同比+73%，归母净利润0.4亿元，同比+188%，扣非归母净利润0.3亿元，同比+1069%。子公司洪田科技2022年7-12月实现营业收入5.9亿元，净利润约1.3亿元。2023Q1营业收入3.9亿元，同比+34%，归母净利润0.2亿元，同比+185%，扣非归母净利润0.02亿元，同比+111%。子公司洪田科技盈利能力保持高水平：2022年公司综合毛利率为21.1%，同比+8.9pct，其中洪田科技的电解铜箔设备毛利率为30.2%，同比+0.3pct；净利率为7.7%，同比+10.8pct，其中洪田科技净利率约20%，仍保持较高水平。期间费用率为9.8%，同比-4.6pct，其中销售费用率为3.6%，同比-1.2pct，管理费用率(含研发)为6.4%，同比-1.6pct，财务费用率为-0.1%，同比-1.7pct。2022Q4毛利率为27.0%，同比+12.7pct，净利率为10.9%，同比+7.5pct。2023Q1毛利率为20.7%，同比+8.4pct，净利率为8.8%，同比+16.1pct，主要系石油钻采业务计提减值准备影响利润。合同负债&存货高增，业绩增长确定性强：截至2023Q1末公司合同负债为9.3亿元，同比+3950%，存货为11.9亿元，同比+133%，表明公司在手订单充沛，其中与诺德股份签订销售合同待履约金额达10.7亿元，合同交货期限从2023年1月开始至2023年11月结束，保障业绩增长。传统铜箔设备订单旺盛，夯实业绩基本盘：目前洪田科技订单饱满，已排至2024年；产能方面阴极辊2022年底约300台产能，预计2023年达到600台产能；预计2023年生箔机产能800-1000台套，出货量为产能的80%左右；阳极板产能2000台套，出货量1000台套。铜箔行业仍处于高速增长期，2022年铜箔新扩40万吨左右，按照1GWh700吨铜箔，则1万吨铜箔对应14GWh，40万吨即为560GWh。我们预计2023

年新增扩产约 30-50 万吨，后续道森依托产能扩张&铜箔减薄趋势下的技术领先，市场份额进一步提升。目前市场主流厚度是 6 微米，4.5 微米已经达到 10+% 的渗透率，道森的设备已能稳定生产 3.5 微米铜箔。依托真空技术平台化布局，提升复合&传统铜箔设备产能：子公司洪田科技与江苏省南通港闸经济开发区管委会签订投资合作协议，拟投资 10 亿元建设新能源高端装备制造项目，建设年产真空磁控溅射设备 100 套、真空蒸镀设备 100 套、复合铜箔一体机成套设备 100 套；传统电解铜箔设备产能提升，拟扩建锂电生箔机成套设备 200 套、阳极板 6000 套、辊筒 6000 支，缓解产能瓶颈，提升市场占有率。盈利预测与投资评级：暂不考虑收购洪田科技剩余 49% 股权&复合铜箔设备业绩贡献，仅考虑传统铜箔设备业务，我们基本维持 2023-2024 年归母净利润分别为 2.1/3.2 亿元，2025 年归母净利润为 4.2 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 25/16/12 倍，维持“增持”评级。风险提示：新品拓展不及预期，下游扩产不及预期。

(证券分析师：周尔双 证券分析师：刘晓旭)

### 斯迪克 (300806): 2022 年报及 23Q1 点评: 22 年业绩承压, 23Q1 盈利恢复增长【勘误版】

事件：公司发布 2022 年报和 2023 年一季报 22 年业绩承压，毛利率稳步增长：公司 22 全年营收 18.8 亿元，yoy-5.4%；归母净利润 1.7 亿元，yoy-20%；扣非归母净利润 1.4 亿元，yoy-18%，22 年业绩承压。分业务来看：1) 电子级胶粘材料全年营收 8.4 亿元，yoy+26.4%；2) 薄膜包装材料营收 4.7 亿元，yoy-14.4%；3) 功能性薄膜材料营收 4.5 亿元，yoy-20.5%，公司营收不及预期系功能性薄膜材料及电子级胶粘材料需求萎缩，尤其是第四季度，销售发货受外部环境影响显著。公司 22 年毛利率为 29.7%，同比+2.7pct，公司不断推出高附加值产品，核心业务毛利率稳步提升，未来盈利能力可期。研发费用 1.3 亿元，yoy+16.5%，公司不断进行产品升级，加速布局高端市场。23 年一季度盈利恢复增长，持续加大研发产品结构升级：23Q1 实现营收 4.8 亿元，yoy+1%；归母净利润 0.2 亿元，yoy+13.8%；扣非归母净利润 0.2 亿元，yoy+13.4%，营收和归母实现增长系下游消费电子需求修复，业绩符合预期。公司一季度毛利率为 25.0%，同比+1.4 pct，研发费率为 8.2%，同比+3.3pct，公司持续加大投入研发新产品，原材料自制率提升，产品结构持续升级保障公司盈利能力依然稳健。核心客户持续突破，OCA 光学胶与新能源功能材料有望驱动成长：依托于公司的成本优势和技术优势，公司已与国内外龙头企业建立合作关系，客户群体较为稳定优质，与客户高度协同的“嵌入式”研发体系有效提高客户粘性，为日后市场进一步开发奠定质量基础和平台基础。公司深耕 OCA 光学胶、高端膜材料与 PET 材料等领域，同时应用领域也快速拓展到汽车电子与新能源锂电池等下游，公司业务呈现“OCA 光学胶+新能源功能材料”双轮驱动格局，伴随 VR 光学及显示持续创新、智能手机折叠屏渗透率快速增长，以及新能源车销量的持续增长，有望给公司两大业务持续贡献增量，实现量价齐升。盈利预测与投资评级：我们基于下游消费电子需求变化等调整盈利预测，23-25 年归母净利润调整为 3.5/5/7 亿元（23/24 年前值为 4/6.2 亿元），对应 PE 分别为 20/14/10 倍。基于对公司高端膜材料产业长期趋势的看好、公司核心竞争力持续增强等综合因素，我们继续看好公司未来成长趋势，维持“买入”评级。风险提示：下游需求修复不及预期；新产品认证不及预期；原材料价格波动

(证券分析师：马天翼 研究助理：金晶)

润达医疗 (603108): 2022 年报点评: 疫后恢复逻辑明确, 工业品加

### 速成长

**投资要点** 事件：公司 2022 全年实现营收 104.9 亿元（+18.5%，括号内为同比增速，下同）；归母净利润 4.18 亿元（+9.9%），扣非净利润 3.93 亿元（+5.9%），业绩符合预期。2023 年逐季度恢复，盈利能力不断强化：公司 Q4 单季度实现营收 28.73 亿元（+28.8%），归母净利润 1.46 亿元（+91.0%），Q4 因为疫情防控政策放开，导致院端诊疗量短期受损，Q4 业务受到一定影响。我们预计随着疫情高峰在 2 月过去，公司业务在 2023Q2 开始将保持快速恢复。从盈利能力上看，公司毛利率逐季度增加，2022Q4 毛利率达 32.9%，同比+3.91pct，环比+5.14pct，随着业务的恢复，毛利率保持恢复。各业务管线加速恢复，2023 年恢复趋势加强：分业务看，公司 2022 年商业收入 100.0 亿元（+12.3%），其中 1）集约化业务/区域检验中心业务实现营收 26.7 亿元（+6.0%），集约化客户达到 420 家（+7.4%），下半年随着疫情缓解，集约化业务增速达 10.7%，2）第三方实验室业务收入 13.5 亿元（+283%）；工业收入 4.85 亿元（-3.4%），公司相关业务主体主要位于上海及华东地区，上半年疫情防控对工业业务影响较大。随着疫情对公司业务影响的消除，预计公司 2023 年业绩将进一步加速。研发管线不断兑现，工业管线矩阵形成：公司 2022 年研发投入达 1.46 亿元（+18.7%），推出了全新一代糖化血红蛋白仪 MQ-8000，同时推出了临床质谱整体解决方案，开发了独有专利技术“谱易快”液液萃取小柱和“谱方达”全自动处理系统等，以自有的新产品研发中心为依托，不断提升整体研发水平，持续研发新产品的同时，对原有产品技术进行升级，取得了较丰硕的成果，并在市场上树立了良好的口碑。

**盈利预测与投资评级：**考虑到一季度疫情影响，我们将 2023-2024 年归母净利润由 5.7/7.1 亿元调整为 5.2/6.3 亿元，估计 2025 年归母净利润为 7.9 亿元，2023-2025 年 P/E 估值分别为 15/12/10 倍；基于公司商业板块集约化模式扩容，深度绑定国药，工业板块各管线加速放量；维持“买入”评级。风险提示：DRG/DIP 等政策风险；集约化模式推广不及预期；工业条线推广不及预期；国药合作存在不确定性等。

（证券分析师：朱国广 证券分析师：周新明 证券分析师：徐梓煜）

### 柏楚电子（688188）：2023 年一季报点评：业绩略超预期，激光行业复苏逻辑兑现

事件：公司发布 2023 年一季报。受益制造业回暖&新品放量，Q1 收入端重回快速增长通道 2023Q1 公司实现营业收入 2.72 亿元，同比+42.39%，略好于我们预期。分产品来看：1）激光切割控制系统：中低功率和制造业景气度关联度较大，我们判断疫情放开背景下实现明显回暖。对于高功率产品，市场需求景气度较高，叠加市场份额快速提升，我们判断相关产品销售实现大幅增长；2）智能切割头：高功率激光市场需求旺盛，叠加公司在中功率和超高功率段的产品拓展，我们判断延续高速增长。3）智能焊接控制系统：我们判断已实现小批量出货，逐步进入业绩兑现期。展望 2023 年全年，制造业复苏背景下，激光行业具备更强成长弹性，公司激光切割控制系统主业有望重回快速增长，叠加智能切割头、智能焊接、套料软件等产品放量，公司收入端有望延续 2023Q1 的快速增长态势。毛利率表现依旧十分出色，费用率上提压制净利率表现 2023Q1 公司实现归母净利润 1.32 亿元，同比+28.52%；销售净利率为 51.22%，同比-3.98pct，盈利水平出现一定下滑。1）毛利端：2023Q1 销售毛利率为 78.54%，同比持平，表现依旧十分出色。2）费用端：2023Q1 期间费用率为 22.18%，同比+7.66pct，是压制净利率表现的主要因素，其中销售、

管理、研发和财务费用率分别同比+1.30pct、+0.65pct、+3.67pct 和 +2.04pct，各项费用率均有所上提，我们判断主要系公司人员扩张力度较大，2022 年底员工人数达到 638 人，同比+54.48%。3) 2023Q1 公司投资净收益和公允价值变动净收益分别为 411 和 578 万元，2022Q1 分别为-9 和 0 万元，均对实际利润表现产生明显的正向作用。看好 2023 年激光行业复苏，新品扩张公司具备长期成长逻辑。2023 年 3 月 PMI 指数为 51.9，连续三个月超过荣枯线，制造业景气复苏迹象明显，激光作为通用细分赛道，同样受益于制造业复苏，我们预计需求有望持续改善。中长期看，工业软件视角下，公司具备长期成长逻辑，以焊接机器人为例，我们预计国内潜在市场规模超过 200 亿元；公司已完成龙门机器人九轴插补算法开发、机器人离线编程软件 demo、基础的机器人控制系统等，并形成一定销售规模，后续将彻底打开公司成长空间。超高精密驱控一体研发项目有助于弥补公司相关技术领域空缺，为公司未来产业布局奠定基础。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 6.96、9.31、11.81 亿元，当前市值对应动态 PE 为 40/30/24 倍，基于公司激光切割的市场竞争力，以及拓品类能力，维持“买入”评级。风险提示：盈利能力下滑，新品产业化进展不及预期，竞争加剧等。

(证券分析师：周尔双 证券分析师：黄瑞连)

### 海力风电 (301155)：22 年报及 23 年一季报：23Q1 业绩符合预期，海风需求回暖业绩弹性高

投资要点 事件：公司发布 22 年报及 23 年一季报。22 年营收 16.3 亿元，同降 70.2%；归母净利 2.05 亿元，同降 81.6%；其中 22Q4，营收 4.6 亿元，同/环比-57%/-11%；归母净利-0.36 亿元，同/环比-118%/-171%；23Q1 营收 5.0 亿元，同/环比+227%/8%；归母净利 0.8 亿元，同/环比 7.2%/322%。22Q4 减值致亏损、23Q1 业绩符合预期：22 年海桩&海塔出货 18 万吨左右，由于抢装潮后周期市场需求阶段性不足，平价元年价格有所下降，同时抢装潮期间已完工项目结算进度影响了应收账款及合同资产的账龄，计提减值准备 1.47 亿元，导致 22 年业绩同比下滑明显，其中 22Q4 出现亏损。若剔除减值影响，测算全年吨净利 800 元+，其中 22Q4 约 700 元/吨。23Q1 出货约 6.3 万吨（单桩 5.5，塔筒 0.8），测算吨净利 690 元+，环比基本持平。风场投资收益 1600 万，系参股风电场中，个别风场暂估发电量偏低导致少计收益以及个别分电场利用小时数较低，4 月情况已好转。全年预计出货 50-60 万吨，随着全国海风项目开工，供需改善有望涨价，盈利逐季提升。塔桩产能持续扩张迎接海风高成长：公司在江苏南通如东和启东、盐城滨海、山东东营和威海乳山，海南儋州等沿海省市布局产能基地，预计 23/24 年底名义产能超 100/150 万吨，其中通州湾、启东和海南基地为自有码头，如东小洋口、威海乳山、盐城滨海的基地拥有码头控制权；盐城大丰和山东东营的码头系租用。自有码头和拥有控制权的码头成本优势明显。随着新扩基地有序投产，市占率将持续提升，最纯海风标的有望充分受益行业高成长。盈利预测与投资评级：公司是海桩/塔龙头，海风行业高成长背景下，我们预计 2023-2025 年归母净利润分别 7.98/11.98/15.56 亿元，同比 +289%/50%/30%，对应 PE 21/14/11 倍。公司是最纯海风标的，给予 2023 年 30 倍 PE，目标市值 240 亿，维持“买入”评级。风险提示：风电装机不及预期、产能扩张不及预期、原材料价格短期快速上涨、发电量不及预期。

(证券分析师：曾朵红 证券分析师：陈瑶)

### 中国平安 (601318)：2023 年一季报点评：新准则正面影响超预期，

### 价值拐点确认

**投资要点** 事件：中国平安披露 2023 年一季报：实现归母营运利润（OPAT）413.85 亿元，同比下滑 3.4%；实现归母净利润 383.52 亿元，同比大幅增长 48.9%（已追溯同期口径），净利润与 OPAT 差异系短期投资波动（-32.08 亿元），1Q23 寿险、财险、银行、资管、科技分部归母营运利润同比增速为 -2.1%、45.9%、13.6%、-49.4% 和 -74.8%，占比为 68.0%、10.9%、20.4%、3.2% 和 1.7%。净利润增速超出市场预期，新准则影响整体偏正面超出预期。新准则下追溯调整同期业绩。对 1Q22 归母净利润，由 206.58 亿元追溯调增至 257.58 亿元；对归母营运利润，由 430.47 亿元小幅调降至 428.52 亿元。2022 年末归母净资产由 8586.75 亿元小幅追溯上调至 8691.91 亿元，新准则有利于利润和净资产释放，得益于公司已于 2018 年初实施新金融工具会计准则，新准则实施追溯调高同期基数主要系新旧准则对折现率使用变化以及新增具有直接参与分红特征的保险合同计量方法降低对净利润的波动。我们搭建了新准则下利源分析框架，投资利差贡献扭亏为盈是当期净利润提升的核心。1Q23 新准则下产寿险净利润合计增长 94%，其中 1Q23 寿险净利润同比增长 106%，得益于“利差”由亏转盈至 4.26 亿元，寿险承保利润贡献同比下降 7%，预计受当期摊销的保险服务收入同比减少所致；1Q23 财险净利润同比增长 46%，虽然承保利润同比大幅下降 58%，但得益于财险“利差”同比大幅增长 365% 至 35.52 亿元。公司整体保险业务承保利润贡献净利润达 86.7%。寿险新业务价值拐点显现。1Q23 公司实现 NBV 同比增长 8.8%（可比口径同比增速达 21.1%，系 2022 年末调整更为谨慎的精算假设），归因来看 NBV-FYP 同比大幅增长 27.9%，得益于疫后居民保费消费稳步恢复；NBV-Margin 同比下降 3.7 个 pct. 至 20.9%，价值率承压主要系在利率下行和理财波动大环境下保本的储蓄型业务占比提升所致。公司坚定实施“4 渠道+3 产品”战略，改革成效逐步显现，期末个险队伍较上年末下滑 9.2% 至 40.4 万人，但 1Q23 人均产能同比提升 37.2%，人均收入同比增速超过 10%。1Q23 公司银保、社区网格及其他等渠道在对 NBV 贡献达 16.9%。信保业务敞口仍未完全出清。1Q23 平安产险实现保险服务收入 763.12 亿元，同比增长 7.1%（旧准则下原保费收入 769.58 亿元，同比增长 5.4%，其中车险/非车/意健险业务增速分别为 6.2%/7.9%/-6.5%）。1Q23 综合成本率（COR）同比上升 2.0 个 pct. 至 98.7%（基于旧准则 1Q23COR 为 99.8%，同比上升 3.0 个 pct.），主要是保证保险业务赔款支出上升。权益市场回暖，单季 ROE 达 4.3%。1Q23 年化净/总投资收益率为 3.1%/3.3%，同期为 3.3%/2.3%。不动产投资余额在总投资资产中占比 4.6%（2022:4.8%），期末归母净资产较年初增长 5.2% 至 9143.32 亿元。盈利预测与投资评级：维持盈利预测。预计 2023-25 年归母营运利润为 1569、1685 和 1785 亿元，同比增速分别为 5.7%、7.4% 和 5.9%，维持“买入”评级。风险提示：长端利率持续下行，保障型产品需求复苏放缓。

（证券分析师：胡翔 证券分析师：葛玉翔 证券分析师：朱洁羽）

### 佐力药业（300181）：2022 年报及 2023 一季报点评：乌灵胶囊稳定高增长，灵泽片等新品放量

**投资要点** 事件：公司 2022 全年实现营业收入 18.05 亿元（+23.9%），归母净利润 2.73 亿元（+52.2%），扣非归母净利润 2.65 亿元（+52.9%），经营性现金流净额 3.19 亿元（+26.5%）；公司 2023 年一季度实现营收 4.96 亿元（+12.8%），归母净利润 0.97 亿元（+41.8%）；业绩符合预期。单季度业绩保持高增速，盈利能力不断加强：单季度看，2022Q4

收入和归母净利润同比增速分别为 22.9%和 52.5%，环比增速分别为 3.6%和 5.7%，业绩保持快速增长。随着公司渠道改革的推进，销售费用率不断优化，2022 年销售费用率为 46.03% (-2.58pct)，销售净利率增加 2.65pct 至 15.82%，盈利能力不断加强。乌灵和灵泽业绩符合预期，长期看好乌灵和灵泽的增长动力：乌灵胶囊是公司的独家品种，主要成分为具有高生产壁垒的乌灵菌粉，是公司核心产品之一，2022 年在疫情影响下收入保持 23.5%的增长。长期来看，乌灵胶囊不断开拓新适应症，已开展帕金森病、冠心病、功能性胃肠病等新适应症临床研究，且开始老年痴呆（AD）等临床前研究；随着公司深入对乌灵胶囊药理和作用机制的研究，并联合知名医院开展高等级的循证医学研究，未来新适应症拓展空间大。目前乌灵胶囊医疗机构覆盖过万家，且在院外渠道共同发力，覆盖率不断上升；预计 2023-2024 年收入保持 25%增长。灵泽片 2022 年收入同比增长 68%，实现高速增长，且未来医院拓展潜力大，2022-2024 年预计保持 40%年复合增速。百令片短期受影响，广东北京集采有望加速拓展，配方颗粒将迎来放量：百令片 2022 年受到湖北未中集采影响，收入下降 3.2%，随着广东和北京地区集采在 2023 年执标，有望进一步扩大市场份额。中药饮片和配方颗粒是国家重点支持领域，中药饮片不受涨价影响；截至 2022 年报，公司配方颗粒已储备 251 多个国标备案，且开始多省份备案，产能上公司已建设完成 800 吨的有效产能，估计 2023、2024 年实现快速放量。盈利预测与投资评级：考虑到未来其他省市集采的潜在影响，我们将 2023-2024 年归母净利润 3.8/5.1 亿元的预期调整为 3.7/5.0 亿元，预计 2025 年归母净利润为 6.5 亿元，2023-2025 年 P/E 估值分别为 26/20/15X；基于公司 1) 乌灵胶囊持续放量，2) 灵泽片进入放量期；维持“买入”评级。风险提示：集采风险；产品销售不及预期；研发不及预期。

（证券分析师：朱国广 证券分析师：周新明 证券分析师：徐梓煜）

### 盛美上海（688082）：2023 年一季报点评：业绩实现高速增长，股权激励利好未来发展

事件：公司发布 2023 年一季报、股权激励计划草案。收入端实现高速增长，合同负债环比进一步提升 2023Q1 公司实现营业收入 6.16 亿元，同比+74.09%，延续高速增长态势，主要系公司在手订单充足，订单加速交付确认，同时 2022Q1 受上海疫情影响收入基数较小。分产品来看，半导体清洗设备延续快速增长态势，电镀、立式炉管、无应力抛铜等新品市场开发取得显著成效、新产品得到客户认可，销量持续快速增长。截至 2022Q3 末，公司在手订单 46.44 亿元，同比+105%。截至 2023Q1 末，公司合同负债 9.44 亿元，环比+14.84%，创历史新高，进一步验证公司在手订单持续增长。根据公司此前披露的 2023 年度经营业绩预测，2023 年公司营业收入为 36.5 至 42.5 亿元，同比+27%-48%，延续高速增长。毛利率大幅提升叠加费用率下降，2023Q1 盈利水平同比大幅改善 2023Q1 公司实现归母净利润 1.31 亿元，同比+2937.19%，实现扣非归母净利润 1.09 亿元，同比+360.26%，归母净利率和扣非后归母净利率分别为 21.26%和 17.64%，分别同比+20.04pct 和+10.97pct，盈利能力大幅改善。1) 毛利端，2023Q1 公司整体毛利率为 54.61%，同比+7.45pct，我们推测主要受益于产品结构优化和规模化降本效应。2) 费用端，2023Q1 公司期间费用率 33.51%，同比-6.48pct，其中研发费用率同比-6.89pct，2022 年末研发人员达 519 人，同比+32.74%，小于营收增速，规模效应显现。此外，2023Q1 公司加大新品研发力度，相关研发物料投入明显增加。3) 2023Q1 公

司因持有交易性金融资产股价变动导致的公允价值变动损益为 1981 万元，而 2022Q1 公允价值变动为-2450 万元，公允价值变动损益大幅增长，一定程度增厚了 2023Q1 净利润。 2023 股权激励草案落地，利好公司长远发展 公司发布股权激励草案，拟向激励对象共计 515 人授予 1331 万股限制性股票，约占本激励计划草案公告时公司股本的 3.07%。1) 本激励计划涉及的激励对象占公司全部职工人数的 42.95%，激励覆盖范围较广；2) 本激励计划授予的限制性股票考核年度为 2023-2026 四个会计年度，每个会计年度考核一次。根据各考核年度所使用的营业收入增长率累计值(A)、各考核年度的专利申请数(B)进行考核，确定各年度的业绩考核目标对应的公司层面归属比例，同时设定个人层面绩效考核要求，考核指标设定具有良好的科学性和合理性。3) 2023-2027 年股权激励成本摊销为 2.01/2.51/1.35/0.67/0.18 亿元，整体费用相对可控。 海外市场快速拓展，PECVD、涂胶显影设备打开成长空间 公司在稳固清洗设备国内龙头地位的同时，海外市场扩张快速推进。1) 清洗设备：2021 年 10 月获全球主要半导体制造商的 Ultra C SAPS 前道清洗设备 DEMO 订单，2021 年 12 月获美国一家主要国际半导体制造商的两份 Ultra C SAPS V 的 12 腔单片清洗设备订单，2023 年 2 月再获欧洲一家全球半导体制造商的单片 SAPS 兆声波清洗设备订单。2) ECP 电镀设备：2021 年 10 月获亚洲某主要半导体制造商 DEMO 订单。 此外，2022 年 11-12 月公司先后推出涂胶显影、PECVD 设备，完善产业布局，使产品覆盖市场规模翻倍以上增长。1) PECVD 设备：我们预计 2023 年全球和中国大陆半导体 PECVD 设备市场规模分别为 86 和 30 亿美元。2022 年 12 月公司正式推出拥有自主知识产权 Ultra Pmax PECVD 设备，打开成长空间。2) 涂胶显影设备：据 Gartner 数据，2022 年全球涂胶显影设备市场规模将达 37 亿美元。2022 年 12 月公司正式推出 12 英寸涂胶显影设备，其中首台 ArF 涂胶显影设备 Ultra LITH 已经正式出机，同时将于 2023 年推出 I-line 型号设备，并且开始着手研发 KrF 型号设备。 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 年公司归母净利润预测为 9.25、12.11 和 15.51 亿元，当前市值对应动态 PE 分别为 52、40、31 倍，维持“增持”评级。 风险提示：下游资本开支不及预期、新品拓展不及预期等。

(证券分析师：周尔双 证券分析师：黄瑞连)

**伊之密(300415)：2023 年一季报点评：业绩基本符合预期，看好顺周期背景下业绩逐步修复**

投资要点 弱复苏背景下业绩略有下滑，看好后续恢复性增长：2023Q1 公司实现营收 8.55 亿元(同比-4.9%)，归母净利润 0.90 亿元(同比-18.8%)，扣非归母净利润 0.82 亿元(同比-18.8%)，业绩基本符合预期。我们判断公司 2023Q1 业绩略有下滑主要系：1) 2022Q1 基数较高；2) 弱复苏背景下，注塑机行业需求回暖未达预期。我们预计随着制造业复苏及公司注塑机&压铸机产能释放，公司 2023 年业绩有望恢复性增长。 销售毛利率基本保持稳定，规模效应略降导致费用率有所上升：2023Q1 公司销售毛利率为 32.3%，同比-0.5pct，基本保持稳定。在短期行业竞争仍较为激烈的背景下，毛利率回升仍有待观察；销售净利率为 11.0%，同比-1.5pct，我们判断公司销售净利率略有下滑主要系规模效应略降导致费用率有所上升。2023Q1 公司期间费用率为 21.6%，同比+2.8pct，其中销售/管理(含研发)/财务费用率分别为 9.9%/10.8%/0.9%，同比分别+1.7pct/+1.45pct/-0.3pct，此外，2023Q1 公司经营性现金流为-1.56 亿元，主要系公司投放产能



增加采购额所致；存货 15.0 亿元，同比+9.1%；合同负债 4.6 亿元，同比+24.6%，在手订单较为充足。高研发投入提升产品竞争力，产能扩张保障公司未来成长性：公司持续加码研发，推动产品逐步高端化。2022 年，公司研发支出 1.8 亿元，占营收比重 4.9%，同比+0.5pct。主要研发项目“新能源汽车结构件一体化压铸成型解决方案”已出样机，目前处于调试、试模阶段；“超大型高端注塑成型装备的关键技术研究及产业化”项目研发的超大型二板式注塑机目前已交付给客户。公司持续扩张产能，保障公司未来高成长性。1) 注塑机领域：印度古吉拉特邦工厂于 2022 年 10 月正式投产，该工厂全面达产后年度产能可达 2000 台；五沙第三工厂于 2022 年 12 月正式投产，全面达产后预计能为公司注塑机产品线新增年度产能 25 亿元。2) 压铸机领域：公司超重型压铸机厂房已于 2022 年 12 月建成投产，具备年生产大型和超大型压铸机 100 台的能力，新增压铸机年度产值超 10 亿元。盈利预测与投资评级：考虑到下游通用制造业持续复苏，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 5.58（维持）/7.35（维持）/9.46（维持）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：行业景气度不及预期、注塑机海外拓展不及预期、原材料价格上涨风险。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：罗悦）

### 天山股份（000877）：2023 年一季报点评：盈利底部已经确立，中期景气有望回升

**投资要点** 事件：公司披露 2023 年一季报。23Q1 实现营业总收入 223.8 亿元，同比-20.8%，实现归母净利润-12.3 亿元，同比转亏。水泥景气筑底，23Q1 收入同比-20.8%，毛利率同比-8.5pct：（1）23Q1 收入同比-20.8%，预计主要是水泥量价齐跌所致，一方面水泥均价大幅下降，根据数字水泥网，23Q1 全国 P.O42.5 水泥均价同比 22Q1 下降 86 元/吨，环比 22Q4 下跌 13 元/吨；另一方面疫情影响 1 月市场需求。（2）23Q1 公司毛利率为 10.3%，同比下降 8.5pct，环比下降 4.0pct，预计主要是水泥价格下跌以及单位固定成本偏高的影响。期间费用率有所上升，多重因素影响下净利润水平承压。（1）23Q1 单季期间费用率同口径同比提升 3.5pct 至 15.9%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同口径同比+0.3/+1.8/+0.7/+0.7pct。公司期间费用率同比出现提升，预计主要是由于销量下滑，单位固定费用大幅上升。（2）多重因素承压下公司 23Q1 单季实现净利润-14.1 亿元，净利率为-6.3%。经营性现金流逆势改善，资产负债率保持稳定。（1）23Q1 实现经营活动净现金流 14.6 亿元（去年同期-16.4 亿元），一方面因支付职工薪酬及税金减少所致，另一方面购买商品、接受劳务支付的现金降幅较大，或与错峰停窑力度较大有关；（2）23Q1 公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 39.3 亿元，同比+16.6%；截至一季度末公司带息债务为 1034 亿元，环比四季度末+80 亿元，资产负债率为 67.6%，环比四季度末+1.3pct，基本平稳。Q1 或为盈利底部，需求回升和行业自律改善有望推动水泥盈利修复。一季度错峰停产执行严格，奠定水泥价格反弹态势，但随着生产线开工率上行，库存回到上升趋势，价格逐步承压。中期来看，基建实物需求落地、房建需求企稳有望推动供需平衡继续改善，叠加行业竞合修复，区域自律增强，水泥主业盈利有望延续底部回升趋势。盈利预测与投资评级：行业供需平衡重建，景气底部回升，公司整合后精益生产、提效技改，可持续竞争力增强，盈利有望稳步改善。基于地产投资缓慢修复，煤价维持高位，我们调整公司 2023-2025 年归母净利润至 48.5/67.6/82.8 亿元，（预测前值为 55.5/78.5/82.8 亿元），4 月 26 日收盘价对应市盈

率 14.8/10.6/8.7 倍，维持“增持”评级。风险提示：水泥需求恢复不及预期；骨料业务扩张不及预期；房地产信用风险失控的风险；市场竞争加剧的风险。

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

### 国能日新 (301162)：2022 年年报和 2023 年一季度报点评：市占率持续提升，新业务快速拓展

事件：公司发布 2022 年年报和 2023 年一季度报，2022 年公司实现营收 3.60 亿元，同比增长 19.78%；实现归母净利润 6708.21 万元，同比增长 13.36%。2023 年一季度公司实现营收 0.82 亿元，同比增长 35.82%；归母净利润 0.10 亿元，同比增长 96.01%，2023 年一季度报超市场预期。

投资要点 营收和利润稳健增长，毛利率持续提升：公司 2022 年和 2023 年一季度业绩持续高增长，分业务来看，2022 年新能源发电功率预测产品实现营收 2.60 亿元（同比+30.49%），毛利率 67.50%（同比+3.64pct）；新能源并网智能控制产品实现营收 0.55 亿元（同比+16.29%），毛利率 61.27%（同比-0.90pct），新能源新增装机规模快速提升和公司产品的持续创新驱动公司业绩和现金流保持稳健增长，经营活动净现金流达到 0.59 亿元，同比增长 34%。

新能源发电功率预测业务市占率持续提升：2022 年公司服务的新能源电站数量已增至 2,958 家，2022 年净新增电站用户数量达到 559 家，替代友商获得的电站客户数达到 276 家，市占率持续提升，存量客户数量占比提升带动新能源发电功率预测业务毛利率持续增长。此外，公司紧跟电网政策需求，完成多项升级改造工程，2022 年实现功率预测省级改造收入 0.61 亿元，同比增长 205%。

新业务快速拓展：在储能智慧能量管理系统业务方面，公司储能智慧能量管理系统于 2022 年正式推出向市场销售，后续将持续完善省级。在虚拟电厂业务方面，公司于 2022 年 6 月设立控股子公司国能日新智慧能源参与虚拟电厂运营业务的市场主体，该子公司已通过西北电网聚合商响应能力技术测试，具备了参与西北省间调峰辅助服务市场的技术条件。在电力交易方面，公司成功研发电力交易辅助决策支持平台(2.0 版本)，为新能源发电集团、场站提供中长期交易等整体的申报建议和分析复盘，公司电力交易相关产品已完成在山西、甘肃、山东和内蒙古四个省份的布局。2022 年公司其他产品与服务—新产品（电力交易、储能、虚拟电厂）实现营收 0.11 亿元，同比增长 93%，公司前期技术和产品布局充分，我们预计 2023 年公司新业务将持续快速成长。

盈利预测与投资评级：考虑公司持续加大研发投入，我们将公司 2023-2024 年 EPS 预测由 1.59/2.22 元下调至 1.34/1.86 元，预测 2025 年 EPS 为 2.47 元。我们看好公司存量客户数量持续提升带来稳定现金流，看好随着能源信息化发展公司新业务加速成长，维持“买入”评级。风险提示：行业竞争加剧，政策推进不及预期。

(证券分析师：王紫敬 研究助理：张文佳)

### 华策影视 (300133)：2022 及 23Q1 业绩点评：一季度业绩复苏，AI 赋能海量版权

投资要点 事件：公司发布 2022 年年报及 2023Q1 季报。2022 年公司营业收入 24.75 亿元 (YoY-34.99%)，归母净利润 4.03 亿元 (YoY+0.58%)。收入下滑主要由于影视剧项目开发进度受国内外经济环境冲击，但公司坚持聚焦头部作品、优化项目成本，实现了归母净利润和扣非净利润同比增长。2023Q1 营业收入 9.64 亿元 (YoY+104.83%)，归母净利润 1.47 亿元 (YoY+28.95%)。主要确认收入的项目有电视剧《去有风的地方》《春日暖阳》《请和这样的我谈

恋爱吧》，以及参投电影《流浪地球 2》（春节档票房亚军，累计票房 40.24 亿元）和《熊出没·伴我“熊芯”》（春节档票房季军，累计票房 14.87 亿元）。电视剧销售业务：2022 收入受疫情影响，而毛利率改善显著。2022 年公司电视剧销售业务营业收入 18.74 亿元（YoY-40.90%），毛利率 28.54%（YoY+8.33pct）。收入下滑主要由于 2022 年上半年国内疫情点状多发，对公司部分电视剧项目开机、拍摄、送审和取证进度造成不同程度的影响，原预计在上半年确认收入的部分项目延后至下半年。2022 年公司出品的电视剧《外交风云》《绝密使命》以及联合出品的《觉醒年代》均获得全国“五个一工程”优秀作品奖、“飞天奖”和“金鹰奖”。《我们这十年》在全国四家卫视、五家新媒体平台同步播出，获国家广电总局多次表彰。系列古装剧《与君初相识》《恰似故人归》成为优酷首个热度值过万剧集，创平台电视剧热度、会员转化率新纪录；都市偶像剧《两个人的小森林》成为优酷首部热度值破万的都市爱情剧；《凭栏一片风云起》多次蝉联省级卫视收视第一；《追光者》《我可能遇到了救星》《向风而行》等剧持续掀起追剧热潮。2023 年公司已播出的电视剧项目有《向风而行》《去有风的地方》《春日暖阳》《春闺梦里人》。其中《去有风的地方》由公司和瞰心晴工作室联合出品，并于 2023 年 4 月 7 日登陆 Netflix 平台。电影销售业务：公司项目储备丰富，受益于行业整体复苏。2022 年公司电影销售业务营业收入 4.15 亿元（YoY+37.18%），毛利率 43.39%（YoY+8.36pct）。公司自 2013 年布局电影业务，从进口引进、发行执行、联合发行逐步探索主控发行、参投、主投，业务稳健发展。2022 年公司主控主投电影《万里归途》累计票房收入 15.93 亿元，位居 2022 年票房排行榜 TOP5，被评为 2022 年豆瓣高分电影；《反贪风暴 5》获得内地影史元旦档犯罪片票房冠军、内地影史元旦档犯罪片总场次冠军；此外还上线了文艺片《如果有一天我将会离开你》《我要和你在一起》，及动画片《快递特工队》《小老鼠雷迪克》（第三季）等。2023 年公司在电影项目方面有丰富的项目储备，多部影片在后期制作中。过去三年里，受宏观因素影响，公司策略性放缓投入节奏。2023 年公司会通过主投参投结合，继续深耕电影市场。参投电影《流浪地球 2》获 2023 年春节档票房亚军，累计票房 40.26 亿元，《熊出没·伴我“熊芯”》获 2023 年春节档票房季军，累计票房 14.92 亿元，凸显了公司在 IP 发掘和评估方面的核心能力。公司主控项目《我的朋友安德烈》已于 2023 年 1 月 18 日杀青，该电影根据双雪涛小说改编，由董子健导演，刘昊然、董子健主演。战略业务：与影视剧业务协同发展，打开成长空间。①国际业务方面，公司进一步提升影视版权营销能力，拓展国际新媒体运营业务，Youtube 平台粉丝数突破 1500 万，三大 SNS 平台（Facebook、Twitter、Instagram）粉丝数突破 1700 万，实现广告分账收入超 400 万美元。②艺人经纪业务协同赋能公司内容主业效果显著，降低主业项目成本的同时，超额完成了年度目标。③新业务方面，探索了宇宙数字藏品、视频彩铃等具有高潜力方向，丰富了 IP 变现途径。公司已打造完整的版权运营管理平台，已拥有 574 个在存 IP（包括 33 部电影、34 部网络电影和 248 部电视剧），合计约 3 万小时。在版权管理上建立了可确权可持续售卖的资产管理平台，包含 IP 数据库、影视版权库、游戏&音乐版权库及其他衍生产品库；打造了智能运营体系，形成了版权到期预警、挖掘沉没版权、全版权开发运营、版权保护与维权等一系列核心功能。未来将进一步嫁接合作伙伴的科技赋能，创新商业模式，构建影视素材版权运营平台。AIGC：探索精品影视内容的规模化生产，赋能全生产链路。2023 年 AIGC 技术给影视内容创作领域的生产模式、应用场景、变现

手段等变革带来机会，有利于实现全行业的提效降本和 IP 价值提升。公司长期坚持科技与影视的融合发展，早年已设立大数据中心，创建了影视工业化流程体系，实现了精品内容的规模化生产。2022 年，公司进一步提高战略站位，设立了科技数字增长中心，推进包括正版影视素材库、版权系统建设与升级、数字资产管理系统等的建设，为未来基于海量影视素材实现新技术应用落地奠定了基础。外部合作方面，公司已开通了 ChatGPT 的使用权限，应用于日常工作。公司已全面接入百度文心一言，将和包括百度在内的战略合作伙伴们共同将 AIGC 技术应用于内容创意、内容制作、内容宣发等影视生产全链路。公司将以科技化数字化赋能产品创新，提升生产效率，在技术与内容融合中找到新的价值增长点，充分利用 AIGC 技术提升影视行业全管线效率，包括影视剧本创作、AI 换脸及换声、场景及分镜制作、数字人模拟虚拟角色、预告片剪辑、特效处理、AI 海报制作等。盈利预测及投资评级：考虑到 AIGC 布局或导致近期研发费用率上升，但对长期收入有正面影响，我们将 2023-2024 年公司 EPS 从 0.29/0.32 元调整为 0.27/0.33 元，并预计 2025 年公司 EPS 为 0.38 元，当前股价对应 2023-2025 年 PE 为 34/28/24X，看好公司成长逻辑，维持“买入”评级。风险提示：政策风险、行业竞争、项目进度不及预期。

(证券分析师：张良卫 证券分析师：周良玖)

#### 广州酒家 (603043)：2023 年一季报点评：收入超预期，复苏逻辑持续验证

事件：公司 2023Q1 营收 9.2 亿元 (yoy+23.1%，较 19Q1 增长 72.7%)，实现归母净利润 0.7 亿元 (yoy+31.9%，较 19Q1 增长 52.2%)，扣非归母净利润 0.7 亿元 (yoy+29.8%)。得益于餐饮业务收入复苏&减亏，2023Q1 经营表现超预期。分产品来看：1) 月饼营收 1130 万元 (yoy+41.6%)；2) 速冻食品营收 3.1 亿元 (yoy+12.3%)；3) 其他食品营收 2.5 亿元 (yoy+7.9%)；4) 餐饮营收 3.4 亿元 (yoy+55.1%)，主要系餐饮和旅游市场持续恢复，推动餐饮春节旺季迅速回暖。分月份来看，2023 年 1-2 月营收 6.43 亿元 (yoy+12.1%)，归母净利润 5948 万元 (yoy+33.8%)。2023 年 3 月实现营收 2.77 亿元 (yoy+59.4%)，主要得益于低基数效应叠加餐饮端修复，归母净利 977 万元 (yoy+21.2%)。经销商渠道不断优化，省内外经销商数量均有增长。从渠道看：2023Q1 直销 5.2 亿元 (yoy+40.6%)，经销渠道营收 3.9 亿元 (yoy+6.9%)，截至 2023Q1 经销商数量共 1048 家，环比 2022Q4 净增 8 家。2) 从区域看：公司深耕大湾区市场，2023Q1 广东省内销售额 7.8 亿元 (yoy+27.9%)，境内省外实现收入 1.2 亿元 (yoy+7.2%)。毛利率回暖，费控稳健。公司 2023Q1 整体毛利率 32.4% (yoy+2.1pct)，预计与原材料成本下行有关。2023 年 Q1 销售费用率、管理费用率分别为 10.2% (同比+0.7pct)、9.1% (同比-0.1pct)。盈利预测与投资评级：2023 年为公司复苏之年，1) 月饼：2023 年中秋国庆相连月饼大年叠加经济复苏，公司中高端产品力领先，应节食品有望快速增长。2) 速冻：全国市场持续扩张叠加梅州产能释放，创收增利，平滑淡季业绩波动。3) 餐饮：门店经营快速复苏，高经营杠杆下业绩复苏弹性可期。4) 原材料压力有望逐步下行，公司利润率将迎修复。我们维持 2023-25 年归母净利润预期 7.4/8.5/9.7 亿元，同比增速 42/15/14%，当前对应动态 PE 为 23/20/18x。我们期待 2023 年供需共振之下的业绩快速修复。中长期公司全国化扩张可期，业绩成长确定性较强，维持“买入”评级。风险提示：疫情反复，月饼&速冻食品经营不及预期，行业竞争加剧。

(证券分析师：汤军 证券分析师：李昱哲)

### 长华集团 (605018): 2022 年年报及 2023 年一季报点评: 新能源占比提升, 新产品期待放量

**投资要点** 公告要点: 公司公布 2022 年年报及 2023 年一季报, 2022 年年报业绩符合我们预期, 2023 年 Q1 业绩低于我们预期。2022 年实现营收 18.35 亿元, 同比+22.66%; 实现归母净利润 1.1 亿元, 同比-29.75%; 实现扣非归母净利润 1.03 亿元, 同比-29.99%。2022 年 Q4 实现营收 5.59 亿元, 同比+22.15%, 环比+9.10%; 实现归母净利润 0.43 亿元, 同比+1.30%, 环比+18.80%; 实现扣非归母净利润 0.41 亿元, 同比+12.81%, 环比+20.06%。2023 年 Q1 实现营收 3.83 亿元, 同比-14.36%, 环比-31.51%; 实现归母净利润 0 亿元, 实现扣非归母净利润-0.05 亿元。 新能源收入占比持续提升, 铝铸件产品期待放量。客户结构优化, 新能源客户放量对冲核心客户销量下滑压力, 2022 年公司核心客户东风本田/广汽本田产量同比-13.2%/-2.3%, 公司通过开拓新客户实现收入逆势增长, 其中新能源产品+新能源于燃油车共用产品收入为 5.69 亿元, 同比+28.7%, 营收占比为 31%, 同比+1.4pct。2023 年 Q1 乘用车市场竞争格局进一步恶化, 东风本田/广汽本田产量同比-43.9%/-37.0%, 导致公司营收同环比下滑。公司现阶段产品以紧固件和冲焊件为主, 一体化铝压铸新业务已经导入 4000T 全自动压铸生产线, 已试生产出相关样品, 能够与公司原有产品产生协同集成销往下游客户, 有望今年实现放量。 下游需求不足+新产能爬坡+原材料价格居高叠加导致盈利承压。2022 年公司毛利率为 15.0%, 同比-6.75pct, 2023 年 Q1 毛利率为 12.81%, 同环比-6.0pct/-2.4pct, 公司盈利能力下滑主要受以下因素影响: 1) 核心客户销量不及预期, 投放产能无法完全释放; 2) IPO 募投项目尚处爬坡期, 无法产生规模效应; 3) 原材料价格居于高位, 2022 年直接成本占营业成本比重 62%, 同比+7.2pct, 主要因为钢材价格仍处于历史高位水平。新产能逐步达产叠加铝铸件新产品逐步放量能够有效分摊固定成本实现规模效应, 长期维度公司盈利中枢有望得到修复。 盈利预测与投资评级: 考虑到公司新投放产能利润释放需要时间, 新业务短期盈利能力可能不佳, 我们将公司 2023-2024 年营收从 25.1/29.8 亿元下调为 22.0/26.2 亿元, 2025 年营收为 30.1 亿元, 同比分别+20%/+19%/+15%, 归母净利润从 2.6/3.1 亿元下调至 1.8/2.3 亿元, 2025 年归母净利润为 2.8 亿元, 同比分别+62%/+31%/+19%, 对应 PE 为 27/20/17 倍, 维持“买入”评级。 风险提示: 核心客户销量不及预期, 新产品开发不及预期

(证券分析师: 黄细里)

### 恺英网络 (002517): 2022 年年报&2023Q1 季报点评: 业绩符合预期, 传奇龙头再起航, 前瞻布局 AI 及元宇宙

**投资要点** 事件: 2022 年公司实现营业收入 37.26 亿元, yoy+56.84%, 归母净利润 10.25 亿元, yoy+77.76%, 扣非归母净利润 9.56 亿元, yoy+105.97%。2023Q1 公司实现营业收入 9.55 亿元, yoy-7.20%, qoq+6.07%, 归母净利润 2.90 亿元, yoy+16.72%, qoq+160.72%, 扣非归母净利润 2.86 亿元, yoy+18.82%, qoq+156.48%, 业绩符合我们预期。 业绩延续高增长态势, 传奇品类优势持续获验。公司 2022 年营收、归母及扣非归母净利润高增, 主要得益于《原始传奇》《热血合击》《蓝月传奇》等存量游戏长线运营稳定, 《天使之战》《永恒联盟》等新游流水表现出色, 公司于传奇奇迹品类的研运优势持续验证。2023Q1 营收同比下滑 7.20%, 我们认为主要系去年同期《天使之战》上线, 上线初期流水表现出色, 贡献较大营收增量; 环比增长 6.07%, 我们认为主要系存量游戏流水稳健, 新游《新倚天屠龙记》

于 2022 年 11 月 23 日上线贡献营收增量。此外，随着新游《天使之战》《永恒联盟》等新游步入流水成熟期，利润将稳步释放，对应 2023Q1 公司归母及扣非归母净利润同比稳健增长，环比高速增长。传奇奇迹类筑基，扩张品类及出海探寻增量。公司拥有传奇奇迹品类多年的研发、运营经验，已积累了深厚的行业资源，我们认为公司已于该赛道建立起独有的竞争壁垒，看好公司每年稳定推出数款传奇奇迹类产品，奠定业绩基本盘。同时公司积极探索创新品类以破圈，截至 2023Q1 储备有放置卡牌游戏《龙神八部之西行纪》（有版号）、剑侠 IP《仙剑奇侠传：新的开始》（有版号）、3D 回合制 MMORPG《石器时代：觉醒》（有版号）等产品。此外，公司将研发、发行与投资三线并行，探索出海增量市场。我们认为公司传奇奇迹类优势突出，基本盘较为稳固，期待公司于创新品类及出海方面取得突破，打开业绩弹性空间。探索 AI 布局元宇宙，蓄力长期增长。公司积极探索 AIGC 助力游戏制作，赋能游戏图像生成、内容研发、多样性玩法等。公司已与复旦大学签署合作协议，将在自研斗罗大陆 IP 手游中应用 AIGC 和 AINPC 技术。同时公司前瞻布局 VR 游戏和数字人两大元宇宙板块，已有一款动作竞技类 VR 游戏在研。我们看好公司积极探索布局前沿技术，蓄力长期发展，有望迎来多重利好催化。盈利预测与投资评级：我们维持 2023-2024 年并新增 2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年 EPS 分别为 0.64/0.78/0.94 元，对应当前股价 PE 分别为 26/21/18 倍。我们看好公司稳存量、拓增量，布局前沿技术有望迎来多重利好，维持“买入”评级。风险提示：新游上线不及预期，行业监管趋严，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）

#### 力量钻石（301071）：2023 年一季报点评：归母净利润同比下滑 26%，静待下游需求恢复

**投资要点** 归母净利润 7461 万元，同比下滑 26%。：2023 年 Q1 收入 1.64 亿元，同比下滑 14.2%，归母净利润 7461 万元，同比下滑 26.2%，实现扣非归母净利润 6324 万元，同比下滑 35%，其中非经常项目主要为投资收益 971 万元。经营性现金流净额 3743 万元，同比下滑 56%。受到产品出厂价格的波动影响，2023Q1 公司毛利率和净利率有一定下滑：2023 年 Q1 公司毛利率 53%，同比下滑 16pct，销售净利率 45.39%，同比下滑 7pct，主要因为公司产品的出厂价格受海外需求扰动有一定波动。公司成立海南力量有限公司，加大零售端布局。公司拟出资 1 亿元成立全资子公司“海南力量钻石有限公司”，在海南投资设立自有品牌，进入培育钻石零售领域，在全球市场推广培育钻石产品，助力公司实现战略目标，即发展成为集培育钻石生产和零售为一体的全球领先的培育钻石企业。公司此前在下游端布局方面，2022 年公司在深圳成立了全资子公司深圳科美钻科技有限公司，与潮宏基等合作参与创建并运营培育钻石饰品品牌，成立了生而闪耀科技（深圳）有限公司，同时成立了孙公司 LI LIANG DIAMOND USA INC，主要负责美国业务的拓展，我们预计未来公司在下游品牌端也将持续发力，有望打通上下游产业链，直接实现线下培育钻石零售端门店销售。盈利预测与投资评级：2023 年一季度公司业绩受到下游需求影响有一定扰动，我们下调公司 2023 年-2025 年归母净利润从 7.6 亿元/12.1 亿元/14.8 亿元至 5.5 亿元/7.1 亿元/9.3 亿元，最新收盘价对于 2023-2025 年 PE 分别为 22/17/13 倍，维持“买入”评级。风险提示：培育钻石扩产不及预期，海外需求不及预期等

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：周尔双）

### 香港交易所 (00388.HK): 2023 一季报点评: 投资收益高增创良好开局, 看好公司长期成长空间

**投资要点** 事件: 香港交易所发布 2023 年一季报, 2023 年一季度收入及其他收益同比+18.51%至 55.58 亿港元, 股东应占溢利同比+27.74%至 34.08 亿港元。投资收益创新高带动业绩高增, 主营收入下滑抵消部分增幅: 2023Q1, 港交所收入及其他收益同比+19%至 56 亿港元 (环比+7%), 股东应占溢利同比+28%至 34 亿港元 (环比+14%), 均为历来次高, 仅次于 2021Q1。1) 投资收益净额录得新高。2023Q1, 受益于港元及美元利率上升及市场行情回暖 (23Q1 恒指涨幅 3.13%, 22Q1 为-5.99%), 公司投资收益净额同比+2502%至 15.35 亿港元, 创季度新高, 其中公司资金的投资收益净额大幅扭正至 5.49 亿港元 (2022Q1 净亏损 1.04 亿港元)。2) 市场疲弱拖累公司主营业务收入走低。2023Q1, 香港市场交投情绪持续低迷, 联交所日均成交额同比-13%至 1278 亿港元, 沪深股通日均成交额同比-8%至人民币 970 亿元, 港股 IPO/再融资规模分别同比-55%/-58%至 66/265 亿港元。受此影响, 2023Q1 公司主营业务收入同比-13%至 40 亿港元, 其中交易费及交易系统使用费/上市费/结算及交收费/存管托管及代理人服务费分别同比-12%/-25%/-13%/-15%至 17/4/11/2 亿港元。衍生产品业务延续良好势头, 表现相对强韧: 1) 衍生产品市场规模稳健扩张, 期交所交易费收入维持增势。2023Q1 香港衍生产品市场需求延续扩张趋势, 港交所衍生产品合约日均成交张数同比+6%至 142 万张, 恒生国企指数期货、恒生科技指数期货、MSCI 中国净回报指数期货三项合约的单日成交量均于季度内创下新高。其中, 期交所衍生产品合约日均成交张数同比+7%至 75.3 万张, 带动期交所衍生产品合约交易费收入同比+4%至 3.8 亿港元。2) 衍生产品多样性再度丰富。2023Q1, 港交所继续加强 MSCI 衍生产品组合, 于季度内重新推出 MSCI 印度 (美元) 指数期货, 进一步配合了国际投资者的需要。盈利预测与投资评级: 基于宏观经济回暖预期以及公司 2023 年一季度经营情况, 我们调整 2023-2025 年股东应占溢利预测至 123.30/135.73/147.74 亿港元 (前值分别为 117.45/128.02/139.15 亿港元), 对应同比增速分别为 22.34%/10.08%/8.85%, 对应 2023-2025 年 EPS 分别为 9.72/10.71/11.65 港元, 当前市值对应 2023-2025 年 PE 分别为 33.42/30.36/27.89 倍。我们看好公司持续发挥自身“稀缺赛道+轻资产”运营模式的竞争优势, 在互联互通扩容、特专科技公司新上市制度等战略加持下开启全新增长周期, 维持“买入”评级。风险提示: 1) 互联互通机制运行不及预期; 2) 境内全面注册制推行致使交易所竞争加剧。

(证券分析师: 胡翔 证券分析师: 朱洁羽 证券分析师: 葛玉翔)

### 晶品特装 (688084): 2022 年年报和 2023 年一季报点评: 在手订单充足, 看好特种机器人龙头未来前景

事件: 公司发布 2022 年年度报告和 2023 年一季度报。2022 年公司实现营业收入 2.8 亿元, 同比下降 33.70%; 归属于上市公司股东的净利润 4533 万元, 同比下降 25.08%; 2023Q1 实现营收 1360 万元, 同比下降 55.17%; 归属于上市公司股东的净利润-1041 万元。投资要点在手订单充足, 主营业务保持稳定。2022 年归属于上市公司股东的净利润 4533 万元, 同比下降 25.08%, 主要系光电侦查相关产品的订单签订、交付和验收环节受疫情等宏观因素影响。2023Q1 实现营收 1360 万元, 同比下降 55.17%, 主要系宏观环境和春节期间影响, 产品延迟交付, 目前公司在手订单充足, 2023Q1 期末, 尚未确认收入的在手

订单金额约为 1.33 亿元，主营业务保持稳定可持续发展。 军用机器人占总营收的 65.6%，产品结构调整有望修复盈利。2022 年度，受最终客户军方的采购计划影响，军用机器人实现营收 1.74 亿元，同比增长 65.65%，占营收比重为 65.6%；光电侦察设备实现营收 5908 万元，同比下降 80.14%，占营收比重为 22.3%；技术服务实现营收 3186 万元，同比增长 140.59%，占营收比重为 12%。公司凭借多款型号在军队公开招标中排名第一的成绩积累了客户资源，因此前期受疫情影响较大项目将逐步修复，进而有望修复盈利水平。 以解决军事需求为导向，加强产品研发，提升核心竞争力。2022 年，公司研发费用为 4328 万元，同比增长 94.6%，系加大研发力度所致。在机器人方面，已自主开发出系列化（侦察/排爆/核化/作战）机器人、系列化轮式/履带式无人车，其中排爆机器人系公司第一大客户的主要采购产品。在光电探测方面，公司配合航天四院为某操控系统研发 AR 眼镜及配套部件，通过加强研发微小型高精度光电云台技术，多传感器融合探测技术等研发三轴双光模块，大幅提高光电侦察能力，扩展光电探测设备应用。 盈利预测与投资评级：基于十四五期间军工行业高景气，并考虑公司在特种机器人领域的龙头优势地位，预计 2023-2025 年归母净利润分别为 1.00/1.54/2.11 亿元；对应 PE 为 56/36/27 倍，维持“买入”评级。 风险提示：1) 下游需求及订单波动；2) 公司盈利不及预期；3) 市场系统性风险。

（证券分析师：苏立赞 证券分析师：钱佳兴 研究助理：许牧）

#### 上海瀚讯（300762）：2022 年年报及 2023 年一季报点评：Q1 营收同比增长 342.86%，经营有望逐步回暖

事件：公司发布了 2022 年年度报告和 2023 年一季度报。公司 2022 年实现营业收入 4.01 亿元，同比下降 45.07%。归属于上市公司股东的净利 8557.91 万元，同比下降 63.59%。2023Q1 实现营收收入 7718.30 万元，同比增长 342.86%，归属于上市公司股东的净利润-827.91 万元，同比增长 59.28%。 投资要点 第一季度营业收入同比增长 342.86%，经营情况有望逐步回暖。2022 全年公司营收大幅缩水，营业收入同比下降 45.07%、归母净利润同比下降 63.59%。在 2023 年第一季度，营收比去年同期增长 342.86%，归母净利润增长 59.28%。2022 年公司业务出现较明显波动，由于多重超预期因素影响了特种无线宽带通信装备的订货、交付和验收，致使公司整体经营业绩不及预期，今年已有回暖趋势。 科研占比 25.46%稳定提高，5G 小基站方面取得进展。公司在 2022 年研发投入为 1.37 亿元，占营业收入的 34%，较上年同期的 20.55%有所提高。2022 年度募投项目 5G 小基站的研发顺利，取得了相关的入网测试证和工信部合发的型号证，并完成了第一代一体化站的验证，通过了移动挂网试验，公司中标了多个行业 5G 项目，为公司拓展了新方向，工信部发布《工业和信息化部关于推动 5G 加快发展的通知》，明确提出要加快 5G 网络部署等新型基础设施建设，公司市场需求有望提高，经营情况有望改善。 顺应国家发展战略，获得军工项目扶持和政府补助。公司陆续被认定为高新技术企业、上海市创新型企业、上海市市级技术中心，上海市小巨人企业和国家规划布局内重点软件企业。根据公司 2023 年第一季度报告，2023 年 1-3 月公司计入当期损益的政府补助为 9762.19 万元，占营业收入的 12.63%，占归属于上市公司股东的净利润的 116.72%；计入当期现金流量的政府补助为 7736.19 万元，占经营活动产生的现金流量净额的 6.78%。公司获得政府的帮扶是其科技创新和研发投入的重要保障。 盈利预测与投资评级：基于公司军用宽带通信的领先地位，并考虑下



游装备的放量节奏，我们将 2023-2025 年归母净利润调整为为 2.57 (-1.36) /3.57 (-1.30) /4.65 亿元；对应 PE 分别为 30/21/16 倍，维持“买入”评级。风险提示：1) 下游需求及订单波动；2) 应收账款坏账风险；3) 客户集中度较高风险。

(证券分析师：苏立赞 证券分析师：钱佳兴 研究助理：许牧)

## 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>