

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2023-05-05

宏观策略

2023年05月05日

宏观点评 20230503: 加够了还是加多了? 美联储暂停加息那些事

与历史上美联储的暂停加息相比,这一次美联储在态度上是“有保留”的。既然加息已经告一段落,市场后续关注的焦点无疑是从“暂停加息”到离“降息”还有多远?对此,我们考察了1980年以来的八次美联储从暂停加息到开始降息的情景

宏观点评 20230503: 五一“爆款”、美国“暴雷”,后续市场怎么看?

中国的股市在第二季度破局的主要助力在在外资,那么五一的这颗“定心丸”份量究竟够不够?持续性还差火候!原因主要来自于三个方面,基本面方面,即使不去讨论五一旅游数据的质量,中美基本面差异出现不利的边际变化——中国制造业PMI跌破50,而美国PMI企稳且反弹特点可能在未来几个月内持续;情绪方面,市场在押注第二季度美国经济陷入衰退,而这一点很可能会落空;交易方面,做空美股的投机仓位偏重,而在当前外资似乎更偏好于通过购买受益于中国复苏的海外股票而非直接加码中国市场。

晨会编辑 曾朵红

执业证书: S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

固收深度报告 20230428: 转债行业图谱系列(六)——地产链之家居行业可转债梳理(上)

后市展望: 好客转债和江山转债表现或占优。

行业

保险II行业点评报告: 负债端复苏力度决定反弹高度,信心比黄金更珍贵

我们认为本轮保险股反弹的胜负手已不再是资产端,而是负债端,负债端复苏力度决定反弹高度,信心比黄金更珍贵。疫情三年以来,行业负债端持续低迷,2022年A股上市险企NBV仅为2019年的45.2%,若2023年恢复到2019年的50%,对应2023年NBV同比增速为10.5%;若2023年恢复到2019年的60%,对应2023年NBV同比增速为32.6%。低基数效应仍将延续至全年底。

工程机械行业 2022年报&2023年一季报总结: 内外销结构分化,行业景气有望逐步回暖

推荐标的 【三一重工】中国最具全球竞争力的高端制造龙头之一。全球化战略进入兑现期,公司出口板块为成长板块、周期较弱、利润率高于国内,分布估值下有望迎来估值中枢上移。国内市场低估期应享有更高估值,2023年起公司业绩有望开启筑底反弹,看好公司利润及估值双升。我们预计公司2023-2025年归母净利润68/94/130亿元,维持“买入”评级。 【徐工机械】“一带一路+中特估”催化下的低估值国企。公司业绩表现持续优于行业、资产质量提升,目前估值水平相较同行偏低,若后续业绩增长及盈利能力提升逻辑兑现,估值提升弹性较大。我们预计公司2023-2025年归母净利润68/86/119亿元,维持“买入”评级。 【中

中联重科】出口高速增长的行业大黑马。公司积极拓展海外市场，Q1 海外营收同比增幅达 123%，出口高速增长拉平周期波动；“保交楼”资金落位加速，公司拳头产品混凝土机械、起重机板块企稳；挖机、高机等新兴板块放量，贡献业绩增量。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 35/45/57 亿元，维持“买入”评级。【恒立液压】国内液压件稀缺龙头，受益主机厂出海及国产替代的核心零部件环节。公司多元化战略持续推进，不断拓宽液压元件配套下游，优化产品结构，在高机、农机、工业设备等领域均取得突破，2023 年非挖液压件有望继续兑现业绩。2023-2024 年公司两大在建项目将建成落地，中期成长动能充足。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润 27/32/41 亿元，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济波动；行业周期性波动；原材料及海运价格持续上涨；海外市场拓展不及预期、汇率波动风险。

计算机行业点评报告：工业信创是新型工业化的重要组成

投资建议：国产工业软件的发展将会受益于新型工业化建设的途径和方法。1) 产业体系优化升级：传统产业升级：中控技术（石化行业 DCS、MES 等），宝信软件（钢铁行业 ERP、MES 等），容知日新（冶金、石化、煤炭、水泥等行业 PHM），梅安森（煤炭信息化），龙软科技（煤炭信息化），北路智控（煤炭信息化），瑞纳智能（供热行业智能化），工大高科（铁路信息化）。巩固优势产业领先地位：汉得信息（新能源 MES），赛意信息（新能源、电子、高端装备 MES）。强化装备制造业特别是高端装备的关键支撑作用：东土科技（工业设备嵌入式操作系统）。建设先进国防科技工业：能科科技（军工 PLM，数字产线），索辰科技、霍莱沃。提升产业链供应链韧性和安全水平：中望软件（CAD、CAE、CAM），盈建科（BIM），华大九天（EDA），概伦电子（EDA），广立微（EDA）。

电力设备行业深度报告：工控需求见底反弹在即，电网把握网外结构性机会

工控&电力设备行业 2022 年收入同比+14.19%、归母净利润同比+36.38%，2023Q1 收入同比+15.40%、归母净利润同比+136.61%。1) 行业 2022 年营收&归母净利润稳中有升，2023Q1 利润增长迅速。全行业 2022 年收入 7524.68 亿元，同比+14.19%；归母净利润为 536.24 亿元，同比+36.38%。其中 2022Q4/2023Q1 收入 2281.41/1723.75 亿元，同比+10.85%/+15.40%；归母净利润为 112.42/134.36 亿元，同比+90.05%/+136.61%。2) 行业整体毛利率水平小幅回升。2022 年/2023Q1 行业毛利率为 23.53%/23.49%，同比+1.45pct/+0.76pct（2023Q1 环比-0.74pct）。3) 2023Q1 应收账款/预收款/存货较 2022Q4 +2.44%/+5.39%/+3.72%；4) 2023Q1 经营性现金流为-46.54 亿元，同比改善。

证券 II 行业深度报告：证券行业 2022 年报&2023 年一季报综述：盈利拐点显现，全面复苏可期

政策催化行业估值提升，当前板块估值逼近历史底部，具有显著的配置价值。当前证券板块估值处于历史低位（截至 2023 年 4 月 28 日，证券 II 指数 PB 估值为 1.22 倍，历史分位数 3.70%）。宏观环境及资本市场改革推动券商行业 ROE 中枢稳固抬升，券商估值将迎来修复，具有显著长期投资价值。财富管理方向推荐【东方财富】，建议关注【广发证券】、【东方证券】；全面注册制方向推荐【中信证券】、【中金公司（H）】；AI 方向建议关注【华泰证券】。

社会服务行业点评报告：五一文旅复苏强劲，餐饮数据表现亮眼

五一客流复苏略超预期，头部餐饮酒旅复苏表现亮眼，看好疫后行业景气逐步提升下品牌重启扩张周期，板块中长线布局价值凸显。我们认为行业头部玩家将享受较大业绩恢复弹性与集中度提升带来的规模效应红利，业绩&估值有望迎来双击，推荐海底捞、九毛九、锦江酒店、天目湖。

国防军工行业跟踪周报：业绩靴子落地，船舶板块引领行业反弹反转

考虑军费增速超预期，外交与军事博弈升级，从主题向基本面切换的需求，建议重点布局核心赛道尤其是下游主机厂标的，匹配目前市场风格的元器件和信息化方向，四个条线值得关注：（1）军工集团下属标的的兼顾改革增效可挖掘的点：中航西飞、中航装备、中航沈飞、中航高科；（2）新订单、新概念、新动量：七一二、航天电子、华如科技、康拓红外。（3）超跌上游反弹布局：铂力特、华秦科技、菲利华、航宇科技。（4）中国推动沙伊和解后效逐渐形成新的全球地缘格局之下的军贸拳头产品的相关总装企业：无人机、固定翼作战飞机、军用直升机；远火系统、地面装甲；导弹平台；驱护类军舰；军用雷达。

电力设备行业深度报告：电动车 2022 年报&2023 一季报总结：淡季叠加去库影响，行业盈利触底，龙头竞争力强化

5 月锂电行业排产环比 20% 复苏，碳酸锂在 15-20 万之间企稳，目前电动车为基本面、估值、预期最低点，看好 5-6 月盈利低点出现+需求逐步好转后锂电板块酝酿反转，第一条主线首推盈利确定叠加储能加持的电池，龙头宁德时代、亿纬锂能、比亚迪、派能科技，关注欣旺达、鹏辉能源、国轩高科、蔚蓝锂芯；第二条为盈利相对稳定的环节龙头：结构件（科达利）、隔膜（恩捷股份、星源材质）、铝箔（鼎胜新材）、前驱体（中伟股份）；第三条为竞争力强化的一体化龙头：负极（璞泰来、杉杉股份、贝特瑞，关注中科电气）、电解液（天赐材料、新宙邦）；第四条为海外有前瞻布局的正极龙头：三元（容百科技、华友钴业、当升科技）。

半导体设备行业 2022 年&2023 一季报总结：业绩持续高速增长，盈利水平进一步提升

投资建议：1) 前道设备：低国产化率环节重点推荐拓荆科技、精测电子、芯源微等；低估值标的重点推荐北方华创、赛腾股份、至纯科技、华海清科等；其他重点推荐中微公司、万业企业、盛美上海。2) 后道设备：重点推荐长川科技、华峰测控。风险提示：半导体行业投资不及预期、设备国产化进程不及预期等。

计算机行业点评报告：中国国际化的关键：“一带一路”的计算机行业投资机会

投资建议与相关标的：我们看好由海外长线资金涌入中国资产、支持政策陆续出台等一系列潜在催化带来的“一带一路”相关标的价值重估，看好以下具备比较优势的重要方向和标的：1) 工业软件：看好产品性能最接近海外的流程工业环节，推荐中控技术、宝信软件；以及有望受益于下游客户出海的相关厂商，推荐 PHM 龙头容知日新；2) 产品出口：看好产品具有成本优势，具备出海实践经验，全球份额已经领先或将持续提升的相关厂商，建议关注纳思达、健麾信息、海康威视、大华股份、千方科技；3) 贸易渠道：关注协助中国企业走出去拓展新业态新模式新渠道，有望受益于“一带一路”的相关标的，推荐焦点科技、神州数码。

机械设备行业跟踪周报：推荐 Q1 业绩高增长的半导体设备&光伏设备

推荐 Q1 业绩高增长的半导体设备&光伏设备

锂电一季度明显分化，光储一季度业绩总体高增

电气设备 8932 下跌 0.01%，表现弱于大盘。本周（4 月 24 日-4 月 28 日，下同）发电及电网涨 2.6%，核电涨 1.94%，风电涨 1.91%，发电设备涨 0.45%，电气设备跌 0.01%，新能源汽车跌 0.53%，光伏跌 1.53%。涨幅前五为通合科技、广大特材、金利华电、杭可科技、万马股份；跌幅前五为必康股份、东软载波、德方纳米、中科电气、寒锐钴业。

环保行业跟踪周报：财政部推进第三批海绵城市建设，政策红利凸显

重点推荐：美埃科技，凯美特气，国林科技，金科环境，景津装备，三联虹普，赛恩斯，新奥股份，天壕环境，仕净科技，英科再生，高能环境，九丰能源，宇通重工，光大环境。 建议关注：盛剑环境，华特气体，ST 龙净，再升科技，卓越新能。 第三批海绵城市建设推进，政策红利凸显。财政部 发布第三批海绵城市建设示范城市总数 15 个，通过竞争性选拔方式确定。评选时，将综合考虑城市已有海绵城市建设工作基础、工作方案成熟度等因素，并适当向经济基础好、配套能力强、城市洪涝治理 任务重、投资拉动效益明显的省份倾斜。中央财政按区域对示范城市给予定额补助。其中：地级及以上城市：东部每个城市 9 亿元，中部每个城市 10 亿元，西部每个城市 11 亿元。县级市：东部每个城市 7 亿元，中部每个城市 8 亿元，西部每个城市 9 亿元，政策红利凸显。 光伏一季度新增装机 33.66GW，变身全国第二大电源。1-3 月光伏新增装机量 33.66GW，同比增长 154.81%。截至 3 月底，全国累计发电装机容量约 26.2 亿千瓦，同比增长 9.1%。其中，风电装机容量约 3.8 亿千瓦，同比增长 11.7%；太阳能发电装机容量约 4.3 亿千瓦，同比增长 33.7%。值得重视的是，截至 3 月底，光伏累计装机也超越水电，成为全国第二大电源。

石油石化行业跟踪周报：原油周报：经济衰退抑制原油需求，国际油价大幅下跌

原油周报

石油石化行业跟踪周报：大炼化周报：原油价格下跌，长丝企业减产降负稳定市场

大炼化周报

医药行业 2022 年及 23Q1 总结报告：百业待兴，看好疫后复苏和创新产业链两大主线

医药行业：2022 年 405 家医药上市公司收入总额同比增速为 8.20%、归母净利润总额同比增速达 -9.40%、扣非归母净利润总额同比增速达 -3.60%，主要系疫情影响所致。2023Q1 季度 405 家医药上市公司收入总额同比增速为 10.47%、归母净利润总额同比增速达 16.68%、扣非归母净利润总额同比增速达 13.80%，我们判断主要是一月份受影响较大，后续疫后复苏将更加明显。

食品饮料行业深度报告：2022 年报&23Q1 白酒行业总结：行业向上趋势不改，放量推动增长，部分利润超预期

行业趋势不变，名优酒企增长动能充足。我们认为预期逐步回归合理，随着后续场景/经济复苏持续，不管是板块表现，或者是酒企持续的行为表现可更乐观。全年重点推荐五粮液、泸州老窖、舍得酒业、洋河股份、迎驾贡酒。

房地产行业跟踪周报：我国实现不动产统一登记，销售同比保持增长

周观点：上周 38 城新房及二手房数据环比均小幅增长，同比表现仍强。

一线城市销售复苏持续性较强，部分弱二线及三四线城市复苏后劲略显不足。市场分化趋势愈发显著。我们认为今年房地产市场将维持当下的弱复苏态势，全年销售面积增速转正。推荐关注土储充裕、布局聚焦核心城市、信用资质良好的房企，未来有望率先受益于市场复苏和政策放松；同时建议关注物业和代建行业的投资机会。推荐标的：1) 开发商：保利发展、招商蛇口、滨江集团，建议关注华发股份、中国海外发展、越秀地产；2) 物业公司：华润万象生活、雅生活服务，建议关注保利物业、越秀服务；3) 代建公司：绿城管理控股。风险提示：房地产调控政策放宽不及预期；行业下行持续，销售不及预期；行业信用风险持续蔓延，流动性恶化超预期；疫情反复、发展超预期。

固态电池行业深度：千呼万唤始出来，犹抱琵琶半遮面

投资建议：半固态技术先行，2023 年开启小批量装车发布，全固态电池仍需 5-10 年实现商业化。固态电池产业链方面，第一条主线看好半固态电池技术领先厂商，推荐宁德时代、比亚迪、亿纬锂能，关注赣锋锂业、孚能科技、国轩高科等；第二条主线关注超高镍正极厂商，推荐容百科技、当升科技，关注厦钨新能；第三条主线关注进度领先的硅基负极厂商，推荐贝特瑞，关注翔丰华；第四条主线跟踪固态电解质厂商，关注前驱体的东方锆业、三祥新材、云南锆业、驰宏锌锗，电解质的奥克股份、上海洗霸、金龙羽、瑞泰新材。

推荐个股及其他点评

金龙汽车 (600686)：国外国内向好，业绩反转可期

我们预计公司 2023~2025 年营业收入为 196/218/254 亿元，同比 +7%/+11%/+17%，归母净利润为 0.32/2.42/5.22 亿元，2024~2025 年同比 +645%/+116%，2023~2025 年对应 EPS 为 0.05/0.34/0.73 元，PE 为 140/19/9 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

伊利股份 (600887)：2022 年报&23 年一季报点评：22 年稳健收官，23 年盈利能力有望提升

我们认为公司积极控费，全年目标有望实现，但外部环境波动或影响公司复苏节奏，因此下调公司 23-25 年收入预期至 1355/1483/1617 亿元（此前 23-24 年预期为 1370/1519 亿元），同比 +10%/9%/9%，下调归母净利润预期至 110/128/149 亿元（此前 23-24 年预期为 114/132 亿元），同比 +17%/17%/16%，对应 PE 分别为 17/15/13x，维持“买入”评级。

江淮汽车 (600418)：2022 年报及 2023 一季报点评：2023Q1 归母净利润转正，合作自研齐推进

盈利预测与投资评级：公司对外积极合作，打开长期成长空间。考虑商用车业务改善明显，我们上调江淮汽车 2023-2024 年业绩预测，由 0.77/3.83 亿元上调至 2.90/4.09 亿元，我们预测 2025 年公司归母净利润为 7.4 亿元，对应 PE 为 90/64/35 倍，维持江淮汽车“买入”评级。风险提示：商用车行业景气度低预期；对外合作进展低预期；芯片/电池等关键零部件供应链不稳定风险等

益丰药房 (603939)：2022 年报及 2023Q1 报点评：新老店协同带动利润高增长，门店数量突破一万家

事件：2022 年公司实现营收 198.86 亿元 (+29.75%，同比，下同)，归母净利润 12.66 亿元 (+42.54%)，扣非归母净利润 12.30 亿元 (+43.27%)。2023Q1 实现营收 52.66 亿元 (+26.94%)，归母净利润 3.36 亿元 (+23.60%)，

扣非归母净利润 3.21 亿元 (+20.80%)，业绩符合预期。

中公教育 (002607): 2022 年及 2023Q1 业绩点评: 一季度扭亏为盈, 校企合作稳步开展

由于公司 23Q1 已实现扭亏为盈, 并计划进行长期重度研发投入, 我们将 2023-2024 年公司 EPS 从 0.06/0.23 元调整为 0.10/0.16 元, 并预计 2025 年公司 EPS 为 0.18 元, 当前股价对应 2023-2025 年 PE 为 50/31/27X, 看好公司成长逻辑, 维持“买入”评级。

金地集团 (600383): 2022 年年报点评: 营收稳增长业绩承压, 财务健康投资聚焦

盈利预测与投资评级: 公司财务健康投资聚焦高能级城市, 多元业务稳健发展。但考虑到低利润项目结算对毛利率及业绩有一定拖累, 我们下调其 2023/2024 年归母净利润至 68.4/74.7 亿元 (前值为 88.2/92.9 亿元), 预测 2025 年利润为 81.1 亿元, 对应的 EPS 为 1.51 元/1.65 元/1.80 元, 对应 PE 分别为 5.2X/4.8X/4.4X, 维持“买入”评级。风险提示: 毛利率修复不及预期; 市场景气度恢复不及预期; 疫情反复影响超预期。

侨成超声 (688392): 2022 年报&2023 一季报点评: 业绩符合市场预期, 超声波焊接持续高增长

由于复合铜箔因良率等问题进展低于预期, 我们下调公司 23-24 年归母净利预测至 1.68/2.64 亿元 (原预测 1.82/3.56 亿元), 预计 25 年归母净利 4.12 亿元, 23-25 年归母净利同比增速+51%/+57%/+56%, 对应 PE 51/33/21x, 维持“买入”评级。

上汽集团 (600104): 2022 年报及 2023 一季报点评: 合资相对承压, 看好自主+新能源+出口齐发力

盈利预测与投资评级: 自主+新能源+出口齐发力, 考虑市场竞争加剧, 我们下调上汽集团 2023 ~2024 年归母净利润预期至 134.17/166.17 亿元 (原为 151.22/175.08 亿元), 我们预测 2025 年公司归母净利润为 227.09 亿元, 对应 PE 为 12/10/7 倍。维持“买入”评级。风险提示: 乘用车需求复苏低于预期; 行业价格战超预期。

广汽集团 (601238): 2023 年一季报点评: Q1 业绩符合预期, 看好自主新能源转型

盈利预测与投资评级: 自主能源生态产业链实现闭环布局, 合资品牌电动转型加速。我们维持 2022-2025 年归母净利润预期分别为 88.5/100.32/120.31 亿元, 对应 PE 为 13/11/9 倍。维持“买入”评级。风险提示: 乘用车终端价格战超出预期; 需求复苏低于预期

大参林 (603233): 2022 年报及 2023Q1 报点评: 加盟业务高速增长, “自建+并购+加盟”三轮驱动持续优化门店网络

2022 年公司实现营收 212.48 亿元 (+26.78%, 同比, 下同), 归母净利润 10.36 亿元 (+30.90%), 扣非归母净利润 10.09 亿元 (+40.57%)。2023Q1 实现营收 59.47 亿元 (+27.16%), 归母净利润 4.97 亿元 (+29.29%), 扣非归母净利润 4.98 亿元 (+25.66%)。业绩符合预期。

中集车辆 (301039): 深耕主业全球开拓, 顺势加速电动转型

全球半挂龙头主业持续发力, 新能源转型提速。我们预计公司 2023~2025 年营业总收入为 335/422/510 亿元, 归属母公司净利润为 17/23/31 亿元, 分别同比+52%/+35%/+36%, 对应 EPS 为 0.84/1.14/1.55 元, 对应 PE 为 16/12/9 倍。选取 A 股四家卡车企业作为中集车辆的可比公司, 2023~2025 可比公司估值均值为 17/11/11 倍。鉴于中集车辆国内半挂车份额稳定提

升，灯塔工厂逐步覆盖提升盈利能力，长期新能源领域布局持续发力，我们认为中集车辆应该享受更高估值溢价，首次覆盖，给予“买入”评级。

千禾味业 (603027): 2023 年一季报点评: 零添加势能强劲, 业绩超预期

23Q1 业绩超预期, 我们维持 23-25 年收入预期 32/38/43 亿元, 同比 +31%/19%/13%, 上调 23-25 年归母净利润预期至 4.96/6.4/7.47 亿元 (此前 23-25 年预期为 4.78/6.36/7.42 亿元), 同比 +44%/29%/17%, 对应 PE 分别为 51/39/34x, 维持“增持”评级。

老百姓 (603883): 2022 年报及 2023Q1 报点评: 加盟业务增速亮眼, 门店扩张效益凸显

2022 年公司实现营收 201.76 亿元 (+28.54%, 同比, 下同), 归母净利润 7.85 亿元 (+17.29%), 扣非归母净利润 7.36 亿元 (+28.52%)。2023Q1 实现营收 54.41 亿元 (+31.39%), 归母净利润 2.91 亿元 (+20.49%), 扣非归母净利润 2.81 亿元 (+30.20%), 非经常性损益项目主要为政府补助 1236 万。业绩整体符合预期。

滨江集团 (002244): 2022 年年报点评: 业绩表现领跑行业, 销售稳健拿地积极

盈利预测与投资评级: 滨江集团作为深耕杭州的龙头民企, 土储质量优秀数量充足。在房地产供给侧出清后, 公司媲美国央企的融资成本和多年沉淀的品牌优势有助于不断巩固竞争护城河和市场份额, 实现高质量的可持续发展。我们调整其 2023/2024 年归母净利润至 45.0/53.6 亿元 (前值为 45.9/53.7 亿元), 预测 2025 年利润为 62.0 亿元, 对应的 EPS 为 1.45 元/1.72 元/1.99 元, 对应 PE 分别为 6.4X/5.4X/4.6X, 维持“买入”评级。风险提示: 毛利率修复不及预期; 市场景气度恢复不及预期; 疫情反复影响超预期。

岱美股份 (603730): 2022 年年报及 2023 年一季报点评: 业绩表现稳健, 品类拓展打开成长空间

我们维持公司 2023-2024 年归母净利润分别为 7.36 亿、9.44 亿的预测, 预计公司 2025 年归母净利润为 11.27 亿, 对应 EPS 分别为 0.78 元、1.00 元、1.20 元, 市盈率分别为 21.63 倍、16.86 倍、14.12 倍, 维持“买入”评级。

比亚迪 (002594): 4 月销量同比高增, 腾势品牌持续增长

考虑公司销量持续高增, 我们维持公司 2023-2025 年归母净利润预测为 284/361/452 亿元, 同增 71%/27%/25%, 对应 PE 26x/21x/16x, 给予 2023 年 35 倍 PE, 目标价 341 元, 维持“买入”评级。

索通发展 (603612): 22 年报&23Q1 业绩点评: 减值损失拖累业绩表现, 行业底部龙头 α 彰显

我们调整公司 2023-2024EPS 预测值为 2.12/3.14 元 (前值为 2.65/3.24 元), 新增 2025 年预测值 EPS 3.87 元, 对应 PE 分别为 9、6、5 倍, 维持“买入”评级。

越秀地产 (00123.HK): 双国资股东赋能 TOD, 逆势增储积极扩规模

公司双国资股东禀赋优势, 深耕 TOD 发展模式, 多元逆势补充优质土储, 拿地布局城市能级高, 近年销售表现领先, 未来业绩确定性较强。预测其 2023/2024/2025 年归母净利润为 43.6/49.3/56.0 亿元, 对应的 EPS 分别为 1.41/1.59/1.81 元/股。根据可比公司的估值情况, 我们给予公司 2023

年 8.9X 的 PE 估值，对应每股价格为 14.2 港元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

遥望科技 (002291): 2022 年及 2023Q1 业绩点评: 2022 亏损改善, 社交电商业绩亮眼

考虑到外部环境对业绩仍有一定影响,我们下调 2023-2024 年并新增 2025 年盈利预测,预计 2023-2025 年 EPS 分别为 0.51/0.63/0.75 元,对应当前股价 PE 为 39/31/26 倍。我们看好公司在直播电商和 AI 方面的新布局,维持“买入”评级。

埃斯顿 (002747): 2022 年报&2023 年一季报点评: 工业机器人国产化提速, 龙头利润率拐点初现

我们预计公司 2023-2024 年归母净利润 2.8 (原值 3.2) /5.0 (原值 4.7) 亿元,预计 2025 年归母净利润 8.0 亿元,当前市值对应 PE 为 70/40/25 倍,维持“增持”评级。

新泉股份 (603179): 2023 年一季度报告点评: Q1 业绩符合预期, 自主内饰龙头持续成长

我们维持公司 2023-2025 年归母净利润分别为 8.02 亿、11.22 亿、13.90 亿的预测,对应的 EPS 分别为 1.65 元、2.30 元、2.85 元,2023-2025 年市盈率分别为 23.39 倍、16.72 倍、13.49 倍,维持“买入”评级。

银轮股份 (002126): 2023 年一季度报告点评

我们维持公司 2023-2025 年归母净利润分别为 6.03 亿、8.33 亿、10.35 亿的预测,对应的 EPS 分别为 0.76 元、1.05 元、1.31 元,2023-2025 年市盈率分别为 17.77 倍、12.86 倍、10.35 倍,维持“买入”评级。

双良节能 (600481): 2023 年一季报点评: 业绩偏预告上限, 硅片业务快速放量【勘误版】

公司传统节能节水设备业务稳定增长,多晶硅还原炉受益于下游积极扩产&龙头地位带来充足订单,硅片、组件等业务快速放量,我们维持公司 2023-2025 年归母净利润分别为 25/32/39 亿元,当前股价对应动态 PE 分别为 11/9/7 倍,维持“增持”评级。

万业企业 (600641): 2022 年报&2023 年一季报点评: 业绩快速增长, 半导体设备在手订单饱满

盈利预测与投资评级: 考虑到公司地产业务战略性收缩,我们调整 2023-2024 年归母净利润分别为 5.03 和 5.62 亿元(原值 5.63 和 6.80 亿元),并预计 2025 年归母净利润为 6.39 亿元,当前市值对应动态 PE 分别为 38、34 和 30 倍。作为离子注入机国产龙头,公司横向拓展实现“1+N”平台化扩张,维持“增持”评级。风险提示: 晶圆厂资本开支下滑、客户验证不及预期、转型风险等。

美埃科技 (688376): 2023 年一季报点评: 利润增速高于收入增速, 盈利能力提升

盈利预测与投资评级: 公司在手订单饱满,募投项目扩建完成后公司产能将大幅提升,成长加速。我们维持 2023-2025 年公司归母净利润 1.72/2.49/3.21 亿元,同比 40%/45%/29%;对应 EPS 为 1.28/1.85/2.39 元,对应 PE29/20/15 倍(估值日期 2023/4/28),维持“买入”评级。

新大正 (002968): 出西南谋全国布局已定, 守非住推激励积极扩张

盈利预测与投资评级: 公司作为独立第三方非住物管龙头企业,航空、学校业态处于行业龙头地位。我们认为公司全国化布局逐渐完善后整体利润水平将会企稳回升。我们预计公司 2023/2024/2025 年营收为

35.9/48.1/58.6 亿元；归母净利润为 2.7/3.6/4.7 亿元；对应的 EPS 分别为 1.17/1.59/2.04 元/股。鉴于公司在完成对沧恒投资的并购后将踏入能源物管行业，构建较高技术壁垒，每年获得可观现金回报，我们给予公司 2023 年 20.5 倍 PE 估值，对应目标价为 24.0 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。风险提示：收并购进程、投后管理不及预期；外拓规模不及预期；新拓项目利润率水平不及预期。

三花智控 (002050): 2022 年年报及 2023 年一季报点评: 汽零高成长确定性强, 储能、机器人放量可期

因新能源车持续高增，叠加第二增长曲线开始贡献增量，我们上调 2023-2024 年归母净利润为 32.1 亿 (+1.8) /41.9 亿 (+3.2)，预计 2025 年归母净利润为 51.4 亿，分别同比+25%/+31%/+23%，对应现价估值分别为 26x、20x、16x，维持“买入”评级。

深桑达 A (000032): 2022 年年报及 2023 年一季报点评: 业绩超预期, 数据创新业务未来可期

盈利预测与投资评级: 我们维持公司 2023-2024 年 EPS 预测为 0.17/0.45 元，预计 2025 年 EPS 为 0.96 元，我们看好公司中国电子云全栈信创能力，公司参与数据要素顶层设计，国资云项目今年有望贡献数据要素变现收入，并积极参与大模型适配部署，维持“买入”评级。

英恒科技 (01760.HK): 被低估的汽车电子龙头, 智能化驱动增长

盈利预测与投资评级: 我们预计公司 2023-2025 年净利润分别为 5.4 亿元, 6.8 亿元, 8.0 亿元, 同比分别+31%、+25%、+19%，对应现价 (5 月 3 日) PE 分别为 9 倍、7 倍、6 倍，考虑到公司客户资源丰富，在手订单饱满，后续有望进入港股通、改善流动性，首次覆盖予以“买入”评级。

晶科能源 (688223): 2022 年&2023Q1 业绩点评: 组件出货高增, N 型收益持续兑现

基于公司新技术占比逐步提高，组件出货持续高增，我们维持公司 2023-2024 年归母净利润为 71.7/96.7 亿元，我们预计 2025 年归母净利润为 126 亿元，同增 144%/35%/30%，基于公司 TOPCon 龙头地位，我们给予 2023 年 25xPE，对应目标价 17.9 元，维持“买入”评级。

振华新材 (688707): 2022 年年报及 2023 年一季报点评: Q1 业绩基本符合预期, 单位盈利逐步回归

盈利预测与投资评级: 考虑库存跌价, 单吨利润下滑, 我们下修公司 23-25 年归母净利润至 8.2/11.2/15.2 亿元 (原预期 23-24 年为 13.1/16.5 亿元), 同比-35%/+35%/+36%，对应 PE 为 19x/14x/10x，考虑钠离子电池放量在即，维持“买入”评级。风险提示：电动车销量不及预期，钠离子电池进展不及预期。

绿的谐波 (688017): 2022 年报&2023 年一季报点评: 短期业绩承压, 加码研发&定增扩产看好长期成长性

2022 年报&2023 年一季报点评: 短期业绩承压, 加码研发&定增扩产看好长期成长性

瀚川智能 (688022): 2022 年报&2023 年一季报点评: 费用前置 Q1 业绩承压, 看好换电&锂电设备业务放量

盈利预测与投资评级: 考虑到疫情影响和收入确认节奏, 我们下调公司 2023-2024 年归母净利润分别为 2.0 (原值 2.5, 下调 20%) /3.4 (原值 4, 下调 15%) 亿元, 预计 2025 年归母净利润为 5.0 亿元, 对应 PE 分别为 31/18/13X, 维持“增持”评级。

东诚药业 (002675): 2022 年报及 2023 一季报点评: 业绩低于预期, 多条核药管线有望落地

考虑到 2022 年公司业绩不及预期, 同时 23 年原料药板块业务承压, 我们将公司 2024-2024 年归母净利润率预测由 5.26/6.57 亿元下调至 4.07/5.18 亿元, 预计 2025 年公司归母净利润为 6.23 亿元, 当前市值对应 PE 分别为 61/24/20 倍。同时考虑到公司作为国内核药龙头企业, 前景广阔, 维持“买入”评级。

青鸟消防 (002960): 2023Q1 业绩点评: 现金流和回款进一步改善, 出海战略效果显著、值得期待

我们预计 2023-2025 年公司 EPS 分别为 1.29、1.65、2.11 元, 对应 PE 分别为 19、15、12 倍, 维持“买入”评级。

吉贝尔 (688566): 小而美的创新药企, 销售改革激发活力

投资逻辑: 1) 公司创新性、兑现确定性、成长持续性, 仍存较大预期差, 估值具备较大弹性; 2) 公司销售改革于 2021 年启动, 2022 年三个季度已验证改革成效, 23-25 年有望达 30-50% 高增长; 3) 降压药人群、市场大, 集采后存在结构性机会, 看好尼群洛尔的稀缺性和商业潜力。

国盛智科 (688558): 2023 年一季报点评: 业绩短期受装备部件业务影响, 看好机床主业稳健增长

考虑到公司业务结构调整带来的影响, 我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 2.25 (下调 10%) / 2.82 (下调 13%) / 3.58 (下调 12%) 亿元, 当前股价对应动态 PE 分别为 24/19/15 倍, 维持“增持”评级。

纽威数控 (688697): 2023 年一季报点评: Q1 净利润同比+36%,

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 3.46 (维持) / 4.35 (维持) / 5.38 (维持) 亿元, 当前股价对应动态 PE 分别为 23/18/15 倍, 维持“增持”评级。

冰轮环境 (000811): 2023Q1 业绩点评: Q1 业绩“开门红”, 深港通持股比例创新高

我们预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.72、0.88、1.16 元, PE 分别为 21、17、13 倍, 维持“买入”评级。

光线传媒 (300251): 2022 及 23Q1 业绩点评: 优质项目储备丰富, 23 年起业绩有望明显修复

盈利预测及投资评级: 公司 23 年往后优质电影项目储备丰富, 支撑业绩修复, 同时公司已在内部部署对 AI 技术的探索式实践, 积极寻找与内容创作的结合点, 我们看好公司中长期主业内生增长以及与 AI 结合的想象空间, 我们维持预计公司 23-24 年归母净利润 7.9/9.8 亿元, 预计 25 年 11.1 亿元, 对应 23-25 年 38/31/27 倍 PE, 维持“买入”评级。

昊海生科 (688366): 2023Q1 季报点评: 收入+29%、归母净利润+33%, 医美眼科恢复快速增长

事件: 2023 年 Q1, 公司实现营收 6.11 亿元 (+29.06%, 表示同比, 下同), 实现归母净利润 0.81 亿元 (+33.21%), 扣非归母净利润 0.72 亿元 (+21.13%), 收入符合预期, 利润基本符合预期。非经常性损益主要包括政府补助 1006 万元、所得税影响 176 万元等。盈利预测与投资评级: 维持预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 4.56/5.81/7.26 亿元, 2023-2025 年公司 EPS 分别为 2.66/3.39/4.24 元, 对应当前 A 股股价的 PE 分别为 42/33/26 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 产品市场推广不及预期, 新产品研发进展或不及预期的风险, 市场竞争加剧等。

华立科技 (301011): 2022 年年报&2023 年一季报点评: 业绩复苏弹性可期, 动漫 IP 衍生品增速强劲

盈利预测与投资评级: 公司经营回暖, 业绩复苏弹性已于 2023Q1 初步兑现, 但运营业务复苏较我们此前预期稍弱, 因此我们下调 2023-2024 年并新增 2025 年盈利预测, 预计 2023-2025 年 EPS 分别为 0.64/1.09/1.46 元 (2023-2024 年此前为 1.00/1.27 元), 对应当前股价 PE 分别为 49/29/22 倍。我们看好公司游戏游艺龙头优势稳固, 动漫 IP 衍生品高增长潜力将持续兑现, 维持“买入”评级。 风险提示: 动漫 IP 衍生品发展不及预期风险, 市场竞争加剧风险, 宏观经济波动风险

光云科技 (688365): 2022 年及 2023Q1 业绩点评: 外部消费环境转好+内部产品研发完成, 收入拐点将现

盈利预测与投资评级: 2023 年, 疫情影响逐步减退, 电商消费环境转好, 叠加公司针对大客户的 SaaS 产品已基本研发完成, 我们预计公司 2023 年将迎来收入拐点。我们将公司 2023-2024 年收由 5.90/6.84 亿调整至 5.81/6.79 亿, 引入 2025 年收入预测 7.78 亿, 对应 2023 年 PS 为 12x, 维持“买入”评级。

值得买 (300785): 2023 年一季报点评: 业绩同比修复, AI 助力内容生态拓展

公司以消费内容为核, 平台的技术实力、数据和内容的丰富度是重要的竞争元素, AI 赋能内容生成效率, 有望显著提升内容产能, 吸引及运营更多用户。我们看好公司 AI 加持下内容产能及转化率提升, 维持此前盈利预测, 预计 2023-2025 年归母净利润达 1.9/2.5/3.0 亿元, 同比增长 126%/27%/21%, 对应 PE 为 34/27/22 倍, 维持“买入”评级。

恒力石化 (600346): 2022 年年报&2023 年一季报点评: 公司业绩触底反弹, 第二成长曲线空间广阔

恒力石化 23Q1 点评

博纳影业 (001330): 2022 年年报及 2023 年一季报点评: 行业逐步回暖, 关注优质内容储备及后续定档

考虑到 23Q1 业绩低于我们预期, 我们下调此前 23 年盈利预测; 考虑到公司影片储备丰富, 主旋律商业化电影投制已具成熟模式, 有望受益于行业环境改善, 我们将 2023-2024 年归母净利润从 5.0/6.5 亿元调整至 4.5/6.5 亿元。我们预计 2025 年公司归母净利润为 8.6 亿元, 当前股价对应 2023-2025 年 PE 为 33/23/18 倍。我们看好公司主旋律电影投制能力及票房空间, 维持“买入”评级。

焦点科技 (002315): 2023Q1 业绩点评: 公司利润持续释放, 期待 AI 带动营收端复苏

盈利预测与投资评级: 我们维持此前的预测, 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 27.17/21.20/16.72 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, 维持“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。

分众传媒 (002027): 2022 年年报和 2023Q1 点评: 营收利润大超预期, 未来将迎来强劲复苏

盈利预测与投资评级: 基于公司业绩持续恢复, 我们维持此前 2023 和 2024 年的盈利预测为 0.35 和 0.43 元, 预计 2025 年的 EPS 预测为 0.49 元, 2023-2025 年对应当前 PE 分别为 18.28/14.99/13.13 倍, 维持“买入”评级。

永辉超市 (601933): 2022 年年报及 2023 年一季报点评: 业绩符合预期, 优化门店结构改善经营效率

事件: 公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报。公司 2022 年收入/ 归母净利润/ 扣非净利润分别为 901/ -27.6/ -25.7 亿元, 同比-1.1%/ +30%/ +33%, 基本符合此前的业绩预告; 2023Q1 收入归母净利润/ 扣非净利润分别为 238/ 7.0/ 6.2 亿元, 同比-13%/ +40%/ -1.6%, 公司 2023Q1 的业绩符合我们的预期。

新奥股份 (600803): 2023 年一季报点评: 直销气利润大增, 一体化优势显著

盈利预测与投资评级: 公司已完成新奥能源和舟山接收站资产的注入, 实现天然气全产业链布局, 天然气业务稳健发展, 龙头地位日益稳固。我们维持 2023-2025 年公司归母净利润 66.51/79.20/94.12 亿元, 同增 13.81%/19.07%/18.84%, 对应 PE 9.5/7.9/6.7 倍 (估值日期 2023/4/28), 维持“买入”评级。

三七互娱 (002555): 2022 年年报&2023Q1 季报点评: 业绩超市场预期, 新产品周期开启在即

盈利预测与投资评级: 公司 2023Q1 业绩超市场及我们预期, 但考虑到新游上线时间较我们此前预期有所延迟, 我们小幅下调 2023-2024 年并新增 2025 年盈利预测, 预计 2023-2025 年 EPS 分别为 1.53/1.72/1.91 元 (2023-2024 年此前为 1.60/1.82 元), 对应当前股价 PE 分别为 20/18/16 倍。公司新产品周期开启在即, 我们看好公司“精品化、多元化、全球化”战略持续推进, 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

路德环境 (688156): 2022 年报&2023 一季报点评: 酒糟资源化产品量价齐升, 河湖淤泥业务承压

盈利预测与投资评级: 考虑疫情影响河湖泥浆板块短期业绩, 有望迎来恢复增长, 同时公司积极布局酒糟生物发酵饲料项目扩大在手规模, 将提升远期盈利, 考虑定增发行后摊薄 EPS 情况下, 我们将公司 2023-2024 年归母净利润从 1.16/2.55 亿元调整至 1.00/1.96 亿元, 预计 2025 年归母净利润 2.89 亿元, 对应 31、16、11 倍 PE, 维持“买入”评级。

利欧股份 (002131): 2022 年及 2023Q1 业绩点评: 外围环境逐步复苏, AI 技术引领业务升级

盈利预测与投资评级: 我们看好公司在 AIGC 应用领域的布局, 将 2023-2024 年归母净利润由 6.0/7 亿元调整至 5.5/7 亿元, 引入 2025 年归母净利润预测 8.8 亿元, 当前市值对应 2023 年 PE 为 28 倍 PE, 维持“买入”评级。

金科环境 (688466): 2022 年报&2023 一季报点评: 2022 年资源化产品收入高增 73%, 现金流大幅改善

盈利预测与投资评级: 污废水资源化专家, 数字化产品升级, 率先切入光伏领域, 用水&排污约束及降本增效驱动下, 光伏再生水百亿空间释放。我们维持 2022-2024 年归母净利润预测 1.13/1.54 亿元, 预计 2025 年归母净利润为 2.07 亿元, 对应 17/13/9 倍 PE, 维持“买入”评级。

北方华创 (002371): 2022 年报&2023 年一季报点评: 业绩实现高速增长, 引领半导体设备国产替代

盈利预测与投资评级: 考虑到公司在手订单充足及交付节奏, 我们调整 2023-2024 年公司营业收入预测分别为 211.65 和 275.14 亿元(原值 217.66、282.91 亿元), 并预计 2025 年营业收入为 353.00 亿元, 当前市值对应动态 PS 分别为 8、6、5 倍。我们调整公司 2023-2024 年归母净利润预测分别为 35.43 和 47.59 亿元(原值 35.91 和 49.14 亿元), 并预计 2025 年归母净利润为 61.71 亿元, 当前市值对应动态 PE 分别为 50、37 和 29 倍。基于公司较高的成长性, 维持“买入”评级。 风险提示: 晶圆厂资本开支不及预期、新品产业化进展不及预期等。

吉比特 (603444): 2023 年一季报点评: 业绩符合我们预期, 重点新游《不朽家族》版号获批

盈利预测与投资评级: 我们维持此前盈利预测, 预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 22.95/27.07/33.16 元, 对应当前股价 PE 分别为 23/19/16 倍。我们看好公司长线运营能力持续验证, 期待《不朽家族》上线贡献业绩增量, 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

顺网科技 (300113): 2023 年一季报点评: 业绩符合我们预期, 复苏弹性初步验证, 关注 AI 等成长型业务进展

盈利预测与投资评级: 我们维持此前盈利预测, 预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.22/0.29/0.33 元, 对应当前股价 PE 分别为 74/57/50 倍。我们看好公司传统主业稳步复苏, 持续加码 AI 等创新业务, 积蓄长期增长动能, 维持“买入”评级。 风险提示: 云业务产品落地不及预期风险, 游戏业务下滑加速风险, 传统业务恢复不及预期风险

麦格米特 (002851): 2022 年年报及 2023 年一季报点评: 平台布局日臻成熟, 多极加速成长可期

公司 Q1 业绩超预期, 且多板块订单高增、利润率有望逐步回升, 我们上调 2023-2024 年归母净利润为 6.74 亿(+0.50)/8.82 亿(+0.28), 预计 2025 年归母净利润为 11.34 亿, 分别同比+43%/+31%/+29%, 对应现价估值分别为 22x、17x、13x, 维持“买入”评级。

鹏辉能源 (300438): 2022 年报及 2023 年一季报点评: 业绩略好于市场预期, 全年出货翻倍以上增长

投资建议: 我们维持 23-25 年公司归母净利润预测 13.5/20.1/26.9 亿元, 同比增长 115%/49%/34%, 对应 PE 为 18x/12x/9x, 考虑到公司钠电池业务放量在即, 产品结构进一步优化, 给予公司 23 年 27 倍 PE, 目标价 79 元, 维持“买入”评级。

至纯科技 (603690): 2023 年一季报点评: 订单加速验收, 业绩实现快速增长

盈利预测与投资评级: 我们维持公司 2023-2025 年归母净利润预测分别为 5.71、7.86 和 10.11 亿元, 当前市值对应动态 PE 分别为 24、17 和 13 倍。基于公司较高的成长性, 维持“买入”评级。 风险提示: 新产品研发不及预期, 订单客户突破不及预期等。

百诚医药 (301096): 2023 一季报点评: 业绩略超预期, 长期增长动能强

盈利预测与投资评级: 我们维持公司 2023-2025 年归母净利润预测 2.86/3.92/5.16 亿元, 2023-2025 年对应 PE 估值分别为 25/18/14 倍; 公司

各业务管线高增速，研发项目储备丰富，我们看好公司成长空间，维持“买入”评级。

科美诊断 (688468): 2022 年报及 2023 一季报点评: 短期受疫情影响, 看好全年恢复

盈利预测与投资评级: 我们将 2023-2024 年归母净利润预期由 2.30/3.25 亿元调整为 2.00/2.90 亿元, 预计 2025 年归母净利润为 3.96 亿元; 2023-2025 年 P/E 估值分别为 21/15/11X; 基于公司 1) LiCA 平台装机加速, 2) DRGs 等政策推进进口替代, 3) 光激发光技术优势明确; 维持“买入”评级。

华亚智能 (003043): 2022 年报&2023 年一季报点评: 半导体零部件国产化加速, 看好结构件龙头长期成长性

盈利预测与投资评级: 我们预计 2023-2025 年公司归母净利润为 1.4/1.1/3.3 亿元, 当前市值对应 PE 为 36/23/15 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。

徐工机械 (000425): 2022 年报&2023 年一季报点评: 业绩持续优于行业, 看好利润及估值双升

公司吸收徐工有限增厚业绩, 我们上调公司 2023-2024 年归母净利润为 68 (原值 50) /86 (原值 59) 亿元, 预计 2025 年归母净利润为 119 亿元, 当前市值对应 PE 为 12/9/7 倍, 维持“买入”评级。

昆仑万维 (300418): 2023 年一季报点评: 业绩符合预期, 经营性净利润同比高增, 拥抱 AI 加码新一轮增长

盈利预测与投资评级: 公司 AI+应用落地稳步推进, 逐步探索商业化, 我们上调此前盈利预测, 预计 2023-2025 年 EPS 分别为 1.23/1.50/1.70 元 (前为 1.23/1.47/1.66 元), 对应当前股价 PE 分别为 53/44/38 倍。我们认为公司兼具大模型及应用能力, 看好其不断迭代升级大模型, 并持续落地 AI+应用, 打开长期成长空间, 维持“买入”评级。

中国软件 (600536): 2022 年年报和 2023 年一季报点评: 麒麟业绩韧性十足, 国产 OS 龙头地位稳固

盈利预测与投资评级: 麒麟软件在国产操作系统市场龙头地位稳固, 我们预期二季度信创订单放量, 麒麟软件 2023 年业绩有很大提升空间。但由于疫情和信创推进节奏变化, 我们下调 2023-2024 年归母净利润预测为 2.82(-1.42)/5.64(-1.42)亿元, 给予 2025 年归母净利润预测为 10.86 亿元, 维持“买入”评级。

利元亨 (688499): 2022 年报&2023 年一季报点评: Q1 业绩表现低于预期, 锂电&光伏平台化布局有望实现业绩稳步增长

考虑到订单验收节奏影响, 我们预计公司 2023-2025 年归母净利润预测值为 3.9 (前值 7.2, 下调 46%) /4.8 (前值 12.2, 下调 61%) /5.9 亿元, 当前股价对应动态 PE 为 22/18/14 倍, 维持“买入”评级。

三一重能 (688349): 三一重能 22 年报&23 年一季报: 盈利优势显著, 23 年份额再上台阶

预计 23-25 年归母净利润 21.52/28.41/35.76 亿元 (23-24 年前值 23.3/30.4 亿元, 考虑陆风价格下降, 小幅下调盈利预测), 同比+31%/32%/26%, 对应 PE 19/14/11 倍。公司陆风市占率持续提升、双海从 0 到 1, 成长性强, 给予 23 年 25 倍 PE, 对应目标价 45 元, 维持“买入”评级。

捷佳伟创 (300724): 2022 年报&2023 年一季报点评: 业绩符合预期, 多技术路线并行

盈利预测与投资评级: 受益于 TOPCon 持续扩产, 公司新签订单有望高增, 我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 14.1 (前值 12.6, 上调 12%) / 18.9 (前值 16.1, 上调 17%) / 27.7 亿元, 当前股价对应动态 PE 分别为 25/19/13 倍, 维持“增持”评级。

厦门象屿 (600057): 2022 年年报及 2023 年一季报点评: 业绩符合预期, 业务结构改善增长后劲充足

2022 年, 公司实现收入/ 归母净利润/ 扣非净利润 5381/ 26.4/ 26.6 亿元, 同比+16%/ +22%/ +24%; 2023Q1, 公司实现收入/ 归母净利润/ 扣非净利润 1292/ 5.5/ 0.45 亿元, 同比+13%/ +17%/ -93%。公司非经常项主要包含对冲套保的损益, 因此归母利润更能反映实际盈利。总体上看, 公司 2022 年年报及 2023 年一季报业绩均符合预期。

志特新材 (300986): 2022 年年报、2023 年一季报点评: 收入增长亮眼, 净利率阶段性承压

铝模板行业中长期渗透率将持续提升, 供给侧经历出清, 公司作为快速成长的铝模板租赁龙头, 上市后加速国内外布点、扩张产能, 延伸爬架、PC 构建等品类提升客单价, 且在信息化系统赋能下精细化管理能力、客户服务能力位居业内优秀水平, 驱动收入、利润高速增长。基于毛利率阶段性承压, 我们预计 2023-2025 年归母净利润 2.30 (下调 15%) / 2.96 (下调 18%) / 3.89 (新增) 亿元, 4 月 28 日收盘价对应市盈率 24/18/14 倍, 维持“增持”评级。风险提示: 市场竞争程度超出预期、地产信用风险暴露、铝价大幅度上涨的风险。

国联证券 (601456): 2023 年一季报点评: 自营业务驱动业绩稳增, 外延并购打开增长空间

基于一季度市场情况及公司经营业绩, 我们调整公司 2023-2025 年归母净利润预测至 9.19/12.53/14.28 亿元 (前值为 10.24/13.28/15.02 亿元), 对应同比增速分别为 19.73%/36.36%/13.98%, 对应 2023-2025 年 EPS 分别为 0.26/0.35/0.40 元, 当前市值对应 2023-2025 年 PB 分别为 1.47/1.42/1.36 倍。我们依旧看好公司在财富管理方面的独特优势以及外延并购赋予公司的成长空间, 维持“买入”评级。

鱼跃医疗 (002223): 2022 年报及 23 年一季报点评: 业绩稳健增长, 期待全年新品放量

事件: 公司 2022 年实现收入 71.02 亿 (+3.01%, 表示同比, 下同), 归母净利润 15.95 亿 (+7.60%), 扣非归母净利润 12.51 亿 (-5.19%)。23Q1 实现收入 27.03 亿 (+48.41%), 归母净利润 7.14 亿 (+53.79%), 扣非后归母净利润 7.03 亿 (+79.18%), 业绩符合我们预期。22 年常规产品销售势头良好, 剔除涉疫订单海内外销售规模提升明显。公司 22 年常规销售业务发展良好, 呼吸治疗解决方案板块实现收入 22.39 亿 (-14.62%), 其中制氧机产品剔除 21 年同期海外涉疫订单影响, 销售规模提升明显, 雾化产品销售收入同比增长近 30%, 呼吸机产品销售收入同比增长超 20%; 家用类电子检测及体外诊断业务实现收入 15.21 亿 (+5.06%), 康复及临床器械实现收入 14.08 亿 (+14.70%), 感控业务实现收入 11.84 亿 (+32.57%), 糖尿病护理解决方案实现收入 5.30 亿 (+16.04%), 急救业务实现收入 1.51 亿 (-17.33%)。费用控制良好, 期待全年在新品陆续推出下快速增长。2022 年期间费用 18.52 亿 (+5.79%), 其中研发费用 4.96 亿 (+16.62%), 公司通过降本增效及费用控制, 有效抵挡上游原材料价格波动及疫情导致产品结构变化带来的不利影响, 2022 年实现毛利

率 48.13%，同比 2021 年仅下降 0.16pct，净利率实现 22.15%，同比 2021 年提升 0.62pct。我们预计随着新一代 CGM、半自动体外除颤器国内上市推广，国内相关板块收入有望进一步加速。盈利预测与投资评级：考虑到公司新品上市有望带来业绩加速，我们将 2023-2024 年归母净利润 17.51/20.81 亿上调至 18.53/22.08 亿，2025 年归母净利润为 26.57 亿，当前市值对应 2023-2025 年 PE 分别为 17/14/12 倍，维持“买入”评级。风险提示：销售推广不及预期，降本增效不及预期，新品上市进度不及预期等。

电科网安 (002268): 2022 年年报和 2023 年一季报点评: 数据安全国家队, 新业务快速成长

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2023-2024 年 EPS 预测为 0.48/0.62 元，预测 2025 年 EPS 为 0.79 元。公司作为数据安全国家队，将充分受益于个人信息保护等相关政策在互联网等行业落地以及数据要素市场化推进。维持“买入”评级。

周大生 (002867): 2022 年报&2023Q1 点评: 2023Q1 恢复强劲, 黄金产品消费景气度高

盈利预测与投资评级：周大生是我国头部的黄金珠宝品牌，渠道规模优势突出，Q1 恢复强劲，我们上调公司 2023-24 年归母净利润从 14.1/15.9 亿元至 14.7/17.55 亿元，预计 2025 年归母净利润 20.2 亿元，最新股价对应 2023-25 年 PE 为 13/11/9 倍，维持“买入”评级。

锦泓集团 (603518): 2022 年报及 2023Q1 业绩点评: 22 年 TW 韧性较强, 23Q1 盈利能力修复促净利大增

公司主营中高档品牌服饰, TW 品牌自 17 年收购以来品牌运营梳理见效、在抖音等渠道建立显著优势, 并开始拓展下沉市场、提升市场份额。23 年以来受益疫情放开, 1-2 月/3 月/4 月 TW 流水分别同比持平/+27%/+80%、VG 同比+5%/+20%/+50%，增速逐月提升，由于公司直营占比较高，我们预计收入表现与终端流水较为相近，同时折扣控制及经营杠杆下利润端增速有望超越收入。后续终端消费进一步回暖，公司收入净利增速有望继续提升，同时财务结构不断优化，截至 22 年资产负债率同比-15pct 至 49%。考虑 22 年业绩低于预期、费用优化下有望释放较大利润弹性，我们将 23-24 年净利预测 3.3/3.9 亿下调至 2.6/3.1 亿、增加 25 年预测值 3.6 亿，对应 23-25 年 PE 14/11/10X，估值较低，上调至“买入”评级。

帝尔激光 (300776): 2022 年报&2023 年一季报点评: 业绩符合预期, 看好新品布局受益于行业扩产

我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 7.0/10.0/12.9 亿元，对应当前股价 PE 为 25/17/13 倍，维持“买入”评级。

伟星股份 (002003): 2023 年一季报点评: 业绩环比改善、加大海外市场拓展, 预计 23 年前低后高

公司为国内服饰辅料龙头，近年来持续推进智能制造+国际化战略，综合竞争力、品牌影响力持续提升。23Q1 受外需延续疲弱态势影响收入小幅下滑、加大海外拓展导致费用率提升拖累净利下滑高双位数，但总体表现在上游同行中领先、相对稳健。公司越南工厂预计 24 年初开始启用，将对海外客户开拓带来较大便利。4 月以来公司订单降幅收窄、业绩环比有望持续改善，预计 23 年前低后高，我们维持 23-25 年归母净利润 5.40/6.18/7.2 亿元的预测，对应 PE 分别为 18/15/13X，看好公司长期稳

健增长，维持“买入”评级。

安克创新(300866): 2023Q1 点评: 归母净利润+54%超预期, 新品发布巩固成长性

事件: 2023 年 4 月 27 日, 公司发布 2023 年第一季度报告。公司 2023 年第一季度实现收入 33.7 亿元, 同比+17.5%符合预期; 归母净利润 3.06 亿元, 同比+53.8%, 超出我们对公司全年利润增速的预期; 扣除权益投资公允价值变动等非经常损益后, 扣非净利润为 2.4 亿元, 同比+54.5%。国内及海外收入同步增长, 线上增速快于线下: 2023 Q1 公司境内收入为 1.32 亿元, 同比+20.64%yoy; 境外收入为 32.33 亿元, 同比+17.34%, 海外业务仍然是公司的主战场。2023Q1 公司线上/线下渠道收入为 23.31/10.35 亿元, 同比+21.8%/8.7%。本季度线上占比的提升使得公司的毛利率、应收款、存货周转率均有所好转。

盛通股份(002599): 2023 年一季报点评: 归母净利润同比基本持平, 静待线下教学业务逐步恢复

盈利预测与投资评级: 公司是我国 A 股青少年机器人培训第一股, 旗下乐博乐博品牌享有较好口碑, AI 浪潮下, 公司机器人编程课程未来有望享有更广阔的增长空间, 我们基本维持公司 2023-2024 年归母净利润为 1.6/2.2 亿元, 预计 2025 年归母净利润 2.9 亿元, 最新收盘价对应公司 2023-25 年 PE 分别为 23/17/13 倍, 维持“买入”评级。

宋城演艺(300144): 22 年报&23 年一季报点评: 稳健经营渡过低谷, 23Q1 曙光初现

疫情冲击下, 公司始终按照自身节奏打造产品。1) 打磨项目: 22 年全面升级西安项目, 上海项目经过改善即将重新推向市场, 佛山项目亦有望于今年亮相。2) 提升运营能力: 项目数、剧院数、座位数等指标迈上新台阶, 接待能力大幅提升; 空间布局、硬件配套、路线动向等进一步优化, 有利于提升客单价。3) 精简架构: 垂直管理、四部一团的管理架构逐渐定型并不断深化, 强化管理流程的标准化、数字化, 降本增效持续推进。伴随文旅消费复苏, 客流回升+存量项目扩容+新项目爬坡, 公司业绩弹性显著。我们预计 2023-25 年归母净利润为 8.8/13.8/17.8 亿元, 同比+8969/+58/+29%, 对应最新收盘价 2023-2025 年动态 PE 为 44/28/21 倍, 首次覆盖给予“买入”评级。

九洲药业(603456): 2022 年报及 2023 一季报点评: 业绩符合预期, CDMO 订单丰富, 产能释放顺利

盈利预测与投资评级: 考虑到订单交付波动, 我们将公司 2023-2024 年归母净利润预测由 12.6/16.4 调整为 12.5/16.2 亿元, 预计 2025 年归母净利润为 20.4 亿元, 2023-2025 年对应 PE 估值分别为 23/18/14X; 考虑到公司 CDMO 业绩持续释放, 并受益于与诺华、Teva 等大药企的深入合作, 维持“买入”评级。

地素时尚(603587): 2022 年报及 2023Q1 业绩点评: 22 年疫情扰动业绩承压, 23Q1 改善迹象显现, 全年业绩修复可期

公司深耕中高端女装领域, 多品牌梯度发展。由于线下占比较高, 22 年受疫情冲击较大, 整体业绩承压。23Q1 受益于疫情放开, 收入增速回正, 年初以来直营流水约双位数增长, 4 月直营流水加速修复、逐月改善, 经营杠杆下利润端增速超越收入。随后续终端消费进一步回暖, 公司收入净利增速有望继续提升。考虑到 22 年业绩低于预期、23 年业绩弹性较大, 我们将 23-24 年净利预测由 6.3/7.4 下调至 5.8/6.9 亿元、增加 25 年

预测值 7.8 亿元，对应 23-25 年 PE 为 13/11/10X，估值较低，上调至“买入”评级。

华大智造 (688114): 2022 年报&2023 年一季报点评: 基因测序业务快速增长, 海外市场空间可期!

考虑到新冠产品需求变化, 我们将公司 2023-2024 年营收预测由 45.42/51.73 亿元调整为 30.55/41.34 亿元, 归母净利润分别为 0.44/2.91 亿元, 我们预计 2025 年公司营收 54.98 亿元, 归母净利润 5.85 亿元, 维持“买入”评级。

沪光股份 (605333): 2022 年/2023 年 Q1 业绩点评: 积极拓展+储备新客户, 提升高压线束市场份额

考虑到核心客户销量可能不及预期, 我们将公司 2023-2024 年营收从 49.3/81.9 亿元下调至 38.9/53.4 亿元, 2025 年为 68.1 亿元, 同比分别 +19%/+37%/+27%, 归母净利润从 2.2/4.5 亿元下调至 1.1/2.0 亿元, 2025 年为 2.8 亿元, 同比分别 +157%/+92%/+40%, 对应 PE 为 65/34/24 倍, 维持“买入”评级。

保隆科技 (603197): 2022 年/2023 年 Q1 业绩点评: 新业务落地放量, 业绩同比高增长

考虑到公司空气悬挂+传感器业务加速落地放量, 我们将公司 2023-2024 年营收从 56.6/69.9 亿元上调至 61.9/76.5 亿元, 2025 年为 94.6 亿元, 同比分别 +30%/+24%/+24%, 归母净利润从 2.6/3.4 亿元上调至 3.6/4.7 亿元, 2025 年为 6.0 亿元, 同比分别 +70%/+29%/+28%, 对应 PE 为 25/20/15 倍, 维持“买入”评级。

视觉中国 (000681): 2022 年及 2023Q1 业绩点评: 客户拓展顺利, AI 助力版权变现

考虑到 AI 技术研发对成本端的影响, 我们将 2023-2024 年公司 EPS 从 0.29/0.34 元调整为 0.24/0.28 元, 并预计 2025 年公司 EPS 为 0.31 元, 当前股价对应 2023-2025 年 PE 为 69/60/53X, 看好公司成长逻辑, 维持“买入”评级。

泸州老窖 (000568): 22 年报及 23Q1 业绩点评: 23 年优质开局, 高速增长可期

公司聚焦“双品牌、三品系、大单品”, 良性发展动力充足, 我们调整 23-25 年归母净利润为 128、155、187 亿元 (此前预测 23-24 年为 123、149 亿元), 分别同比 +23%、21%、20% (此前预测 23-24 年为 22%、21%), 当前市值对应 PE 为 26/21/18 倍, 维持“买入”评级。

鼎胜新材 (603876): 2022 年年报及 2023 年一季报点评: Q1 业绩低于预期, 传统业务盈利回落

盈利预测与投资评级: 由于传统铝箔业务盈利下滑, 我们下修公司 2023-2025 年归母净利润至 12.0/15.9/20.8 亿元 (原预期 23-24 年为 15.1/18.2 亿元), 同比 -13%/+32%/+31%, 对应 PE 为 16x/12x/9x, 考虑公司为电池铝箔龙头, 扩产速度领先同行, 给予 2023 年 20xPE, 目标价 49 元, 维持“买入”评级。风险提示: 原材料价格持续上涨, 电池箔扩产不及预期, 竞争加剧。

天下秀 (600556): 2022 年及 2023Q1 业绩点评: 红人生态日益巩固, 业绩修复可期

考虑到外部环境对业绩仍有一定影响, 我们下调 2023-2024 年并新增 2025 年盈利预测, 预计 2023-2025 年 EPS 分别为 0.13/0.17/0.22 元, 对应当前

股价 PE 为 56/42/34 倍。我们看好公司作为红人新经济龙头，业绩复苏弹性可期，维持“买入”评级。

联影医疗 (688271): 2022 年及 2023 年一季报点评: 业绩符合我们预期, 看好国内外市场稳步推进

事件: 公司 2022 年实现收入 92.38 亿 (+27.36%, 表示同比增速, 下同), 归母净利润 16.56 亿 (+16.86%), 扣非后归母净利润 13.28 亿 (+13.91%)。2023Q1 实现收入 22.13 亿 (+33.42%), 归母净利润 3.30 亿 (+7.68%), 扣非归母净利润 2.77 亿 (+3.14%), 业绩符合我们预期。各产品线均实现双位数增长, 维保服务收入增长迅速。2022 年 CT 设备销售量 1769 台 (-2.48%), 销售收入 37.7 亿 (+10.26%); MR 设备销售量 425 台 (+26.11%), 销售收入 20.69 亿 (+35.33%), MI 设备销售量 100 台 (+25.00%), 销售收入 15.32 亿 (+47.23%), XR 设备销售量 1112 台 (+15.71%), 销售收入 0.57 亿 (+15.95%), RT 设备销售量 25 台 (+66.67%), 销售收入 0.25 亿 (+80.62%)。维保服务收入 0.75 亿 (+70.44%), 装机量不断增加带来服务收入快速增长。内销实力强劲, 公司全线产品销售局前。2022 年国内实现收入 79.46 亿 (+19.74%), 国内市场公司已入驻超过 1000 家三甲医院, 根据复旦大学医院管理研究所发布的“2021 中国医院排行榜-全国综合排行榜”, 其中全国排名前 10 的医疗机构均为公司用户, 排名前 50 的医疗机构中, 公司用户达 49 家。2022 年, 公司全线产品在新增市场金额和台数占有率均排名前列, 中高端以及超高端产品实现重大突破。按 2022 年度国内新增市场金额占有率口径, 公司 CT、PET/CT、PET/MR 及 XR 产品均排名行业第一, MR 和 RT 亦属行业前列。国际化拓展顺利, 期待全年亮眼表现。2022 年公司海外收入实现 10.78 亿 (+110.83%), 海外收入占比由上年同期 7.15% 提升至 11.94%, 发展迅速。目前公司客户群体已覆盖亚洲、美洲、欧洲、大洋洲、非洲等 50 多个国家和地区。盈利预测与投资评级: 我们预计 2023-2025 年归母净利润为 19.38/24.54/29.99 亿元, 对应当前市值的 PE 分别为 62/49/40 倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级。风险提示: 市场推广不及预期, 新品研发不及预期等。

中伟股份 (300919): 2022 年年报及 2023 年一季报点评: 业绩符合市场预期, 盈利水平基本稳定

盈利预测与投资评级: 考虑下游需求影响, 我们下修公司 2023-2025 年归母净利润预测至 20.5/28.0/37.1 亿元 (原预期 23-24 年 25.1/35.4 亿元), 同增 33%/37%/32%, 对应 23-25 年 20x/15x/11xPE, 考虑公司为国内第一大前驱体厂商, 且 23 年产能释放, 量利双升, 维持“买入”评级。风险提示: 原材料价格波动超市场预期, 销量及政策不及预期。

百润股份 (002568): 22 年报及 23Q1 业绩点评: 收入的驱动仍强, 利润超预期是锦上添花

公司抓住单品势能持续在市场推广和品类投入上增加, 今年势能持续从渠道反馈来看 4 月份强爽热度仍在延续, 微醺销售恢复在途; 明后年随着烈酒进入销售, 有望打造新增长极。净利率方面, 公司品类费用增加+精准投放, 内部持续降本增效, 利润率有望逐年保持持续提升。我们上调 2023-2024 年归母净利润为 8.9、11.9 亿元 (前值为 6.8、8.7 亿元), 同比增长 71%、33% (前值为 42%、27%), 给予 2025 年归母净利润 15.3 亿元, 同比+29%, 当前市值对应 2023-2025 年 PE 为 48、36、28 倍, 维持“买入”评级。

金博股份 (688598): 2023 一季报点评: 热场价格触底, 持续推进碳基复合材料平台化布局

金博股份于 2023 年 4 月 28 日晚间发布 2023 一季报。

今世缘 (603369): 22 年报及 23Q1 季报业绩点评: 业绩符合预期, 决胜百亿目标

我们基本维持 23-24 年归母净利润 31、38 亿元, 同比+25%、21%, 给予 25 年归母净利润 45 亿元, 同比+19%, 当前市值对应 PE 为 24/20/17 倍, 维持“买入”评级。

古井贡酒 (000596): 22 年报及 23Q1 业绩点评: 业绩韧性凸显, 坚定迈向双百亿

产品结构升级+全国化趋势延续, 徽酒龙头优势显著, 我们调整公司 2023-2025 年归母净利润为 43、51、59 亿元 (此前预测 23-24 年 38、45 亿元), 同比+36%/20%/16% (之前预测 23-24 年同比+25%、20%), 当前市值对应 2023-2025 年 PE 分别为 34/28/24 倍, 维持“买入”评级。

天顺风能 (002531): 22 年报及 23 年一季报: 业绩符合预期, 23 年海陆双驱量利齐升

预计 23-25 年归母净利 17/26/33 亿元 (新增 25 年预计 33 亿元), 同增 175%/54%/27%, PE15x/10x/8x, 海工从 0-1, 成长性高, 给予 23 年 24 倍 PE, 对应目标价 22.6 元, 维持“买入”评级。

新凤鸣 (603225): 2023 年一季报点评: 盈利能力回升, 产能逐渐释放
新凤鸣 23Q1 点评

坚朗五金 (002791): 2022 年报及 2023 年一季报点评: 经营质量显著改善, 静待需求回暖业绩复苏

盈利预测与投资评级: 坚朗经过长期摸索、不断迭代形成了高效率的多品类产品和零散小 B 客户销售模式。在行业景气下行期公司坚守现金流, 逆势积极扩张人员, 升级服务能力, 迭代销售模式。考虑到需求恢复公司盈利弹性, 我们调整公司 2023-2024 年归母净利润预测为 6.12/8.68 亿元; 新增 2025 年预测为 11.84 亿元; 对应 PE 分别为 37X/26X/19X, 维持“买入”评级。

上海机场 (600009): 2022 年报及 2023 一季报点评: 实现疫情以来单季最低亏损, 境外航线稳步增航

海天味业 (603288): 2022 年报及 2023 一季报点评: 经营复苏持续, 行稳方能致远

盈利预测与投资评级: 参考公司 2023 年收入/利润双 10% 增长指引我们下调公司 2023-2025 年归母净利至 68.3/77.4/87.0 亿元 (2023-24 年原值为 77.6/88.5 亿元), 三年同比增速 10/13/12%, 当前股价对应动态 PE 为 48/42/38x。2023 年 Q1 报表质量有所提升 (现金回款快于收入增速, 库存优化, 存货同比下降为 2018 年三季报以后首次出现), 同时利润弹性亦将伴随餐饮端收入复苏、原材料成本下降而逐步释放。在强品牌及渠道持续精细化管理之下, 我们看好公司核心品类稳健成长与“零添加”& 食醋&料酒等系列产品中长期快速增长潜力, 维持“增持”评级。

中国石油 (601857): 2023 年一季报点评: 成品油与天然气贸易高增, 盈利能力持续稳健

中石油 23Q1 点评

凯伦股份 (300715): 2022 年报及 2023 年一季报点评: 经销渠道快速扩

张，23Q1 毛利率水平改善

盈利预测与投资评级：公司在高分子防水卷材上差异化竞争，不断加大研发投入提升技术实力，随着防水标准提高，高分子防水卷材持续渗透，产品需求占比有较大提升空间。考虑到下游需求回暖及公司经销渠道开拓力度，调整公司 2023-2024 年归母净利润为 1.43/2.39 亿元（前值 1.27/2.41 亿元），新增 2025 年预测 3.49 亿元，对应 PE39X/23X/16X，维持“增持”评级。

扬杰科技（300373）：2022 年报点评：22 年业绩符合预期，持续优化产品结构，静待需求回暖

事件：公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报。22 年全年业绩符合预期，23Q1 消费电子等下游需求疲软影响短期业绩。22 全年，公司实现营收 54.0 亿元，YoY+23%，归母净利润 10.6 亿元，YoY+38%；23Q1，公司实现营收 13.1 亿元，YoY-8%，QoQ+33%，归母净利润 1.8 亿元，YoY-34%，QoQ+38%。22 年业绩稳健增长，但因全球消费电子、工业等领域对比上年同期均较低迷，公司 23Q1 业绩同比下降、环比有所回升。未来，公司新品拓展、海外渠道建设打开成长天花板，IDM 一体化布局下公司成本优势显著，有望维持业绩稳健增长。持续优化产品结构，研发 IGBT、SiC 等新品，拓展新能源领域客户。产品拓展方面，公司持续开发 IGBT 模块新品；持续优化提高 Trench MOS、SGT MOS 系列产品性能，加强车规级产品开发；针对新能源领域开发 SiC 新品，1200V 40mohm 产品处于客户验证阶段，1200V 17mohm 芯片正用于自产车载主驱模块的开发测试。应用领域拓展方面，22 年公司汽车电子、新能源领域业绩增长均超 4 倍，在各领域、海内外 TOP 客户端进展顺利，与 SMA、SolarEdge 等客户持续扩大合作，取得安波福、博格华纳、联合电子等客户认证及订单。推进湖南楚微、扬州碳化硅产线建设，强化 IDM 模式布局。公司于 22H1 收购湖南楚微 40% 股权，并于 23Q1 完成对其另外 30% 股权的收购，实现控股、纳入合并报表，未来伴随楚微有序扩产，公司 MOS、IGBT 等中高端功率器件布局将得到强化。同时，公司于扬州投资新建 6 英寸碳化硅晶圆产线项目，项目全部建成投产后，将形成碳化硅 6 英寸晶圆产能 5000 片/月，从而强化公司在 SiC 业务方面的 IDM 能力。盈利预测与投资评级：新品拓展、海外渠道建设打开成长天花板，IDM 一体化布局下公司成本优势显著。我们维持公司 23/24 年的盈利预测，23-25 年归母净利润为 12.21/14.58/16.65 亿元，当前市值对应 PE 分别为 20/17/14 倍，维持“买入”评级。风险提示：特种业务增长不及预期；新建 12 英寸产线投产不及预期；市场竞争加剧。

东鹏控股（003012）：2022 年报及 2023 年一季报点评：Q1 瓷砖业务快速增长，盈利能力有望逐步修复

盈利预测与投资评级：公司是国内瓷砖卫浴领军企业，具有强大的 C 端经销网络，同时在开拓小微工程中也具备优势，经销为主的渠道结构为公司提供了较好的利润与现金流。随着成本、需求、疫情等多重压力影响之下行业出清逐步进入阶段性尾声，我们预计公司将会迎来收入和业绩端的修复。我们维持预计公司 2023-2024 年归母净利润为 7.15/9.65 亿元；新增 2025 预测为 12.04 亿元，对应 PE 分别为 14X/10X/8X，维持“增持”评级。

华新水泥（600801）：2023 年一季报点评：非水泥主业贡献增长动能，看好利润筑底回升

盈利预测与投资评级：行业供需平衡重建，景气底部回升，公司水泥及熟料主业盈利有望稳步改善，非水泥+海外业务有望贡献新的增长点。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 34.3/40.0/45.1 亿元（预测前值为 39.2/46.2/49.7 亿元），4 月 28 日收盘价对应市盈率 9.0/7.7/6.9 倍，维持“增持”评级。

南微医学（688029）：2022 年报及 23 年一季报点评：22 年受疫情影响业绩短期承压，23Q1 业绩稳步恢复

事件：公司 2022 年实现收入 19.80 亿元（+1.72%，表示同比增速，下同），归母净利润 3.31 亿元（+1.80%），扣非后归母净利润 2.99 亿元（+8.64%）。2023Q1 实现收入 5.50 亿元（+24.26%），归母净利润 1.01 亿元（+133.98%），扣非归母净利润 0.99 亿元（+131.00%）。疫情影响下 22 年全年业绩短期承压，23Q1 业绩稳步恢复，符合我们预期。海外销售推进顺利，期待今年亮眼表现。分区域看，国内销售收入 11.45 亿（-4.58%），国际销售收入 8.28 亿（+11.64%），公司在美洲市场优化销售团队，引入麦肯锡团队就美国公司未来发展进行战略咨询，为未来发展制定切实可行调整计划，2022 年美洲市场收入增长 14.63%。欧洲、中东及非洲（EMEA）市场业绩实现 6.08% 的同比增长。我们认为随着海外产品获证逐步丰富，公司海外销售收入有望进一步加速。注重产品创新，创新产品进入收获期。2022 年研发费用 1.65 亿（+8.13%），公司国内一次性内镜业务收入 1.90 亿，毛利率提升 7.08pct 至 41.86%，收入占比逐步提升。聚焦消融业务的康友医疗收入同比增长 10.32%，南微纽诺首款上市产品三叉神经压迫球囊装置产品推广迅速，于 2022 年 7 月开始贡献收入。

盈利预测与投资评级：考虑 2023 年手术逐步恢复，我们将 2023-2024 年归母净利润 4.35/5.69 亿调整至 4.70/6.42 亿，2025 年归母净利润为 8.54 亿，当前市值对应 2023-2025 年 PE 分别为 36/26/20 倍，维持“买入”评级。风险提示：集采后出厂价降幅超预期风险；新品推广不及预期风险；手术量恢复不及预期风险等。

广发证券（000776）：2023 一季报点评：泛财富管理业务短期承压，仍为公司业绩重要支撑点

盈利预测与投资评级：公司整体业绩增速复苏，自营业务回暖，经纪业务增长明显，公司旗下两大公募基金地位稳定，因此我们基本维持对公司的业绩预期，预计公司 2023-2025 年的归母净利润为 99/112/131 亿元，当前市值对应 2023-2025 年 PB 为 1.01/0.95/0.88 倍，维持“买入”评级。风险提示：证券市场系统性，行业竞争加剧，证券业务恢复不及预期。

海螺水泥（600585）：2023 年一季报点评：收入增长彰显龙头实力，中期景气有望回升

盈利预测与投资评级：行业景气底部回升，公司在行业下行期彰显成本领先等综合竞争优势，产业链上下游业务扩张为公司提供新的增长动能。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 163.5/203.9/219.1 亿元（前值为 170.2/206.2/219.1 亿元），4 月 28 日收盘价对应市盈率为 8.7/7.0/6.5 倍，维持“增持”评级。

五粮液（000858）：22 年年报及 23Q1 季报业绩点评：业绩符合预期，稳中有进韧性强

公司 23 年稳中求进，我们调整 23 年-25 年归母净利润 316、364、413 亿元（此前预测 23-24 为 324、376 亿元），同比+18%/15%/14%（此前预测 23-24 年为 19%、16%），当前市值对应 PE 分别为 21/18/16 倍，维持“买

入”评级。

华熙生物 (688363): 2023 年一季报点评: 医美业务高速增长, 看好全年降本提效趋势

公司是全球透明质酸产业龙头, “四轮驱动”下一体化优势稳固, 2023 年公司原料、医疗终端、化妆品有望实现全面恢复, 且盈利能力有望持续改善。我们维持 2023-25 年归母净利润分别为 13.08/17.34/22.51 亿元, 分别同增 35%/33%/30%, 当前市值对应 2023~25 年 PE 为 37x/28x/21x, 维持“买入”评级。

王府井 (600859): 2023 一季报点评: 有税业务走出底部, 万宁免税项目正式投运

中金公司 (03908.HK): 2023 一季报点评: 自营业务拉升整体业绩, 看好轻资产业务长期发展

盈利预测与投资评级: 随着资本市场改革与注册制全面推行, 公司投行业务和财富管理步入良好发展; 同时, 未来资本的注入将全面加速中金各业务发展, 未来发展前景广阔。我们维持对公司的盈利预测, 2023-2025 年归母净利润为 106/120/134 亿元, 当前市值对应 2023-2025 年 PB (H) 为 0.62/0.55/0.49 倍。我们依旧看好公司长期在投行及财富管理业务方面的优势, 维持“买入”评级。风险提示: 市场成交活跃度下降, 股市波动冲击自营投资收益。

国林科技 (300786): 2022 年年报&2023 年一季报点评: 乙醛酸爬坡进行时, 半导体臭氧贡献新成长

公司发布 2022 年年报一季报, 2022 年实现营收 2.93 亿元, 同减 40.95%; 归母净利润 0.18 亿元, 同减 76.31%。扣非归母净利润 0.17 亿元, 同减 77.09%, 低于我们预期。2023 年一季度实现营收 0.66 亿元, 同增 4.62%; 归母净利润 0.01 亿元, 同减 64.48%。扣非归母净利润 0.01 亿元, 同减 66.90%。

森马服饰 (002563): 2023 年一季报点评: 收入降幅收窄、净利大增, 业绩超预期

公司为国内童装+休闲装双龙头, 22 年受疫情冲击业绩承压, 23Q1 随疫情放开收入下滑幅度收窄、净利端在各项盈利指标改善下同比大幅增长。Q1 零售流水表现好于收入端, 且呈逐月改善趋势, 反映服装终端消费环境持续回暖、公司复苏趋势向好。考虑 23Q1 业绩超预期, 我们将 23-25 年归母净利润从 9.8/12/14 亿元上调至 10.5/14.1/16.3 亿元, 对应 PE 为 17/13/11X, 维持“买入”评级。

正海生物 (300653): 2022 年报及 23 年一季报点评: 疫情影响业绩短期承压, 看好全年恢复性增长

事件: 公司 2022 年实现收入 4.33 亿 (+8.26%, 表示同比增速, 下同), 归母净利润 1.85 亿 (+10.02%), 扣非后归母净利润 1.73 亿 (+7.29%)。2023Q1 实现收入 1.09 亿元 (-7.35%), 归母净利润 0.53 亿元 (-2.95%), 扣非归母净利润 0.53 亿元 (-2.71%)。疫情影响下 22 年全年及 23Q1 业绩短期承压, 符合我们预期。在研管线逐步丰富, 创新驱动公司长期稳步发展。2022 年研发费用 0.38 亿 (+6.74%), 2022 年, 公司自酸蚀粘接剂、活性生物骨、硬脑(脊)膜补片陆续在国内获批上市, 进一步壮大公司产品梯队。2023 年 2 月, 公司研发项目“宫腔修复膜”完成首例受试者随机入组, 正式进入临床试验。预计 Q2 全国种植牙集采陆续执

行，关注相关配套耗材进口替代加速机会。1月11日，口腔种植体系统集采产生拟中选结果，拟中选产品平均中选价格降至900余元，与集采前中位采购价相比，平均降幅55%。本次集采汇聚全国近1.8万家医疗机构的需求量，达287万套种植体系统，约占国内年种植牙数量（400万颗）的72%。四川省宣布4月20日开始执行种植牙集采，我们认为随着种植体集采，手术量增加将有利于公司口腔修复膜和骨修复材料使用量和市场占有率提升。盈利预测与投资评级：考虑疫情导致公司短期业绩承压，我们将2023-2024年归母净利润2.95/4.00亿调整至2.36/3.11亿，2025年归母净利润为4.04亿，当前市值对应2023-2025年PE分别为35/27/21倍，维持“买入”评级。风险提示：集采后出厂价降幅超预期风险；新品推广不及预期风险；手术量恢复不及预期风险等。

比音勒芬（002832）：22年报及23年一季报点评：衣中茅台业绩持续靓丽，23年强势开局、领跑行业

公司为高端运动时尚服饰龙头，22年Q2/Q4受疫情扰动业绩短期出现下滑，但全年收入与净利保持增长，且盈利能力进一步提升、经营质量&经营效率稳中有升。22年起公司将高尔夫系列单独开店、23年预计延续这一趋势。23Q1随疫情放开，公司收入净利增长强劲、表现持续领跑同行。4月公司收购国际知名奢侈品牌CERRUTI 1881和KENT&CURWEN，有助进一步提升品牌影响力及国际知名度，打开中长期增长空间。我们维持23-24年归母净利9.45/11.8亿元的预测、增加25年预测值14.4亿元，对应PE为22X/17X/14X，维持“买入”评级。

杰瑞股份（002353）：2023年一季报点评：业绩符合预期，受益油气增储上产及海外高速拓展

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

桐昆股份（601233）：2023年一季报点评：产能扩张叠加需求复苏，盈利拐点将至

桐昆股份23Q1点评

振华科技（000733）：2022年年报及2023年一季报点评：业绩增长稳健，看好军用电子龙头发展前景

考虑下游装备的放量节奏，我们预计2023-2025年归母净利润为29.94（-0.20）/36.93（+0.70）/45.42亿元，对应PE分别为16/13/10倍，维持“买入”评级。

智明达（688636）：2022年年报及2023年一季报点评：短期业绩承压，看好长期发展前景

基于下游装备的放量节奏，我们将2023-2025年归母净利润调整为1.31（-0.99）/1.72（-1.52）/2.12亿元；对应PE分别为32/24/20倍，维持“买入”评级。

鸿远电子（603267）：2023年一季报点评：短期业绩向下波动，中长期需求依旧看好

考虑到下游装备的放量节奏，我们预计2023-2025年归母净利润为9.92/12.06/13.72亿元，对应PE分别为17/14/12倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

睿创微纳（688002）：2022年年报和2023年一季报点评：2023年Q1归母同增471%，两大业务境内外布局持续推进。

考虑到下游装备的放量节奏,我们将 2023-2025 年归母净利润调整为 5.06 (-3.72)/6.54 (-4.58)/8.14 亿元,对应 PE 分别为 46/35/28 倍,维持“买入”评级。

湘电股份 (600416): 2022 年年报和 2023 年一季报点评: 积极实现“双碳”转型, 业绩迎来拐点

基于十四五军工行业高景气, 并考虑公司在电磁推进系统的垄断地位, 我们预计 2023-2025 年归母净利润为 4.77 (+0.11) /7.03 (+0.18) /8.91 亿元, 对应 PE 分别为 52/35/28 倍, 维持“买入”评级。

宏观策略

宏观点评 20230503: 加够了还是加多了? 美联储暂停加息那些事

Hike in May and stay away. 一美联储很可能在 5 月加息后就此收手, 问题是本轮加息迄今究竟是加够了还是加多了? 鉴于银行业危机以来美联储一直面临着信贷紧缩和通胀压力的再平衡, 我们预计本次会议将释放如下信号: 一是美联储倾向于认为加够了, 理由是信贷紧缩可以替代加息来抑制需求和通胀。因此, 本次会议将不再保留“一些额外的政策收紧可能是适当的”利率前瞻指引。二是后续加息的可能性并非为零。虽然利率已经处于足够限制性的水平, 但由于通胀高企和就业稳健, 美联储并没有绝对信心排除有进一步提高政策利率的可能性, 这也意味着年内降息不大可能出现(图 1)。三是信贷紧缩对宏观经济影响仍待观察。虽然银行业危机的风险已经缓释, 但由于危机后银行贷款标准和条款进一步收紧, 美联储仍需要花一些时间来评估信贷收紧对国内经济的滞后影响(图 2-3)。由此可见, 与历史上美联储的暂停加息相比, 这一次美联储在态度上是“有保留”的。既然加息已经告一段落, 市场后续关注的焦点无疑是从“暂停加息”到离“降息”还有多远? 对此, 我们考察了 1980 年以来的八次美联储从暂停加息到开始降息的情景(图 4)。如图 5 所示, 根据前期加息对经济产生紧缩效应的不同, 降息的原因主要被归纳为两种类型: 预防式降息和危机式降息。且两种不同的原因下从暂停到降息的距离也存在差异。一种是加够了后的预防式降息, 由于紧缩效应有限, 经济并未衰退, 降息幅度也有限。预防式降息的目的是及时对冲经济下行风险, 暂停加息后距离降息时间短, 且降息幅度小。1995 年及 1997 年不仅暂停加息后 5 个月便开始降息, 且降息幅度仅为 0.75%。1995 年一直作为美联储“未雨绸缪”的预防式降息模板, 暂停加息后 5 个月降息。虽然墨西哥金融危机导致美国经济有走弱迹象, 但仍保持在健康增长区间, 增加了联储的政策空间。联储抓住机会, 在经济尚未萌芽明显放缓之际, 预防式降息, 最后成功实现软着陆。另一种是加多了后的危机式降息, 前期紧缩效应加剧经济失衡, 如图 6 所示, 美联储在衰退前进行紧急大幅降息。危机式降息背后的主要原因是经济结构失衡, 随后 3-4 个月伴随着衰退的来临。在此种情形下从暂停加息到降息的距离时间长, 且降息幅度大。2007 年的大危机为典型代表, 15 个月后才开始降息。前期货币紧缩过度下, 房地产市场供需持续失衡。泡沫刺破后, 引发大衰退。随后大幅降息至 0 利率水平。综合来看, 美联储一般会在“加够了”的情景“主动布局”, 在“加多了”的情景下“被动补锅”, 因此前者在暂停时间和随后的降息幅度上均要少于后者。具体来看, 暂停加息后平均半年开始降息(图 7)。从前期加息程度上观察, 如果是加够了, 平均 5 个月开始降息。但如果是加多了导致的降息, 从暂停到降息的距离平均为 8 个月。对照当前美国整体情况, 与第一种情形更为相似。虽然市场押注第二季度开始衰退的“共识”在升温, 但基准情形下未来 3 个月衰退应该不会发生。一是劳动力市场稳健, 消费复苏动能仍在延续; 二是长端利率破 4% 回落带动抵押贷款利率下降, 房地产市场企稳; 三是银行业危机传染性不足, 本次是流动性问题, 尚未触发信用风险。综合上述三种原因, 年内衰退风险有限。但值得注意的是, 当下通胀压力迟迟未解, 本次暂停时间将长于历史平均。因此将支撑美联储在本次加息后维持利率“更长, 更久”。衰退与降息或在 2024 年同步出现。风险提示: 金融体系流动性风险超预期; 恐慌情绪蔓延超预期; 美国通

胀超预期或俄乌局势失控造成大宗商品价格剧烈波动。

(证券分析师:陶川 证券分析师:邵翔)

宏观点评 20230503:五一“爆款”、美国“暴雷”,后续市场怎么看?

今年的五一无疑是“爆款”,堪比春运,反观海外却在“定点暴雷”,我们离“东升西降”的行情还有多远?根据交通部的数据,2023年春节7天假期,全国客运量约2.26亿人次;而五一前三天这一数字已经逼近1.6亿。反观海外,美国银行业再暴雷,此前苟延残喘的第一共和国银行最终也未能逃避倒闭的命运——这是美国史上规模第二大的银行倒闭案。我们此前一直强调,在政治局的表态后,中国的股市在第二季度破局的主要助力在外资,那么五一的这颗“定心丸”份量究竟够不够?持续性还差火候!原因主要来自于三个方面,基本面方面,即使不去讨论五一旅游数据的质量,中美基本面差异出现不利的边际变化——中国制造业PMI跌破50,而美国PMI企稳且反弹特点可能在未来几个月内持续;情绪方面,市场在押注第二季度美国经济陷入衰退,而这一点很可能会落空;交易方面,做空美股的投机仓位偏重,而在当前外资似乎更偏好于通过购买受益于中国复苏的海外股票而非直接加码中国市场。出行无疑是五一最大的爆款。城市地面交通和轨道交通客流恢复强劲:30个省会拥堵延时指数早已超过2019年同期水平;10个重点市地铁客运量4月同比增速高达81.5%。各地出行热度高涨带动消费回暖。五一出游热度继续飙升,截至长假前三天,五一期间日均客运总量已基本与2019年持平,尤其是铁路和航空迎来客流高峰,其日均客运量已完全恢复至疫情前水平,分别为2019年同期的119.8%和101.9%。五一假期各地游客规模暴涨,带动消费复苏态势强劲。不过消费则有些“相形见绌”。迎来春节后首个小长假,在并未有明显疫情反弹或制约出行的情况下,服务消费有序恢复,但汽车、家电等大宗消费恢复仍然滞后。据猫眼数据,截至5月2日,五一小长假票房、人次分别已修复至2021年同期的90%与84%,根据预测数据有望超越2021年,但距离2019年仍有一定距离。商务部监测数据显示假期第一天重点零售与餐饮企业销售额同比增长21.4%,剔除去年低基数因素后预计增量有限。汽车销量在4月22日当周回落,但高于近5年历史同期水平,近期国内销量回暖与出口增加使得车企盈利状况好转,汽车制造业利润由1—2月份下降41.7%转为3月增长9.1%。4月23日当周线下家电销量环比下滑32.1%。4月25日国办明确提出“培育汽车出口优势”,多地陆续出台5月汽车消费补贴政策,4月政治局会议再提新能源车基建,展望看二季度起点良好的市场环境或许有助于车企生产与销售持续增长。地产:假期销售季节性回落,去化压力仍存。五一假期当周房产销售季节性回落,商品房和二手房成交面积周环比分别大幅下降16.2%和36.5%。整体来看二手房销售修复效果显著,但商品房(新房)销售情况距疫情前仍有距离,目前仅恢复至2019年同期水平的71.6%。商品房销售情况不佳主要系二三线城市楼市依旧低迷所致,房产去库存压力仍存。不过第二季度经济更大的问题是制造业处于去库存的放缓阶段。4月PMI跌破荣枯线录得49.2%,环比下降2.7%。除高基数影响之外,PMI的回落也与制造业供需双降有关:4月PMI的下降主要是受新订单指数和生产指数的拖累,两大指数分别为48.8%和50.2%,环比下降4.8%和4.4%。需求端,除了代表内需的新订单指数大幅下滑以外,代表外需的新出口订单指数同样跌落荣枯线,从3月的50.4%降至47.6%,内外需疲软为制造业亮起“警示灯”。生产端,与PMI生产指数走势相似,4月PMI采购量和PMI从业人员同样呈急速下滑趋势,制造业生产动能仍然不足。综合来看,目前经济仍处

于主动去库存阶段，去库能否从主动转为被动取决于后续需求端能否进一步复苏，我们在此前的报告中说明这可能主要取决于出口的反弹和韧性。反观美国，经济和预期在第二季度出现偏差的可能性很大。根据美银4月的调查，市场押注第二季度美国经济开始进入衰退的“共识”在升温。而根据美国PMI的表现，基准情形下未来3个月衰退应该不会发生：一方面，PMI在未来3个月可能持续企稳反弹，而一般而言美国经济衰退往往对应着PMI低于45（4月读数为47.1）；另一方面，本轮美国银行危机的传染性似乎不足，尽管破产银行的资产规模巨大，但是仅涉及3家银行，主要的问题依旧是局部性的，比如富人阶层的存款等。因此，第二季度美国经济的表现极有可能是好于市场预期的。同时，市场对于美股的看空仓位过重也是短期出现大幅波动的重要导火索。为了配合衰退预期和银行暴雷，投机机构4月以来持续加仓做空美股，以标普500流动性最好的mini合约为例，净空仓占比达到疫情之后的极端值，短期内反转的风险很大，造成市场大幅波动。因此，虽然我们依旧认为美股没有走出杀业绩的阴影，但是第二季度标普500站上4200是大概率事件。而从LVMH成为欧洲市值第一大公司看，外资当前倾向于“曲线式”做多中国。第一季度受益于中国市场在放开后的大幅反弹，全球最大的奢侈品公司LVMH营收超预期增长17%，股价大涨、一举成为欧洲第一大上市公司，这和国内的消费、服务行业的股票形成鲜明的对比。我们认为这背后反映了在当前复杂的国际形势下，外资可能更偏好通过购买流动性更好、且受益于中国复苏的海外上市公司，而且消费含量更高的欧洲相关股票表现要更好。这将成为阻碍外资流入中国的重要短期因素。因此，我们认为国内“爆款”的五一暂时无法扭转当前外资谨慎的格局，相反我们认为第二季度应该谨慎的是在中国制造业偏弱、外资谨慎以及美元、美股反弹下，人民币贬值的风险，而在这种背景下国内市场很可能延续存量博弈的行情特点。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。地缘政治等黑天鹅事件爆发导致欧美等主要经济体第二季度陷入衰退。

（证券分析师：陶川 证券分析师：邵翔）

固收金工

固收深度报告 20230428：转债行业图谱系列（六）—地产链之家居行业可转债梳理（上）

观点 未来转债—未来可期的债性标的：未来转债转换价值总体呈下降趋势，和正股价格走势一致，转债价格的上扬一直由转股溢价率的被动抬升引导。截至2023年4月21日，未来转债的转股溢价率为87.71%，纯债溢价率为6.43%，为“偏债性”标的。展望2023年，公司的两大主营业务将得益于地产链的修复，但目前未来转债的转股溢价率较高，跟随正股上涨的弹性较弱，仍需等待其后续调整。好客转债—静待溢价率调整的偏债标的：好客转债价格总体平稳，转股溢价率提供了良好的保护作用。截至2023年4月21日，好客转债的转股溢价率为64.31%，纯债溢价率为6.90%，为“偏债性”标的。目前好客转债下修“锁定期”已过，我们判断若再次触发下修，发行人或积极行使权利：（1）距回售起始日仅余3.5月，面临一定回售端压力；（2）今年以来地产温和修复，公司基本面向好，正股有望持续增长，因此当前或是回售前宝贵的下修促赎窗口。展望2023年，考虑消费复苏以及公司业务的稳步推进、产品矩阵的不断丰富，正股

价格存在进一步向上的弹性，伴随转股溢价率被动压缩，转债有望重回弹性区间。乐歌转债—增长前景较为确定的高溢价率标的：乐歌转债的价格上市初期降幅较大，进入转股期后平稳。截至 2023 年 4 月 21 日，乐歌转债的转股溢价率为 212.29%，纯债溢价率为 212.29%，为“偏债性”标的。公司作为国内人体工学龙头，将受益于行业广阔的渗透空间，叠加海外仓成为第二增长曲线，业绩增长前景较为确定，但转股溢价率过高，正股股价走高会被大量消耗，难以带来转债价格的相应提升。江山转债—木门龙头地位标的：江山转债的价格总体波动幅度较小。截至 2023 年 4 月 21 日，江山转债的转股溢价率为 52.22%，纯债溢价率为 22.88%，为“偏债性”标的。展望 2023 年，伴随保交楼推进，公司工程直营渠道预计稳健修复，工程代理及经销渠道有望延续增长趋势，市占率有望进一步提升，正股价格存在向上弹性，转债价格有望跟随上升。后市展望：好客转债和江山转债表现或占优。从属性来看，本篇盘点转债均为“偏债型”。好客、江山转债目前的转股溢价率分别为 64.31%和 52.22%，可以静候后续调整；未来和乐歌转债转股溢价率过高，正股走高难以带来转债价格的相应提升。条款博弈方面，各转债短期内暂无强赎风险，条款博弈主要围绕下修展开。目前，未来、好客、江山转债均处于递延下修期间，其中好客转债锁定期将结束，我们认为届时发行人或将积极行使下修权利，其余标的下修风险有限。一方面，其余标的存续期仍较长，发行人通过下修促转股的意愿较低；另一方面，三家公司的财务费用率均较低，转债存续造成的财务压力可控。对于景气度排序，我们认为江山转债>好客转债，这与两家公司 2022Q1-3 的营业收入和归母净利润同比及主营业务的前景相关。江山欧派作为木门龙头，优势的工程直营渠道能够受益于保交楼推进，工程代理和经销渠道预计增长强劲，市占率有望进一步提升；好莱客通过品牌矩阵挖掘存量房局改、旧改需求，往高定和下沉市场寻求增量，疫情扰动因素消退后，经销商渠道能够加速覆盖、提升单店收入。从机构持仓占比来看，好客转债≈未来转债≈江山转债>乐歌转债。目前好客转债和江山转债均在下修线附近，若后续由于经济及地产链复苏明显而持续上行至强赎线，考虑到机构投资者的利益，强赎风险可控。风险提示：强赎风险，正股波动风险，转股溢价率主动压缩风险。

（证券分析师：李勇 研究助理：徐沐阳）

行业

保险 II 行业点评报告：负债端复苏力度决定反弹高度，信心比黄金更珍贵

投资要点 事件：4 月以来保险板块持续上涨，我们将近期路演和交流沟通反馈如下。我们认为本轮保险股反弹的胜负手已不再是资产端，而是负债端，负债端复苏力度决定反弹高度，信心比黄金更珍贵。疫情三年以来，行业负债端持续低迷，2022 年 A 股上市险企 NBV 仅为 2019 年的 45.2%，若 2023 年恢复到 2019 年的 50%，对应 2023 年 NBV 同比增速为 10.5%；若 2023 年恢复到 2019 年的 60%，对应 2023 年 NBV 同比增速为 32.6%。低基数效应仍将延续至全年底。价值复苏从曙光初现到数据验证。1Q23 上市险企 NBV 增速由负转正，排序：友邦保险（28%）、太保（16.6%）、平安（8.8%）、国寿（7.7%）、新华（2%，预计）。友邦实现 NBV 同比增长 28%，其中友邦中国同比录得双位数字增长；1Q23 平安 NBV 同比增长 8.8%（可比口径增速 21%），疫后居民保费消费稳步恢复，我们预计 1H23 价值增速将较

1Q23 进一步提升至两位数（10%-15%）。我们预计，1H23 上市险企 NBV 增速由负转正，排序：友邦保险（25%）、太保（20%）、平安（15%）、国寿（10%）、新华（5%）。新准则正面影响超预期。新准则下 ROE 和净利润增速指标重要性显著提升。1Q23 上市险企合计 ROE 由 3.3% 增长至 5.1%（非年化）；实现归母净利润同比增速 62.7%（可比口径）。1Q22 上市险企可比归母净利润由上年同期 600 亿元调增至 648 亿元，调增比例达 8.0%，主要得益于新旧保险合同准则对折现率使用变化以及新增具有直接参与分红特征的保险合同计量方法降低对净利润的波动。新准则下“保险服务收入”同比增长 5.0%，我们测算的“承保利差”同比增长 13.2%，得益于保单利润释放好于同期。1Q23 沪深 300 指数和创业板指数分别上涨 4.6% 和 2.2%（1Q22 同期沪深 300 和创业板指分别下跌 14.5% 和 20.0%），权益投资收益同比明显提升助力投资利差同比大幅增长 127.9%，是提升当期净利润的核心原因。负债端复苏的信心正在积累，从储蓄型业务和银保渠道放量向价值型业务逐步过渡。2022 年末以来，保险股领涨金融板块和市场反攻号角，我们在年度策略中旗帜鲜明提出资产端底部反转是短期估值修复的核心。2023 年 3 月以来，负债端拐点正在验证，随着疫情放开影响不断深化，代理人逐步复工复产，各大险企积极备战二阶段开门红，需求逐步释放。我们认为本轮的寿险业复苏短期看疫情，中期看队伍，长期看产品。从屋漏偏逢连夜雨到晨曦曙光初破晓，寿险拐点年务必重视。预定利率调整影响“短空长多”：从短期来看，引导降低负债成本将大幅刺激产品销售，尤其是普通型养老年金及 10 年以上的普通型长期年金，老产品停售炒作难以避免，预计 2Q22 价值增速进一步提升。中期来看，预定利率跟随评估利率下行，保险公司分红险占比提升，传统险业务占比下降。长期来看，有望引导人身险公司降低负债成本。我们预计二季度新单放量有助于提升代理人收入并稳定队伍信心，助力下半年价值型业务放量表现。投资建议：负债端复苏力度决定反弹高度，信心比黄金更珍贵，添酒回灯重开宴。保险作为宏观经济复苏直接受益的，一季报无论是量还是质在金融各子板块中可圈可点，当前板块 P/EV 仍处于历史低位（平均 0.6 倍，分位数 10% 以下），推荐顺序：中国太保、中国平安、中国财险、中国人寿和新华保险。风险提示：宏观经济复苏低于预期；寿险业转型持续低于预期

（证券分析师：胡翔 证券分析师：葛玉翔 证券分析师：朱洁羽）

工程机械行业 2022 年报&2023 年一季报总结：内外销结构分化，行业景气有望逐步回暖

推荐标的 【三一重工】中国最具全球竞争力的高端制造龙头之一。全球化战略进入兑现期，公司出口板块为成长板块、周期较弱、利润率高于国内，分布估值下有望迎来估值中枢上移。国内市场低估值期应享有更高估值，2023 年起公司业绩有望开启筑底反弹，看好公司利润及估值双升。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润 68/94/130 亿元，维持“买入”评级。 【徐工机械】“一带一路+中特估”催化下的低估值国企。公司业绩表现持续优于行业、资产质量提升，目前估值水平相较同行偏低，若后续业绩增长及盈利能力提升逻辑兑现，估值提升弹性较大。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润 68/86/119 亿元，维持“买入”评级。 【中联重科】出口高速增长的行业大黑马。公司积极拓展海外市场，Q1 海外营收同比增幅达 123%，出口高速增长拉平周期波动；“保交楼”资金落位加速，公司拳头产品混凝土机械、起重机板块企稳；挖机、高机等新兴板块放

量，贡献业绩增量。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 35/45/57 亿元，维持“买入”评级。

【恒立液压】国内液压件稀缺龙头，受益主机厂出海及国产替代的核心零部件环节。公司多元化战略持续推进，不断拓宽液压元件配套下游，优化产品结构，在高机、农机、工业设备等领域均取得突破，2023 年非挖液压件有望继续兑现业绩。2023-2024 年公司两大在建项目将建成落地，中期成长动能充足。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润 27/32/41 亿元，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济波动；行业周期性波动；原材料及海运价格持续上涨；海外市场拓展不及预期、汇率波动风险。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：罗悦 研究助理：韦译捷）

计算机行业点评报告：工业信创是新型工业化的重要组成

投资要点 党的二十大报告提出到 2035 年基本实现新型工业化。新型工业化概念的提出，始于 2002 年召开的党的十六大，即“坚持以信息化带动工业化，以工业化促进信息化，走出一条科技含量高、经济效益好、资源消耗低、环境污染少、人力资源优势得到充分发挥的新型工业化路子。” 新型工业化面临的挑战就是国产化突破。总体上看，我国工业仍处于全球价值链中低端，自主可控能力还不强，工业大而不对的格局尚未根本改观。全球产业结构和布局深度调整。美国对我先进制造业遏制打压不断升级。近年来，美国针对我国先进制造业的打压不断升级，我们必须全面深化改革，加快关键核心技术攻关，抓紧补短板、锻长板，提升产业基础高级化、产业链现代化水平。新型工业化在计算机方面的映射。1) 明确提出要提升产业链供应链韧性和安全水平。2) 特别是以数据要素为价值核心的数字化转型。3) 以国有企业为主阵地，全面提升企业竞争力。4) 立足优势产业走出去，推进“一带一路”政策。工业软件国产化是新型工业化在计算机方向的重要落地。我们预计 2023 年会有工业软件强制国产化政策落地，国产工业软件发展有望迎来加速发展。工业信创空间广阔。静态来看，研发设计等多个工业软件环节 2021 年国产化率不到 10%。动态来看，中国工业数字化水平较低，盗版率较高，2021 年工业软件市场规模仅占全球 8%，远低于制造业增加值占比（30%）。我们测算 2021 年 MES 潜在市场空间为 581 亿元，是当年现有市场的 10 倍以上。投资建议：国产工业软件的发展将会受益于新型工业化建设的途径和方法。1) 产业体系优化升级：传统产业升级：中控技术（石化行业 DCS、MES 等），宝信软件（钢铁行业 ERP、MES 等），容知日新（冶金、石化、煤炭、水泥等行业 PHM），梅安森（煤炭信息化），龙软科技（煤炭信息化），北路智控（煤炭信息化），瑞纳智能（供热行业智能化），工大高科（铁路信息化）。巩固优势产业领先地位：汉得信息（新能源 MES），赛意信息（新能源、电子、高端装备 MES）。强化装备制造业特别是高端装备的关键支撑作用：东土科技（工业设备嵌入式操作系统）。建设先进国防科技工业：能科科技（军工 PLM，数字产线）、索辰科技、霍莱沃。提升产业链供应链韧性和安全水平：中望软件（CAD、CAE、CAM），盈建科（BIM），华大九天（EDA），概伦电子（EDA），广立微（EDA）。风险提示：国产化政策推进不及预期；技术研发进度不及预期；海外制裁加剧。

（证券分析师：王紫敬 研究助理：王世杰）

电力设备行业深度报告：工控需求见底反弹在即，电网把握网外结构性机会

投资要点 工控&电力设备行业 2022 年收入同比+14.19%、归母净利润同比+36.38%，2023Q1 收入同比+15.40%、归母净利润同比

+136.61%。1) 行业 2022 年营收&归母净利润稳中有升, 2023Q1 利润增长迅速。全行业 2022 年收入 7524.68 亿元, 同比+14.19%; 归母净利润为 536.24 亿元, 同比+36.38%。其中 2022Q4/2023Q1 收入 2281.41/1723.75 亿元, 同比+10.85%/+15.40%; 归母净利润为 112.42/134.36 亿元, 同比+90.05%/+136.61%。2) 行业整体毛利率水平小幅回升。2022 年/2023Q1 行业毛利率为 23.53%/23.49%, 同比+1.45pct/+0.76pct (2023Q1 环比-0.74pct)。3) 2023Q1 应收账款/预收款/存货较 2022Q4 +2.44%/+5.39%/+3.72%; 4) 2023Q1 经营性现金流为-46.54 亿元, 同比改善。工控行业需求 2022 全年处于下行阶段, 2023Q1 复苏仍偏弱。凭借部分行业结构性机会+国产替代, 工控板块全年收入同比+19.69%, 归母净利润增长不及收入。汇川技术、宏发股份等龙头企业营收领跑但成本&费用端存在压力。1) 2022 年营收稳健增长、利润承压。2022 年板块收入 839.22 亿元, 同比+19.69%, 实现归母净利润 83.97 亿元, 同比-6.09%。其中 2022Q4/2023Q1 收入 240.09/206.80 亿元, 同比+24.82%/+15.10%; 2022Q4/2023Q1 归母净利润 13.27/23.66 亿元, 同比-30.91%/+54.03%。2023Q1 行业需求承压, 但是原材料降价带动利润水平稳增。2) 2022 年成本端芯片、大宗原料价格高位, 2023Q1 有所缓解。2022 年板块毛利率 30.77%, 同比-0.95pct; 2022Q4 毛利率 30.47%, 同比+2.13pct; 2023Q1 板块毛利率为 31.10%, 同比+1.02pct。3) 2023Q1 应收账款/预收款/存货较 2022Q4 -0.23%/+5.88%/+3.13%。4) 公司层面, 龙头汇川技术 (2022/2023Q1 归母净利润同比+20.89%/+4.15%) 抓机会强攻击、加速外资替代, 叠加管理变革初显成效, 经营 α 凸显; 继电器龙头宏发股份 (2022/2023Q1 归母净利润同比+17.39%/+16.35%) 高压直流继电器起量, 传统功率继电器稳健。新能源车电驱动领先企业英搏尔 (2022/2023Q1 归母净利润同比-47.48/-142.51%) 受燃油车降价、客户消化年底库存等影响, 订单交付暂不及预期。二次设备 2022 年保持稳健、营收同比+11.14%, 归母净利润同比+3.23%。2023Q1 龙头国电南瑞、许继电气等利润表现亮眼, 迎国企业绩“开门红”。1) 收入持续增长。2022/2023Q1 二次设备收入 937.76/154.00 亿元, 同比+11.14%/+12.34%, 归母净利润 93.66/9.31 亿元, 同比+3.23%/+19.13%。2) 毛利率水平持稳。2022/2023Q1 板块毛利率为 26.28%/25.09%, 同比-0.96pct/+0.46pct, 延续稳健水平; 3) 2023Q1 应收账款/预收款/存货较 2022Q4 -1.60%/+6.56%/+11.11%, 经营现金流出 37.39 亿元, 净流出额同比提升。4) 公司层面, 龙头国电南瑞 (2022/2023Q1 归母净利润同比+14%/+39%) 表现延续稳健, 2023Q1 因新能源等业务结构性增长、网内网外&海外协同发展、提质增效, 归母净利润高增。龙头许继电气 (2022/2023Q1 归母净利润同比+5%/+48%) 表现优异。一次设备 2022 年保持稳健、营收同比+15.47%, 归母净利润同比+97.74%, 2023Q1 盈利维持高速增长。1) 收入稳增, 利润增长更快。2022/2023Q1 年收入 4320.38/1054.21 亿元, 同比+15.47%/+20.59%; 归母净利润 282.82/86.69 亿元, 同比+97.74%/+155.49%。2) 分板块看, 2022/2023Q1, 特高压/高压营收同比+30.35%/+33.46%, 归母净利润同比+82.42%/+46.90%; 中压电气营收同比+17.55%/+29.28%, 归母净利润同比-167.07%/+238.13%; 低压电器营收同比+9.29%/+33.56%, 归母净利润同比+8.90%/+78.64%; 智能电表营收同比+15.16%/+14.59%, 归母净利润同比+126.91%/+135.92%; 电线电缆营收同比+3.37%/-2.06%, 归母净利润同比 208.41%/+5.03%。3) 盈利能力有所改善, 2022/2023Q1 毛利率分别为 22.47%/23.11%, 同比+2.51pct/+1.63pct。4) 2023Q1 应收账款/预收款/存货较 2022Q4 +5.34%/-0.53%/+2.76%, 经营性现金流

出 4.64 亿元，同比有所改善。投资建议：1) 工控行业自上一轮周期高点已下行近 2 年，23Q1 需求偏弱、处于去库存阶段；工控公司在经历 4 月高基数后，在 Q2 末-Q3 有望进入向上周期。内资龙头 22 年表现出较强的抗周期性，上行期有望呈现较大利润弹性；2) 电网投资额保持高位稳定，面对新能源大量并网接入与用电侧结构调整，有望在特高压、调度、配网等方向加大投入。泛工控领域：推荐汇川技术、宏发股份、三花智控、中控技术、麦格米特、雷赛智能、禾川科技、英搏尔等，关注鸣志电器、伟创电气、英威腾、信捷电气、三友联众等；电网设备：推荐国电南瑞、思源电气、平高电气、金盘科技、许继电气、四方股份等，关注海兴电力、炬华科技、安科瑞、良信股份、苏文电能、科林电气等。风险提示：宏观经济下行、电网投资不及预期、原材料涨价超预期、竞争加剧等。

(证券分析师：曾朵红 研究助理：谢哲栋)

证券 II 行业深度报告：证券行业 2022 年报&2023 年一季报综述：盈利拐点显现，全面复苏可期

投资要点 业绩概览：拨云见日，曙光乍现：1) 证券行业颓势逐渐扭转，23Q1 业绩深蹲起跳。①整体情况：2022 年证券行业整体表现不佳，自营驱动行业 2023Q1 业绩显著回升。2022 年，由于市场行情及交投情绪均趋低迷，44 家上市券商合计营收同比-23%至 5029 亿元，合计归母净利润同比-32%至 1358 亿元。2023Q1，受益于宏观经济复苏带动证券行业景气度复苏，44 家上市券商合计营收同比+37%至 1377 亿元，合计归母净利润同比+78%至 450 亿元。②分业务概览：2023 年一季度自营业务收入大幅反弹，其他业务短期依旧承压。2023Q1，除自营业务收入由-18 亿元大幅扭正至 500 亿元外，经纪/投行/资管/信用业务净收入分别 -17%/-25%/-2%/-18% 至 264/105/111/110 亿元。③杠杆率及 ROE 情况：2023Q1 证券行业杠杆率获得恢复，带动 ROE 稳步回升。2023Q1 上市券商平均杠杆率 3.49，较 2022 年+4%，行业整体 ROE 同比+2.86pct 至 7.47%。2) 龙头券商保持稳健，中小券商呈现业绩高弹性。2023Q1，头部券商净利润增速普遍低于行业平均，部分中小券商基于 2022Q1 低基数以及强业绩弹性实现了显著的短期业绩反转。分业务情况：自营业务驱动行业复苏，其余业务仍待提振：1) 自营：经济提振带动行情修复，投资收益同比大增。2023Q1，主要指数均跑出了正收益率（深证成指/上证指数/上证 50/沪深 300 涨跌幅分别为 6.45%/5.94%/1.01%/4.63%），带动上市券商合计自营业务收入由-18 亿元同比大幅扭正至 500 亿元。除华林证券外，其余上市券商均实现了自营业务收入的正增长或扭正。2) 财富管理：交投情绪未见回升，经纪及资管业务持续承压。受市场景气度下滑拖累，2023Q1 日均股基成交额-9.33%至 9876 亿元，2023 年 2 月末券商资管规模较 2022 年末-4%至 65721 亿元。受此影响，上市券商合计经纪业务收入同比-17%至 264 亿元，合计资管业务收入同比-2%至 111 亿元。2023Q1 上市券商经纪业务收入普遍下滑，但是资管业务表现存在较大分化。3) 投行：头部集中趋势明显，全面注册制打开想象空间。2023Q1 上市券商合计投行业务收入同比-25%至 105 亿元，降幅较大，预计随着全面注册制的推开将获得修复。2023Q1 上市券商投行业务收入 CR5 为 52%，头部效应依旧显著。4) 信用：两融市场遇冷，利息净收入普遍收缩。2023Q1，两融余额同比-3%至 16728 亿元，上市券商合计利息净收入-16%至 124 亿元。行业估值逼近历史底部，板块机会值得关注：1) 我们预计 2023 年证券行业净利润同比增长 24.57%，各项业务有望迎来全面复苏。①短期市场情绪反转叠加长期权益市场景气度，证券行业财富管理业务有望持续受

益。我们预计2023年中性假设下证券行业经纪业务净收入同比+22.1%至1604亿元，资管业务净收入同比+4.9%至300亿元。②受益于全面注册制等资本市场改革持续深化，投行业务将稳健发展。我们预计2023年中性假设下证券行业投行业务收入将同比+14.0%至799亿元。③市场行情延续叠加风险偏好回升，带动信用及自营业务实现增长。我们预计2023年中性假设下行业利息净收入同比+12.4%至804亿元，行业证券投资收益（含公允价值变动）将同比+20.0%至824亿元。2）政策催化行业估值提升，当前板块估值逼近历史底部，具有显著的配置价值。当前证券板块估值处于历史低位（截至2023年4月28日，证券II指数PB估值为1.22倍，历史分位数3.70%）。宏观环境及资本市场改革推动券商行业ROE中枢稳固抬升，券商估值将迎来修复，具有显著长期投资价值。财富管理方向推荐【东方财富】，建议关注【广发证券】、【东方证券】；全面注册制方向推荐【中信证券】、【中金公司（H）】；AI方向建议关注【华泰证券】。风险提示：1）市场活跃度下滑；2）宏观经济复苏不及预期；3）全面注册制推进不及预期；4）外围局势紧张影响行业。

（证券分析师：胡翔 证券分析师：朱浩羽 证券分析师：葛玉翔）

社会服务行业点评报告：五一文旅复苏强劲，餐饮数据表现亮眼

投资要点 五一假期出游火爆，旅游人次超疫前同期水平。1）据文化和旅游部数据中心，五一假期全国国内旅游出游合计2.74亿人次，同比增长70.83%，按可比口径恢复至2019年同期的119.09%；实现国内旅游收入1480.56亿元，同比增长128.90%，按可比口径恢复至2019年同期的100.66%。2）据交通运输部，五一假期前三天，全国营业性客运量发送旅客总量15932万人次，同比增长161.9%，恢复至2019年同期的103%。其中，铁路/公路/水路/民航预计发送旅客数较2022年同期增长460.9%/99.7%/86.2%/546%。3）据携程，五一期间国内景区门票票量同比增长9倍，较2019年五一增长超2倍，五一内地出境游整体订单量较去年同期增长近700%，出境机票/酒店预订量分别较2022年同期增长近900%/450%，热门目的地集中在东南亚、日韩、港澳台亚太地区。长线游复苏迅猛，小众目的地热度蹿升，亲子游、演艺+旅游、户外玩乐热度大涨。截至4月19日，携程五一长线出游订单占比接近70%，相比2019年高出6pct。五线城市旅游订单较2019年增长157%。携程五一假期亲子游订单占比近40%，同比2019年提升59%，带动主题乐园、动物园，以及博物馆等文化类场所热度。飞猪数据显示，五一假期演唱会、音乐节所在地周边的酒店预订量同比暴增超20倍。酒店住宿供不应求，价格涨幅较大。去哪儿数据显示，今年五一，热门城市酒店预订量超疫情前1.9倍，连住天数增长20%，三四星级酒店预订占比提升，从2019年的39%提升至2023年的48%，上升了9pct。绝大多数热门旅游城市的酒店平均支付价格超2019年同期，其中北京、天津、杭州、武汉、上海、济南等地酒店平均支付价格超2019年五一假期的25%。五一餐饮表现亮眼，复苏态势愈发明显。据商务部商务大数据监测，全国重点零售和餐饮企业销售额同比增长18.9%。重点餐饮企业销售额同比增长57.9%。据久谦数据显示，对比2023年春节日均数据（1.21-1.27）和五一前四天日均数据（4.29-5.2）相比，海底捞翻台率+21.2%（环比增长，下同），在营门店+1.4%；太二酸菜鱼翻台率+26.6%，在营门店+16.2%；喜茶单店订单+56.9%，在营门店+55.7%。投资建议：五一客流复苏略超预期，头部餐饮酒旅复苏表现亮眼，看好疫后行业景气逐步提升下品牌重启扩张周期，板块中长线布局价值凸显。我们认为行业头部玩家

将享受较大业绩恢复弹性与集中度提升带来的规模效应红利，业绩&估值有望迎来双击，推荐海底捞、九毛九、锦江酒店、天目湖。风险提示：疫情反复、宏观经济波动、政策变化、行业竞争加剧、业务转型\市场开拓\产能提升等方面进度低于市场预期的风险。

(证券分析师：汤军 证券分析师：李昱哲)

国防军工行业跟踪周报：业绩靴子落地，船舶板块引领行业反弹反转

投资要点 上周行业走势情况 上周五个交易日(0424-0428)，军工(申万分类)全周涨跌幅为 0.04%，行业涨幅排名位居第 17/31 位。近期，我们认为“业绩落地+增量订单+增量资金，三要素共振加速行业反转”，上周军工行业呈现先抑后扬的走势，4月21日大幅冲高回落之后，24、25日持续调整，26-28日连续三天反弹，三个交易日军工行业涨幅 3.5%，排名第 5/31 位。业绩报告总结：2022 年报和 2023 一季报，军工行业 127 家上市公司，实现收入同比正增长的分别有 85/75 家；实现归母净利润同比正增长的分别有 65/66 家；同比增速中位数情况分别为，军工行业整体 0.4%/3.8%，航天板块 17.9%/9.3%，航空板块 10.5%/13.5%，地面兵装-8%/-17.4%，航海装备 10.7%/23%，军工电子-17.1%/-14%。我们认为当前为较好的拐点布局期，核心逻辑有四点：(1)增量订单：二季度是行业中期调整窗口期，后续将有更多首战即用，作战效能强化与定价适当的装备结构性的维持提速扩量的趋势；(2)增量资金：首批 8 只中证商用飞机高端制造 ETF 集中申报，指数权重个股有望迎来较多资金配置；(3)业绩落地：4 月份报告季业绩扰动因素已经落地，市场将更多关注中报，按照“2323”的交付节奏，中报将是较好的兑现行业成长性的窗口期；(4)主题优势：国资委支持央企军工“强优大”，以及前期市场热点“中特估”，将在增量订单和增量资金基础上，可以更好的放大对行业的正向催化。

上周几个重点事项 舰船板块放量大涨，引领行业反弹反转。4月21日以来船舶板块放量大涨，核心原因有：(1)民船大周期来临，全球造船产能洗牌后集中到中国，国内造船工业开始获取海外大单；(2)军船内需与外贸开启新一轮高峰；(3)船舶板块受益于两船合并之后的业务梳理、合并重组以及受国资委支持的潜在改革增效事项；(4)近期苏丹撤侨中 052D 南京舰和微山湖综合补给舰展现了中国海军的硬实力以及国家综合软实力。外交与军事博弈密集，习主席与泽连斯基通话引轰动效应。(1)中国调停俄乌持续发力。4月26日习近平主席与乌克兰总统泽连斯基通电话，重申中方一贯立场。(2)美韩走近，东北亚又起新挑战。4月25日韩国总统尹锡悦访美，我外交部已就其涉华错误表述提出严肃交涉。(3)美菲互动，南海再生波澜。美菲演习尾声的 26 日，美军出动“海马斯”火箭炮一连向目标靶船发射了 6 枚高精制导火箭弹全都脱靶，可谓拉跨。(4)绕台巡航常态化。4月27日至28日，解放军军机 38 架次持续在台海周边活动，其中一架 TB-001 无人机几乎“环绕中国台湾飞行”。

关注标的：考虑军费增速超预期，外交与军事博弈升级，从主题向基本面切换的需求，建议重点布局核心赛道尤其是下游主机厂标的，匹配目前市场风格的元器件和信息化方向，四个条线值得关注：(1)军工集团下属标的的兼顾改革增效可挖掘的点：中航西飞、江航装备、中航沈飞、中航高科；(2)新订单、新概念、新动量：七一二、航天电子、华如科技、康拓红外。(3)超跌上游反弹布局：铂力特、华秦科技、菲利华、航宇科技。(4)中国推动沙伊和解后效逐渐形成新的全球地缘格局之下的军贸拳头产品的相关总装企业：无人机、固定翼作战飞机、军用直升机；远火系统、地面装甲；导弹平台；驱护类军舰；军用雷达。风险提示：成飞借壳审批风险、业绩不及预期风险、改革不及预期风险。

(证券分析师: 苏立赞 证券分析师: 钱佳兴 研究助理: 许牧)

电力设备行业深度报告: 电动车 2022 年报&2023 一季报总结: 淡季叠加去库影响, 行业盈利触底, 龙头竞争力强化

投资要点 2022 年电动车销量同比高增 60%+, 2023 年 Q1 销量淡季, 受需求放缓+去库存影响, 板块业绩同环比下降。2022 年全球电动车销量 1011 万辆, 同比+62.1%, 其中国内(含出口)、海外电动车分别销 687/391 万辆, 同比+95%/+31%, 国内终端需求平稳, 继续维持高增。我们所选的 108 家企业 2022 年总营收 30758 亿元, 同比+41%, 归母净利润 2474 亿元, 同比+106%。其中 2022Q4 归母净利润 651 亿元, 同比+92%, 环比-7.3%; 2023Q1 板块收入 7172 亿, 同比+14%, 环比-25%, 归母净利润 482 亿, 同比-5%, 环比-26%。新能源汽车板块 2022 年营收增幅亮眼, 2023Q1 板块盈利分化, 电池及结构件板块业绩亮眼, 同比维持 30%+增长, 其余环节受降价+库存减值影响, 盈利同环比下行明显。2022 全年归母净利润同比增速排序依次为碳酸锂(449.36%)>铝箔(310.78%)>铁锂正极(154.72%)>正极(127.08%)>三元正极(104.17%)>电池(84.43%)>锂电池中游(70.75%)>六氟磷酸锂及电解液(55.34%)>锂电设备(44.48%)>隔膜(36.83%)>负极(35.53%)>结构件(34.18%)>整车(21.65%)>汽车核心零部件(20.26%)>三元前驱体(17.57%)>铜箔(-8.97%)>添加剂(-59.72%); 2023Q1 归母净利润同比增速排序为电池(237.94%)>结构件(21.09%)>汽车核心零部件(20.65%)>锂电设备(20.26%)>整车(8.2%)>锂电池中游(-3.67%)>三元前驱体(-15.93%)>隔膜(-19.88%)>碳酸锂(-20.03%)>负极(-28.35%)>三元正极(-39.41%)>铝箔(-44.39%)>铜箔(-68.8%)>六氟磷酸锂及电解液(-72.15%)>正极(-107.42%)>添加剂(-138.58%)>铁锂正极(-148.88%)。2022 年新能源汽车板块盈利能力明显提升, 2023Q1 各板块受降价及产能利用率影响, 盈利水平环比下滑, 毛利率 17.65%, 环比-1.45pct, 归母净利率 6.72%, 环比-0.08pct。2022 年板块整体毛利率 18.79%, 同增 3.29pct; 归母净利率 8.04%, 同增 2.53pct。2022Q4 板块毛利率 19.10%, 同增 4.78pct, 环增 0.44pct; 归母净利率 6.79%, 同增 1.79pct, 环减 1.49pct。2023Q1 毛利率 17.65%, 同增 0.26pct, 环减 1.45pct; 归母净利率 6.72%, 同减 1.34pct, 环减 0.08pct。2022 年板块费用率 6.09%, 同减 1.10pct; 2022Q4 费用率 10.25%, 同增 0.19pct; 2023Q1 费用率 10.68%, 同增 0.97pct, 环增 0.43pct。2022 年经营性净现金流同比改善, 2023Q1 电池环节现金流依然亮眼, 其余环节承压。2022 年板块经营活动净现金流 3259.37 亿元, 2021 年同期 2369.87 亿元, 同增 37.53%。2022Q4 1332.49 亿元, 2021 年同期 1162.44 亿元, 同增 14.63%, 环增 45.43%。2023Q1 板块经营活动净现金流 202.85 亿元, 2022 年同期 12.25 亿元, 同增 1555.31%, 环减 84.78%。投资建议: 5 月锂电行业排产环比 20%复苏, 碳酸锂在 15-20 万之间企稳, 目前电动车为基本面、估值、预期最低点, 看好 5-6 月盈利低点出现+需求逐步好转后锂电板块酝酿反转, 第一条主线首推盈利确定叠加储能加持的电池, 龙头宁德时代、亿纬锂能、比亚迪、派能科技, 关注欣旺达、鹏辉能源、国轩高科、蔚蓝锂芯; 第二条为盈利相对稳定的环节龙头: 结构件(科达利)、隔膜(恩捷股份、星源材质)、铝箔(鼎胜新材)、前驱体(中伟股份); 第三条为竞争力强化的一体化龙头: 负极(璞泰来、杉杉股份、贝特瑞, 关注中科电气)、电解液(天赐材料、新宙邦); 第四条为海外有前瞻布局的正极龙头: 三元(容百科技、华友钴业、当升科技)。风险提示: 价格竞争超市场预期、原材料价格波动、投资增速下滑。

(证券分析师: 曾朵红 证券分析师: 阮巧燕 证券分析师: 岳斯瑶)

半导体设备行业 2022 年&2023 一季报总结: 业绩持续高速增长, 盈利水平进一步提升

Ø 收入端延续高速增长态势, 盈利水平进一步提升。我们选取 15 家半导体设备行业重点标的【北方华创】【中微公司】【拓荆科技】【华海清科】【长川科技】【芯源微】【至纯科技】【华峰测控】【盛美上海】【万业企业】【精测电子】【赛腾股份】【微导纳米】【晶升股份】【金海通】。1) 收入端, 2022&2023Q1 十五家半导体设备企业合计实现营业收入分别为 418.87 亿元、99.77 亿元, 分别同比+49.98%、+46.67%, 收入端延续高速增长势头。2) 利润端, 2022&2023Q1 十五家半导体设备企业合计归母净利润分别为 77.76 亿元、15.90 亿元, 分别同比+67.84%、+105.54%, 显著高于营收端增速。2022&2023Q1 十五家半导体设备企业销售净利率分别为 18.83%、15.97%, 分别同比+1.96pct、+3.83pct, 盈利水平进一步提升。进一步分析: ①毛利端, 2022&2023Q1 十五家半导体设备企业整体毛利率分别为 45.75%、44.41%, 分别同比+2.54pct、-1.45pct; ②费用端, 2022&2023Q1 十五家半导体设备企业期间费用率分别为 27.97%、29.05%, 分别同比-2.84pct、-1.91pct, 规模效应持续体现。3) 订单方面, 2022&2023Q1 十五家半导体设备企业合同负债分别达到 153.77 亿元、169.96 亿元, 分别同比+55.21%、+56.65%, 进一步验证在手订单充足, 保障半导体设备行业业绩延续高速增长。Ø 四重逻辑共振, 继续看好半导体设备投资机会。1) 继 2022 年 10 月美国对中国大陆半导体设备制裁升级后, 2023 年荷兰、日本相继加入限制阵营, 海外制裁升级背景下, 我们看好晶圆厂加速国产设备导入, 2023 年半导体设备国产化率提升有望超出市场预期。2) 中芯国际 2023 年资本开支基本持平。此外存储扩产好于先前预期, 晋华、粤芯等二三线晶圆厂合计资本开支有望持续提升, 随着 Q2 国内晶圆厂招标陆续启动, 国内半导体设备公司订单有望持续兑现。3) 2023 年科技自主可控已经上升到举国体制, 组建中央科技委, 国家层面加大集成电路产业扶持力度, 多省市将集成电路半导体芯片纳入当地政府报告, 并从技术创新、项目建设、资金支持、标准制定等层面支持产业链发展, 政策利好持续落地。4) OpenAI 模型持续迭代, 算力需求持续提升背景下, AI 芯片市场规模持续扩张, 2025 年我国 AI 芯片市场规模将达到 1780 亿元, AI 行业发展大趋势下, 我们认为 AI 行情有望持续扩散, 支撑各类芯片的底层—半导体设备持续成为 AI 行情扩散的下一个方向。投资建议: 1) 前道设备: 低国产化率环节重点推荐拓荆科技、精测电子、芯源微等; 低估值标的重点推荐北方华创、赛腾股份、至纯科技、华海清科等; 其他重点推荐中微公司、万业企业、盛美上海。2) 后道设备: 重点推荐长川科技、华峰测控。风险提示: 半导体行业投资不及预期、设备国产化进程不及预期等。

(证券分析师: 周尔双 证券分析师: 黄瑞连)

计算机行业点评报告: 中国国际化的关键: “一带一路”的计算机行业投资机会

投资要点 政策强调稳住外贸外资基本盘, 推动外贸稳规模优结构。4月28日, 中共中央政治局召开会议, 强调要稳住外贸外资基本盘。4月25日, 国务院办公厅发布《关于推动外贸稳规模优结构的意见》, 文件指出, 外贸是国民经济的重要组成部分, 推动外贸稳规模优结构, 对稳增长稳就业、构建新发展格局、推动高质量发展具有重要支撑作用, 要更大力度推动外贸稳规模优结构, 确保实现进出口促稳提质目

标任务，并提出了包括提升大型成套设备企业的国际合作水平、推进贸易数字化、推动跨境电商健康持续创新发展等一系列具体意见。

“一带一路”是面对可能“惊涛骇浪”冲击下，最重要的稳定外贸手段。2013年“一带一路”倡议提出以来，截至2023年3月10日中国已经和累计150多个国家、30多个国际组织签署了合作文件。“一带一路”已成为全球最受欢迎的全球公共产品，也是当今世界范围最广、规模最大的国际合作平台，并持续推动人民币加速国际化。“一带一路”沿线国家进出口贸易规模快速增长，2022年进出口规模占我国外贸总值比重已经超30%。通过“一带一路”输出中国最具全球竞争力的产业。我们认为，增量海外资金全球配置思路中必然会选择最具全球竞争力的中国资产。应该重点关注中国相对“一带一路”国家具备比较优势、能够向外输出的重要产业。信息化是支撑国内企业出海的重要基础。2019年中国对“一带一路”沿线国家和地区的软件出口执行金额占比已经达到15.9%，随着我国软件企业产品和服务能力提升，“一带一路”将持续为我国软件企业走出去提供实践土壤和市场空间。此外，通过贸易自由化便利化，形成统一的区域大市场，国内优质产品将开启更大的贸易空间，并有望借助国内跨境电商、优质渠道走出国门。投资建议与相关标的：我们看好由海外长线资金涌入中国资产、支持政策陆续出台等一系列潜在催化带来的“一带一路”相关标的价值重估，看好以下具备比较优势的重要方向和标的：1) 工业软件：看好产品性能最接近海外的流程工业环节，推荐中控技术、宝信软件；以及有望受益于下游客户出海的相关厂商，推荐PHM龙头容知日新；2) 产品出口：看好产品具有成本优势，具备出海实践经验，全球份额已经领先或将持续提升的相关厂商，推荐纳思达，建议关注健麾信息、海康威视、大华股份、千方科技；3) 贸易渠道：关注协助中国企业走出去拓展新业态新模式新渠道，有望受益于“一带一路”的相关标的，推荐焦点科技、神州数码。风险提示：政策推进不及预期；行业竞争加剧。

(证券分析师：王紫敬 研究助理：张文佳)

机械设备行业跟踪周报：推荐 Q1 业绩高增长的半导体设备&光伏设备

1.推荐组合：三一重工、晶盛机电、恒立液压、先导智能、拓荆科技、迈为股份、华测检测、长川科技、柏楚电子、杰瑞股份、芯源微、奥特维、富创精密、杭可科技、绿的谐波、奥普特、海天精工、金博股份、新莱应材、高测股份、至纯科技、联赢激光、利元亨、纽威数控、道森股份。 2.投资要点： 半导体设备：Q1 业绩有望兑现高增长，短期回调建议重点关注 半导体设备龙头 Q1 业绩兑现高增长，北方华创 2023Q1 实现营收 36.00-40.00 亿元，同比+68.56%-87.29%，实现归母净利润 5.60-6.20 亿元，同比增长 171.24%-200.30%；拓荆科技 2023Q1 实现营收 4.02 亿元，同比+274%，实现归母净利润 5372 万元，实现扭亏。海外制裁升级背景下，半导体设备进口替代逻辑持续强化，2023 年半导体设备国产化率提升有望超出市场预期。扩产方面，存储扩产好于先前预期，随着 Q2 国内晶圆厂招标陆续启动，国内半导体设备公司订单有望持续兑现。2023 年组建中央科技委，国家层面加大集成电路产业扶持力度，大基金二期不断加码半导体制造、装备、材料等环节，并于 3 月重新启动投资，引发市场投资热情。最后，AI 行业发展大趋势下，我们认为 AI 行情有望持续扩散，支撑各类芯片的底层一半导体设备有望成为 AI 行情扩散的下一个方向。前道设备重点推荐拓荆科技、北方华创、精测电子、赛腾股份、至纯科技、芯源微，中微公司、华海清科、万业企业、盛美上海；后道设备重点推

荐长川科技、华峰测控。 光伏设备：Q1 业绩超预期，推荐处于历史估值底部的龙头设备商 受益于光伏行业高景气度，光伏设备行业实现业绩高增，头部 11 家企业 2022 年收入合计 518 亿元，同比+79%，归母净利润合计 88 亿元，同比+70%。2023Q1 实现收入合计 165 亿元，同比+88%，归母净利润合计 28 亿元，同比+74%。其中高测股份 2023Q1 归母净利润同比+245%，奥特维 2023Q1 归母净利润同比+107%，晶盛机电 2023Q1 归母净利润同比+100%，迈为股份 2023Q1 归母净利润同比+23%。我们认为新技术迭代下光伏设备商订单高增有望持续，近期光伏设备行业估值回落到历史最低水平，当前大部分公司 2023 年估值处于 20 倍以下，建议重点关注。硅片环节推荐单晶炉龙头晶盛机电、切片代工龙头高测股份，电池片环节推荐 HJT 整线设备龙头迈为股份，组件环节推荐串焊机龙头奥特维。 通用自动化：Q1 业绩短期承压，静待行业复苏 ①工业自动化：2022&2023Q1 十家机器人&工业自动化企业合计实现营收 464.3/102.2 亿元，分别同比+18.7%/+7.55%；合计实现归母净利润 46.0 亿元/11.3 亿元，分别同比+7.3%/+20.2%。行业整体实现正增长，主要系锂电、光伏等新能源领域对头部企业的拉动作用。②机床行业：2022&2023Q1 九家机床企业合计实现营收 195.7/46.7 亿元，分别同比-4.9%/-6.2%；剔除异常值后七家机床企业合计实现归母净利润 17.0/4.6 亿元，分别同比+2%/+1%。其中扎根于航天军工、出口等高景气赛道的龙头业绩较为突出，【科德数控】【海天精工】【纽威数控】2023Q1 营收分别同比+40%/+11%/+23%。 从一季度通用自动化主流企业业绩表现来看，行业整体仍处于触底改善态势，但从微观订单角度来看，尽管受 2022 年高基数&2023 年春节放假时间较长影响，2023Q1 行业订单同比增速已实现正增长，主要头部企业经营状况持续好转，我们预计有望于二/三季度观测到明显的订单数据改善。重点推荐：机床推荐海天精工、纽威数控、科德数控、国盛智科、创世纪，建议关注华中数控、秦川机床；通用减速机推荐国茂股份；刀具推荐欧科亿、华锐精密；工业机器人推荐绿的谐波、埃斯顿；FA 自动化推荐怡合达；一体化压铸推荐伊之密。 工程机械：“一带一路”催化不断，关注工程机械板块行情机会 2022&2023 年 Q1 十七家工程机械企业合计实现营收 3240/804 亿元，同比变动-13%/+4%，归母净利润 161/59 亿元，同比变动-47%/+6%，一季度业绩企稳，增速转正。工程机械为周期性行业，从基本面看，二季度行业仍逐步复苏趋势。2023 年为一带一路倡议十周年，包括不限于东盟峰会、金砖国家领导人峰会、“一带一路”高峰论坛等高规格会议会在今年相继举办，关注“一带一路”催化下工程机械板块行情。工程机械为“一带一路”核心板块之一，2023 年 1-2 月，我国对“一带一路”相关的 65 个国家非金融类直接投资 40 亿美元，同比增长 28%，行业分布以基建类项目为主，能源，交通行业占比最大，合计占比 60%以上。2023 年工程机械龙头出口收入占比约占一半，仍在持续提升，其中“一带一路”占比达 70%以上，政治关系改善背景下深度受益。此外，行业相关公司回购不断，基本面边际向好、估值处于历史低位，具备吸引力。推荐全球工程机械龙头【三一重工】，国企改革估值弹性【徐工机械】，挖机及高机高速拓展【中联重科】，上游核心零部件【恒立液压】。 风险提示：下游固定资产投资不及市场预期；行业周期性波动；疫情影响持续

(证券分析师：周尔双 证券分析师：黄瑞连 证券分析师：罗悦 证券分析师：刘晓旭)

锂电一季度明显分化，光储一季度业绩总体高增

投资要点 电气设备 8932 下跌 0.01%，表现弱于大盘。本周（4 月 24

日-4月28日,下同)发电及电网涨2.6%,核电涨1.94%,风电涨1.91%,发电设备涨0.45%,电气设备跌0.01%,新能源汽车跌0.53%,光伏跌1.53%。涨幅前五为通合科技、广大特材、金利华电、杭可科技、万马股份;跌幅前五为必康股份、东软载波、德方纳米、中科电气、寒锐钴业。行业层面:储能:全国:国家能源局发文,要求按需建设储能,加强电力市场管理;甘肃:发布电力需求响应市场实施方案,规定市场化电力用户度电分摊上限为0.01元/kW·h;广东:湛江发布新能源项目工作指导意见,要求合理配置储能系统;河南:发布新型储能发展征求意见稿,规定独立储能补贴调峰0.3元/kWh;云南:发布电力需求响应方案,规定5MW/2h以上储能项目可参与;日本:日本经济产业省将对日本企业在锂等重要矿物的冶炼和矿山开发项目的一半成本进行补贴。电动车:特斯拉全球大涨价,国内m3和y车型全线上涨2k元;4月比亚迪销21万辆,同环比+98%/2%,广汽埃安销4.1万辆,同环比+302%/2%,蔚来销0.67万辆,同环比+31%/-36%,小鹏销0.71万辆,同环比-21%/+1%,理想销2.57万辆,同环比+516%/+23%,零跑销0.87万辆,同环比-4%/+41%,极氪销0.81万辆,同环比+279%/+22%,哪吒销1.11万辆,同环比+26%/+10%;日本:政府拟向锂等关键矿产项目提供补贴,至多覆盖一半成本;通用汽车:传与三星SDI合建新电池厂;现代汽车:将与SK在美国成立电池合资企业,考虑同LG新能源和SK On在美设电池合资企业斥资万亿韩元;蜂巢能源:已补交最新财务资料,最快年内科创板上市;福田汽车:计划在墨西哥建第二座工厂生产电动汽车,准备与宁德时代合作。百川金属钴26.85万元/吨,本周-2.7%;MB钴(低级)15.55美元/磅,本周-4.5%;MB钴(高级)15.75美元/磅,本周-5.6%;上海金属网镍19.35万元/吨,本周-1.3%;百川工业级碳酸锂15.7万元/吨,本周+18.0%;百川电池级碳酸锂18.6万元/吨,本周+7.4%;百川氢氧化锂19.34万元/吨,本周-11.9%;百川磷酸铁锂电解液材料3.1万元/吨,本周-1.6%;百川磷酸铁1.36万元/吨,本周-1.4%;SMM磷酸铁锂动力正极材料6.9万元/吨,本周-2.1%;百川针状焦负极材料1.01万元/吨,本周-4.1%;百川石油焦负极材料0.24万元/吨,本周+0.4%;百川六氟磷酸锂8.55万元/吨,本周+0.6%。新能源:全国:3月光伏新增13.3GW,同增463%;中央政治局:加快推进储能等设施建设和;欧洲:2023Q1太阳能PPA价格迎来两年来首降;美国:白宫表态将否决重征东南亚进口太阳能关税议案;IRA法案:美国IRA法案或大幅缩减,光储税收抵免遭修改;德国:2023Q1新增2.6GW光伏;天合光能:行业首位,天合获钛和认证零碳工厂;广东电网:十四五新能源可计入93.7GW,广东电网公司统筹考虑;晶科能源:获批扩建美国工厂。根据Solarzoom,本周单晶硅料182元/kg,环降6.67%;单晶硅片182mm 6.40元/片,环降1.23%,单晶硅片210mm 8.05元/片,环平;单晶PERC182/210电池1.09/1.14元/W,环平;单面PERC182/双面TOPCon182组件1.74元/1.83元/W,环平/环降1.08%;玻璃3.2mm/2.0mm 26.0/18.5元/平,环平。2022年全国(除港澳台地区外)累计风电吊装容量3.96亿千瓦。本周风电招标2.66GW,均为陆上。本周开/中标0.86GW,其中陆上0.16GW、海上0.7GW。按美元计价,1-3月太阳能电池(含组件)累计出口118.6亿美元,累计同增11.9%(22Q1印度抢装基数较高);3月出口49亿美元,同增32%,环增43%。电网:2023年1-3月电网累计投资668亿元,同比+7.5%。公司层面:汇川技术:1)22年营收230.1亿元,同比+28%,归母净利43.2亿元,同比+21%;2)23Q1营收47.8亿元,同比+0.07%,归母净利7.5亿元,同比+4%。隆基绿能:22年营收1290亿,同增59%;

归母净利 148.1 亿，同增 63%；23Q1 营收 283.2 亿，同增 52%，归母净利 36.4 亿，同增 37%。阳光电源：1) 22 年营收 402.6 亿元，同比+67%，归母净利 36 亿元，同比+127%；2) 23Q1 营收 125.8 亿元，同比+175%，归母净利 15.1 亿元，同比+267%。亿纬锂能：23Q1 营收 111.9 亿元，同比+66%，归母净利 11.4 亿元，同比+119%。中伟股份：1) 22 年营收 303 亿元，同比+51%，归母净利 15.4 亿元，同比+64%；2) 23Q1 营收 79 亿元，同比+25%，归母净利 3.4 亿元，同比+34%。通威股份：1) 22 年营收 1424 亿元，同比+120%，归母净利 257 亿元，同比+217%；2) 23Q1 营收 332 亿元，同比+35%，归母净利 86 亿元，同比+66%。恩捷股份：23Q1 营收 25.7 亿元，同比-0.9%，归母净利 6.5 亿元，同比-29%。科达利：23Q1 营收 23.3 亿元，同比+49%，归母净利 2.4 亿元，同比+43%。新宙邦：23Q1 营收 16.5 亿元，同比-39%，归母净利 2.5 亿元，同比-52%。当升科技：23Q1 营收 46.9 亿元，同比+22%，归母净利 4.3 亿元，同比+11%。锦浪科技：1) 22 年营收 58.9 亿元，同比+78%，归母净利 10.6 亿元，同比+124%；2) 23Q1 营收 16.5 亿元，同比+50%，归母净利 3.2 亿元，同比+97%。固德威：1) 22 年营收 47.1 亿元，同比+75.88%，归母净利 6.5 亿元，同比+132%；2) 23Q1 营收 17.2 亿元，同比+165%，归母净利 3.4 亿元，同比+3474%。良信股份：23Q1 营收 9.3 亿元，同比+16.29%，归母净利 0.9 亿元，同比+18%。星源材质：1) 22 年营收 28.8 亿元，同比+55%，归母净利 7.2 亿元，同比+154%；2) 23Q1 营收 6.6 亿元，同比+0.04%，归母净利 1.8 亿元，同比+10%。晶澳科技：23Q1 营收 205 亿元，同比+66%，归母净利 25.8 亿元，同比+244%。天合光能：1) 22 年营收 850.5 亿元，同比+91%，归母净利 36.8 亿元，同比+104%；2) 23Q1 营收 213.2 亿元，同比+40%，归母净利 17.7 亿元，同比+225%。晶科能源：22 年营收 826.8 亿，同增 104%；归母 29.4 亿，同增 157%；23Q1 营收 231.5 亿，同增 58%，归母 16.6 亿，同增 313%。爱旭股份：23Q1 营收 77.4 亿元，同比-1.04%，归母净利 7 亿元，同比+208.78%。林洋能源：1) 22 年营收 49.4 亿元，同比-7%，归母净利 8.6 亿元，同比-8%；2) 23Q1 营收 10.6 亿元，同比+8%，归母净利 2 亿元，同比+10%。福莱特：23Q1 营收 53.6 亿元，同比+52.9%，归母净利 5.1 亿元，同比+17%。金风科技：23Q1 营收 55.6 亿元，同比-13%，归母净利 12.3 亿元，同比-2%。日月股份：23Q1 营收 10.7 亿元，同比+9%，归母净利 1.3 亿元，同比+121%。

投资策略：储能：22 年美国储能装机 4.8GW/12.18Gwh，同增 34/12%，Q4 低于预期主要是有 3GW 项目延期，23 年 3 月底备案量达 29GW，环增 12%，美国大储 23 年重回 150% 以上增长；国内储能 22 年 13-15Gwh，同增 150%+，今年 1-4 月招标超 20Gwh，4 月底开始需求明显好转，今年预计 150% 以上增长；欧洲户储一季度淡季预计全年需求向好；非洲因缺电光储需求旺盛；全球储能三年的 CAGR 为 60-80%，持续高成长，继续强烈看好储能逆变器/PCS 和储能电池龙头。电动车：4 月国内已披露的 10 家电动车车企销量合计 32.3 万辆，同环比+106%/+3%，欧洲主流五国合计销量 6.1 万辆，同环比+18.8%/-38.6%，均符合预期。5 月锂电行业排产环比 20% 复苏，随着一季报出完业绩的下修完成，碳酸锂在 15-20 万之间企稳反弹，电动车为基本面、估值、预期最低点，看好 5-6 月盈利低点出现+需求逐步好转后锂电板块酝酿反转，首推盈利确定的电池环节及盈利趋势稳健的结构件、负极&电解液、隔膜龙头等。光伏：本周致密料成交均价 180 元/公斤，4 月硅料供给量约 11.5 万吨，环增 5%，预计后续硅料持续下跌，组件招标价格跌破 1.7 元/瓦，需求部分启动，Q2 组件厂预计出货量环增 25%+；Topcon 投产持续加速，晶科

速度和效率均领先，今年光伏供给瓶颈解决，储备项目释放，美国和中国市场确定高增，欧洲等保持稳健增长，预计 23 年全球光伏装机 375GW+，同增 45% 以上，继续全面看好光伏板块成长，看好逆变器、组件、topcon 新技术龙头。工控：Q1 工控公司订单均微增，4 月高基数压力大，我们预计 Q2-Q3 行业有望拐点向上，国产替代持续加速，看好汇川技术及国内龙头。风电：陆风 22 年需求旺盛，海风 22 年招标放量，23 年恢复持续高增长，重点推荐零部件&海风龙头。电网：投资整体稳健，关注特高压、储能、一带一路、中特估等结构性方向。重点推荐标的：宁德时代（动力&储能电池全球龙头、优质客户、领先技术和成本优势）、阳光电源（逆变器全球龙头、储能集成业务进入爆发期）、科达利（结构件全球龙头、结构创新受益）、亿纬锂能（动力&储能锂电上量盈利向好、消费类电池稳健）、天赐材料（电解液&六氟龙头、新型锂盐领先）、璞泰来（负极&隔膜涂覆全球龙头、布局复合铜箔）、比亚迪（电动车销量持续向好、电池外供加速）、晶澳科技（一体化组件龙头、2023 年利润弹性可期）、天合光能（210 组件龙头战略布局一体化、户用系统和储能爆发）、固德威（组串逆变器高增长，储能电池和集成有望爆发）、德业股份（并网逆变高增、储能逆变器和微逆成倍增长）、晶科能源（一体化组件龙头、topcon 明显领先）、汇川技术（通用自动化开始复苏龙头 Alpha 明显、动力总成国内外全面突破）、禾迈股份（微逆龙头出货有望连续翻番、储能产品开始导入）、锦浪科技（组串式逆变器龙头、储能逆变器成倍增长）、科士达（UPS 全球龙头、户储 ODM 绑定大客户起量弹性大）、隆基绿能（单晶硅片和组件全球龙头、新电池技术值得期待）、容百科技（高镍正极龙头、产能释放高增可期）、恩捷股份（湿法隔膜全球龙头、盈利能力强且稳定）、星源材质（隔膜龙二、量利双升）、派能科技（户储电池龙头翻番以上增长、盈利能力超预期）、新宙邦（电解液&氟化工齐头并进）、华友钴业（镍钴龙头、前聚体龙头）、昱能科技（微逆龙头有望连续翻番、大举布局储能）、三花智控（热管理全球龙头、布局机器人业务）、宏发股份（继电器全球龙头、高压直流翻倍增长）、平高电气（特高压交直流龙头、业绩拐点）、通威股份（硅料和 PERC 电池龙头、大局布局组件）、钧达股份（Topcon 电池龙头、扩产上量）、福斯特（EVA 和 POE 胶膜龙头、感光干膜上量）、德方纳米（铁锂需求超预期、锰铁锂技术领先）、天奈科技（碳纳米管导电龙头，进入上量阶段）、中伟股份（前聚体龙头、镍冶炼布局）、东方电缆（海缆壁垒高格局好，龙头主业纯粹）、大金重工（自有优质码头，双海战略稳步推进）、日月股份（铸件龙头盈利修复弹性大）、金雷股份（陆上需求旺盛，锻造主轴龙头量利齐升，铸件产能释放）、爱旭股份、当升科技、尚太科技、许继电气、TCL 中环、天顺风能、思源电气、国电南瑞、福莱特、中信博、振华新材、雷赛智能、美畅股份、上机数控、三一重能、新强联、贝特瑞、禾川科技、嘉元科技、诺德股份、大全能源、九号公司、金风科技。建议关注：聚和材料、上能电气、亿晶光电、盛弘股份、华电重工、昇辉科技、帕瓦股份、通合科技、科陆电子、东方日升、通灵股份、快可电子、宇邦新材、元琛科技、欣旺达、厦钨新能、信捷电气、岱勒新材、赣锋锂业、天齐锂业、中科电气、明阳智能、海力风电、泰胜风能等。风险提示：投资增速下滑，政策不及市场预期，价格竞争超市场预期。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕）

环保行业跟踪周报：财政部推进第三批海绵城市建设，政策红利凸显
 投资要点 重点推荐：美埃科技，凯美特气，国林科技，金科环境，景津装备，三联虹普，赛恩斯，新奥股份，天壕环境，仕净科技，英

科再生，高能环境，九丰能源，宇通重工，光大环境。 建议关注：盛剑环境，华特气体，ST龙净，再升科技，卓越新能。 第三批海绵城市建设推进，政策红利凸显。财政部发布第三批海绵城市建设示范城市总数 15 个，通过竞争性选拔方式确定。评选时，将综合考虑城市已有海绵城市建设工作基础、工作方案成熟度等因素，并适当向经济基础好、配套能力强、城市洪涝治理任务重、投资拉动效益明显的省份倾斜。中央财政按区域对示范城市给予定额补助。其中：地级及以上城市：东部每个城市 9 亿元，中部每个城市 10 亿元，西部每个城市 11 亿元。县级市：东部每个城市 7 亿元，中部每个城市 8 亿元，西部每个城市 9 亿元，政策红利凸显。 光伏一季度新增装机 33.66GW，变身全国第二大电源。1-3 月光伏新增装机量 33.66GW，同比增长 154.81%。截至 3 月底，全国累计发电装机容量约 26.2 亿千瓦，同比增长 9.1%。其中，风电装机容量约 3.8 亿千瓦，同比增长 11.7%；太阳能发电装机容量约 4.3 亿千瓦，同比增长 33.7%。值得重视的是，截至 3 月底，光伏累计装机也超越水电，成为全国第二大电源。 关注泛半导体等环保设备+再生资源+天然气投资机会。(1) 技术驱动设备龙头：① 半导体配套：A) 耗材：进入高端制程/外资客户，重点推荐【美埃科技】电子洁净过滤设备，海外大厂+耗材占比提升驱动加速成长；建议关注半导体洁净室上游滤材和过滤器设备【再升科技】；电子特气新品类突破、制程升级，重点推荐【凯美特气】，建议关注【华特气体】。B) 设备：国产化，份额显著突破：建议关注半导体制程废气处理【盛剑环境】；重点推荐【国林科技】臭氧发生器介入半导体清洗，国产化从 0 到 1。② 压滤设备：重点推荐【景津装备】全球压滤机龙头，下游新兴领域促成长，配套设备+出海贡献新增长极。③ 光伏配套重点推荐【仕净科技】光伏制程污染防控设备龙头，单位价值量 5-11 倍提升成长加速，水泥固碳&光伏电池片积极拓展第二成长曲线；建议关注【金科环境】水深度处理及资源化专家，数字化软件促智慧化应用升级，促份额提升。光伏再生水开拓者，水指标+排污指标约束下百亿空间释放。(2) 再生资源：① 重金属资源化：重点推荐【赛恩斯】重金属污酸、污废水治理新技术，政策驱动下游应用打开+紫金持股。欧洲碳需求驱动：再生塑料减碳显著，欧盟强制立法拉动需求，重点推荐【三联虹普】尼龙&聚酯再生 SSP 技术龙头，携手华为云首个纺丝 AI 落地；【英科再生】。生物油原料供应修复单位盈利回升。欧盟减碳加码&生柴原料限制下，UCOME 迎替代性成长良机。建议关注【卓越新能】。危废资源化：重点推荐【高能环境】经济复苏 ToB 环保迎拐点+项目放量期。(3) 天然气：重点推荐【新奥股份】龙头城燃转口气量稳定性提升，【天壕环境】稀缺管道资产+布局气源，【九丰能源】。 最新研究：金科环境深度：水深度处理及资源化专家，数字化产品升级&切入光伏再生水迎新机遇；国林科技：乙醛酸爬坡进行时，半导体臭氧贡献新成长；三联虹普：2022 年新签单再创新高，工业 AI 集成应用增长亮眼；高能环境：深度资源化即将投产，发展加速&产业链协同；景津装备：2023Q1 业绩高增 40%，成套装备+出海铸就新成长。 风险提示：政策推广不及预期，利率超预期上升，财政支出低于预期

(证券分析师：袁理 研究助理：朱自尧)

石油石化行业跟踪周报：原油周报：经济衰退抑制原油需求，国际油价大幅下跌

投资要点 【油价回顾】本周虽美国原油库存减少及对亚洲乐观需求预期支撑油价，但投资者对美联储加息预期增强，致市场被经济衰退的担忧情绪笼罩，恐进一步抑制原油需求，国际油价基本回吐跳空涨

幅。周前期，尽管欧元区和英国强劲的经济数据及对亚洲能源需求前景乐观的预期支撑油价，但欧美主要央行货币紧缩政策或致经济面临下行风险，市场担忧经济衰退将会削弱需求，国际油价涨幅受限。周后期，投资者对美国经济前景的担忧加深，抵消了中国能源需求增加及美国原油库存跌幅超预期的利好，加之美元走强令油价承压，国际油价大幅下跌。 【油价观点】预计 2023 年油价仍然高位运行：供给端：紧张。能源结构转型背景下，国际石油公司依旧保持谨慎克制的生产节奏，资本开支有限，增产意愿不足；受制裁影响，俄罗斯原油增产能力不足且会一定程度下降；OPEC+供给弹性下降，减产托底油价意愿强烈，沙特控价能力增强；美国原油增产有限，长期存在生产瓶颈，且从 2022 年释放战略原油库存转而进入 2023 年补库周期。需求端：增长。今年国内经济恢复，引领全球原油需求增长，海外市场或将担心经济衰退引起原油需求下滑。综合国内外来看，全球原油需求仍保持增长态势。我们认为，油价出现大幅暴跌可能性较小，油价或将持续高位运行。 【原油价格板块】截止至 2023 年 04 月 28 日当周，布伦特原油期货结算价为 79.54 美元/桶，较上周下降 2.12 美元/桶（环比-2.60%）；WTI 原油期货结算价为 76.78 美元/桶，较上周下降 1.09 美元/桶（环比-1.40%）；俄罗斯 Urals 原油现货价为 55.73 美元/桶，较上周下降 1.30 美元/桶（环比-2.28%）；俄罗斯 ESPO 原油现货价为 69.45 美元/桶，较上周下降 1.10 美元/桶（环比-1.56%）。 【美国原油板块】1) 供给端。产量板块：截止至 2023 年 04 月 21 日当周，美国原油产量为 1220 万桶/天，较之前一周减少 10 万桶/天。钻机板块：截止至 2023 年 04 月 28 日当周，美国活跃钻机数量为 591 台，与上周持平。压裂板块：截止至 2023 年 04 月 28 日当周，美国压裂车队数量为 294 部，较上周增加 4 部。2) 需求端。截止至 2023 年 04 月 21 日当周，美国炼厂原油加工量为 1583.3 万桶/天，较之前一周减少 1.1 万桶/天，美国炼厂原油开工率为 91.30%，较之前一周上升 0.3pct。3) 原油库存。截止至 2023 年 04 月 21 日当周，美国原油总库存为 8.28 亿桶，较之前一周减少 607.5 万桶（环比-0.73%）；商业原油库存为 4.61 亿桶，较之前一周减少 505.4 万桶（环比-1.08%）；战略原油库存为 3.67 亿桶，较之前一周减少 102.1 万桶（环比-0.28%）；库欣地区原油库存为 3306.9 万桶，较之前一周增加 31.9 万桶（环比+0.97%）。4) 成品油库存。截止至 2023 年 04 月 21 日当周，美国汽油总体、车用汽油、柴油、航空煤油库存分别为 22113.6、1647.7、11151.3、4078.2 万桶，较之前一周分别-240.8（环比-1.08%）、-29.4（环比-1.75%）、-57.7（环比-0.51%）、+89.1（环比+2.23%）万桶。 【相关上市公司】中国海油/中国海洋石油（600938.SH/0883.HK）、中国石油/中国石油股份（601857.SH/0857.HK）、中国石化/中国石油化工股份（600028.SH/0386.HK）、中海油服（601808.SH）、海油工程（600583.SH）、海油发展（600968.SH）、石化油服/中石化油服（600871.SH/1033.HK）、中油工程（600339.SH）、石化机械（000852.SZ）。 【风险提示】1) 地缘政治因素对油价出现大幅度的干扰。2) 宏观经济增速严重下滑，导致需求端严重不振。3) 新能源加大替代传统石油需求的风险。4) OPEC+联盟修改石油供应计划的风险。5) 美国解除对伊朗制裁，伊朗原油快速回归市场的风险。6) 美国对页岩油生产环保、融资等政策调整的风险。7) 全球 2050 净零排放政策调整的风险。

（证券分析师：陈淑娴 证券分析师：郭晶晶）

石油石化行业跟踪周报：大炼化周报：原油价格下跌，长丝企业减产降负稳定市场

投资要点 【六大炼化公司涨跌幅】截至 2023 年 04 月 28 日，6 家民营大炼化公司近一周股价涨跌幅：东方盛虹（环比+1.69%）、桐昆股份（环比-3.73%）、恒力石化（环比-4.18%）、荣盛石化（环比-4.55%）、新凤鸣（环比-7.05%）、恒逸石化（环比-11.33%）。近一月涨跌幅为荣盛石化（环比+2.40%）、恒逸石化（环比-1.54%）、恒力石化（环比-2.29%）、新凤鸣（环比-7.21%）、东方盛虹（环比-7.65%）、桐昆股份（环比-8.25%）。**【国内外重点炼化项目价差跟踪】**国内重点大炼化项目本周价差为 2857.06 元/吨，环比减少 51.69 元/吨（环比-1.78%）；国外重点大炼化项目本周价差为 1177.50 元/吨，环比减少 73.89 元/吨（环比-5.90%），本周布伦特原油周均价为 80.65 美元/桶，环比减少 2.91 美元/桶（环比-3.48%）。**【聚酯板块】**本周聚酯板块整体下行。本周原油价格下跌，聚酯板块成本端支撑不足。聚酯上游的 PX、PTA、MEG 受下游聚酯端减产影响，需求不足；聚酯下游的长丝、短纤厂商进行促销和减产等行为，尽管下游需求不佳，但原油价格下行趋势更强，本周价差已同比有所好转；聚酯下游的瓶片需求较弱，本周价格继续下跌。**【炼油板块】**本周成品油价格稳定运行。成本面：本周虽美国原油库存减少及对亚洲乐观需求预期支撑油价，但投资者对美联储加息预期增强，致市场被经济衰退的担忧情绪笼罩，恐进一步抑制原油需求，国际油价基本回吐跳空涨幅。需求面：天气继续变暖，五一假期继续临近，汽柴煤油需求整体向好。然前期下游厂商备货较多，市场以刚需交易为主，因此本周汽柴煤价格稳中小跌。本周国内汽油、柴油、航煤周均价分别为 9145.71（环比-22.29）、8114.14（环比+23.14）、7288.71（环比+7.00）元/吨，折合 180.82（环比-1.08）、160.42（环比-0.11）、144.10（环比-0.37）美元/桶。国内汽油、柴油、航煤与原油价差分别为 5083.26（环比+109.54）、4051.69（环比+154.97）、3226.26（环比+138.82）元/吨，折合 100.17（环比+1.83）、79.77（环比+2.80）、63.45（环比+2.54）美元/桶。受汇率波动影响，国内成品油价差变化与以美元计单桶成品油价差出现了相反的变化趋势。**【化工板块】**本周化工板块整体平稳运行。本周成本端支撑不足，但多数化工品仅小幅下跌，个别化工品则价格强势上涨。整体来看，本周化工板块运行平稳。具体来看，聚乙烯市场弱势下行。EVA 市场继续重心下移。纯苯及苯乙烯市场延续弱势。聚丙烯价格稳定运行。丙烯腈市场偏好整体。PC 市场跌幅放缓。MMA 市场强势上行。风险提示：1) 大炼化装置投产，达产进度不及预期。2) 宏观经济增速严重下滑，导致需求端严重不振。3) 地缘政治以及厄尔尼诺现象对油价出现大幅度的干扰。4) PX-PTA-PET 产业链产能的重大变动。

（证券分析师：陈淑娴 证券分析师：郭晶晶）

医药行业 2022 年及 23Q1 总结报告：百业待兴，看好疫后复苏和创新产业链两大主线

Ø 医药行业：2022 年 405 家医药上市公司收入总额同比增速为 8.20%、归母净利润总额同比增速达-9.40%、扣非归母净利润总额同比增速达-3.60%，主要系疫情影响所致。2023Q1 季度 405 家医药上市公司收入总额同比增速为 10.47%、归母净利润总额同比增速达 16.68%、扣非归母净利润总额同比增速达 13.80%，我们判断主要是一月份受疫情影响较大，后续疫后复苏将更加明显。Ø 中药：63 家中药公司 2022 年营业收入总额同比增速为 5.1%、归母净利润总额同比增速为-0.9%、扣非归母净利润总额同比增速为 17.7%；2023Q1 收入总额同比增速为 14.7%、归母净利润总额同比增速为 45.9%，扣非归母净利润总额同比增速为 31.3%，2023Q1 行业相比 2022Q4 上升明显。2023Q4、2023Q1 同比前期上升明显，主要系 22Q4、23Q1 存在部分涉疫订单所，致叠

加疫后中药消费品有所回升所致。我们认为中医药是目前国家最支持的行业之一。估值性价比高，各公司业绩快速放量，重点推荐中药创新药企业、国企改革估值重塑企业等。推荐：太极集团，康缘药业，方盛制药等。

Ø 化学制剂：96家化学制剂公司2022年收入总额同比增速为2.6%，归母净利润总额同比增速为-2.9%，扣非归母净利润总额同比增速为11.8%。2023Q1收入总额同比增速为5.57%，归母净利润总额同比增速为15.96%，扣非归母净利润总额同比增速为16.88%。新冠疫情对于化学制剂板块业绩收入影响显著，随着2023Q1国内疫情逐渐转好和复工复产的有序进行，化学制剂尤其是医院端诊疗板块业绩迅速回升。我们认为，随着国内创新研发进程的不断推进，化学制剂板块仍将不断分化，创新药研发企业仍将成为化学制剂板块业绩增长的核心催化剂，院内诊疗标的将持续受益于疫后门诊和手术的恢复。推荐：恒瑞医药、科伦药业、恩华药业、人福医药、康宁杰瑞、荣昌生物、康诺亚、和黄医药等，关注：百济神州、泽璟制药、亚虹医药等。

Ø 科研服务：14家公司2022年收入总额同比增速为26.7%，归母净利润总额同比增速为-19.0%，扣非净利润总额同比增速为-11.9%。2023Q1收入总额同比增速为-12.2%、归母净利润总额同比增速为-63.8%，扣非净利润总额同比增速为-71.3%。科研服务公司受Q4防疫政策变化影响，以及需求具备前置性，使Q4与Q1业绩均不及预期，但我们认为Q2有望迎来业绩拐点，且赛道高成长逻辑不变，长期前景乐观。推荐：泰坦科技、诺禾致源、百普赛斯、药康生物、海尔生物、奥浦迈等。

Ø 医疗服务：14家医疗服务上市公司2022同比2021的收入、归母净利润、扣非归母净利润总额增速为18.6%、-12.1%、-7.8%；2022Q4同比于2021Q4的收入、归母净利润、扣非归母净利润总额增速分别为4.06%、-501.6%、-300.1%。2023Q1同比于2022Q1的收入、归母净利润、扣非归母净利润总额增速分别为-8.10%、-33.0%、-46.0%。眼科公司2023年Q1季度业绩恢复亮眼。2022年Q4收入、归母净利润、扣非归母净利润增速为-14.45%、-108.7%、-54.1%；2023Q1收入、归母净利润、扣非归母净利润增速为21.29%、52.34%、33.9%。2023年Q1医疗服务复苏数据整体不错，尤其高端医疗、眼科等赛道，随着需求持续释放，二季度延续恢复趋势，将有望实现环比加速。建议关注：普瑞眼科、华夏眼科、爱尔眼科、三星医疗、海吉亚、固生堂等。

Ø 医疗器械：81家医疗器械公司2022收入总额同比增速为1.7%、归母净利润总额同比增速为-21.6%、扣非归母净利润总额同比增速为-21.3%；2023Q1收入总额同比增速为12.3%、归母净利润总额同比增速为18.4%，扣非归母净利润总额同比增速为17.4%，2023Q1行业相比2022Q4增长明显，主要系院内常规诊疗业务逐步恢复所致。我们认为，后疫情时代，院内诊疗快速恢复，相关治疗性耗材以及康复设备及耗材最有望受益；此外，新技术的出现，往往带来行业性的变革，有望出现新的投资机会。推荐：联影医疗、惠泰医疗、爱博医疗、海泰新光、鱼跃医疗、威高骨科，建议关注美好医疗、维力医疗等。

Ø 生物制品：54家生物药公司2022年全年收入总额同比增速为2.80%，扣非净利润总额同比增速为-79.8%。2023Q1收入总额同比增速为0.45%、归母净利润总额同比增速为58.1%，扣非净利润总额同比增速为78.3%，疫情影响逐步消退，净利润恢复增长。生物药是目前全球发展最快的领域之一，国内在鼓励创新的大政策推动下，以重组蛋白和单抗为代表的产品正加速上市，上市后有望通过医保价格谈判纳入医保放量，我们认为行业高景气度将中长期延续。建议关注：长春高新、智飞生物等。

Ø 创新药产业链：22家CXO公司2022年收入、归母净利

润、扣非归母净利润总额同比增速为 58.9%、56.9%、89.3%。2023Q1 收入、归母净利润、扣非归母净利润总额同比增速为 10.7%、20.7%、9.0%。在环保趋严、医药生产制造向低成本地区转移、全球专利悬崖、集采、医保谈判、鼓励创新药研发等大背景下，CXO 企业明显获益。自 2022 年初以来 CXO 板块经历大幅度调整，究其主因是反映下游创新药企业研发需求下降带来的 CXO 公司业绩增速下滑，我们认为，CXO 板块估值处于历史低位，随着创新药行情逐渐回暖，新药研发需求增长，CXO 基本面有望迎来边际改善，建议 Q2 积极关注 CXO 板块底部机会。推荐：泰格医药、药明生物、金斯瑞生物科技、康龙化成、诺思格、阳光诺和。Ø 原料药：40 家原料药公司 2022 年收入、归母净利润、扣非归母净利润总额同比增速为 5.2%、27.0%、30.0%。2023Q1 收入、归母净利润、扣非归母净利润总额同比增速为 7.6%、-11.0%、-8.3%。在 2022 年下半年疫情、原材料涨价等不利因素消除后，2022 年板块总体保持良好恢复。短期看，目前化工品、石化工业原材料价格触顶回落，2023 年有望逐季度加速恢复。中长期看，原料药制剂一体化和 CDMO 化是原料药行业必然趋势，企业盈利能力显著增强。我们看好 1) 下游制剂放量较快，2) 原料药制剂一体化，3) 横向进入 CDMO 领域，4) 掌握高壁垒关键中间体或 API 的原料药企业。推荐华海药业、天宇股份、普洛药业、国邦医药，建议关注奥翔药业、仙琚制药等。Ø 药店：7 家药店 2022 年收入、归母净利润、扣非归母净利润总额同比增速分别为 29.3%、29.2%、34.4%；2023Q1 年收入、归母净利润、扣非归母净利润总额同比增速分别为 26.6%、30.9%、33.1%；2022 年业绩高速增长，主要原因为防疫相关物资带动零售规模增长；随着疫后逐步放开，2023Q1 收入和利润增速同比大幅提升。长期看医疗需求与处方药外流推动行业稳健增长，上市公司内生增长与外延扩张稳步推进。建议关注：益丰药房、大参林、老百姓。Ø 医药流通：22 家医药流通上市公司 2022 年同比 2021 的收入、归母净利润、扣非归母净利润总额增速为 6.57%、-13.73%、2.94%；2023Q1 同比于 2022Q1 的收入、归母净利润、扣非归母净利润总额增速分别为 14.4%、21.1%、16.7%。2023Q1 季度收入及归母净利润增长提速，净利率小幅提升。未来零售药店和基层医疗终端份额占比逐步上升，且行业集中度不断提升、总代业务不断增长等，龙头商业企业价值进一步凸显。建议关注：润达医疗、九州通。Ø 总结：2022 年 Q1-Q4 收入增长最快的三个细分领域依次为医疗服务、创新药产业链、科研服务；利润增长最快的三个细分领域依次为创新药产业链、医疗服务、药店。2023 年 Q1 收入增长最快的三个细分领域依次为 IVD、血制品、药店；利润增长最快的三个细分领域依次为生物药、中药、药店。三年的疫情，前两年医药整体受益，22 年封控长且广，医药受损严重。23 年 Q1 验证了我们策略报告中重点疫后复苏和创新产业链的两条主线的景气恢复情况，持续全年重点推荐。Ø 风险提示：新冠疫情反复的风险，药品和耗材降价超预期风险，医改政策执行低于预期风险。

(证券分析师：朱国广)

食品饮料行业深度报告：2022 年报&23Q1 白酒行业总结：行业向上趋势不改，放量推动增长，部分利润超预期

投资要点 2022 年：消费升级趋势不改，板块收入确定性与利润弹性仍充足。收入稳定增长，利润增速创 20 年以来新高。2022 年白酒上市公司营收 3518 亿元，同比+15%；归母净利润 1305 亿元，同比+20%，上市酒企持续放量增长，受益于消费升级价格持续走高，毛利率同比+1.3pct 至 80.2%，销售净利率同比+1.3%至 38.3%。 高端白

酒收入利润双位数增长，次高端费控推动净利率提升。2022 年高端白酒收入 2232 亿元，同比+16%；归母净利润 998 亿元，同比+19%，经营活动现金流净额 694 亿元，同比-30%；销售收现 2484 亿元，同比+11%，销售毛利率同比+0.5pct 至 85.8%，销售净利率同比+0.8pct 至 46.5%。22 年次高端白酒收入+24%，同比+39%，收入利润增速仍为三个价格带中最高，经营现金流净额 131 亿元，与 21 年同期基本持平，销售费用率/管理费用率同比-2.16pct/-1.15pct，费控效果较好推动销售净利率同比+3.04pct 至 29.57%。23Q1：开门红收入如期兑现，部分酒企利润表现超预期。收入方面：高端酒茅泸业绩超市场预期，五粮液韧性足符合预期。次高端分化明显，山西汾酒归母净利润同比+29.89%，利润超预期，主系青花系列占比提升+费控，舍得酒业稳健增长符合预期。受益于春节返乡带动及消费场景复苏，区域酒动销表现整体较好，收入增速大多稳定在 20-30%之间，其中洋河省内梦之蓝恢复较好，省外海之蓝持续跑量，古井表现亮眼，归母利润同比+43%，超市场预期。经营质量：合并 23Q1 营收及合同负债同比变动来看，茅五泸汾舍得实现稳定正增长，侧面反映蓄水池充足，销售现金及收入增速来看，五粮液、舍得酒业、洋河股份、今世缘、古井贡酒、金种子酒销售现金收入增速高于确认的收入。费用率：部分酒企在 1 季度加大品宣及消费者培育活动投入，销售费用率同比有所提升，如洋河、今世缘等，整体来看名优酒企盈利能力基本保持稳定。高端双位数稳增长，次高端阶段性承压，区域酒受益于春节返乡潮稳健增长。高端酒在外部环境持续有压力之下仍能够表现稳健，体现强大的品牌力和动销，在今年弱复苏环境下仍然有望持续保持领先表现。次高端受库存压力和弱复苏影响在一季度表现上仍存在一定压力，汾酒舍得得益于公司的节奏充分调整保持稳健，水井坊由于消费场景减少，主动控货，以确保长期持续健康成长；酒鬼酒主动进行策略调整，推进费用改革和产品矩阵结构不断优化，致力于推动公司进一步行稳致远。区域酒方面，受益于返乡潮带动以及走亲访友场景的增加，徽酒龙头业绩超预期，苏酒恢复持续。投资建议：从一季度渠道表现来看，在库存较高的情况下，弱复苏推动消费者行为相对谨慎，因此高端酒和区域酒持续领先，报表质量佳，次高端承压；我们认为上半年仍然是库存持续消化的阶段。从板块表现来看，在经历 3-4 月份的调整后，我们认为预期逐步回归合理，行业整体趋势不变，随着后续场景/经济复苏持续，不管是板块表现，或者是酒企持续的行为表现可更乐观。全年重点推荐五粮液、泸州老窖、舍得酒业、洋河股份、迎驾贡酒。风险提示：经济环境疲软、动销恢复不及预期、食品安全问题。

（证券分析师：汤军 证券分析师：王颖洁）

房地产行业跟踪周报：我国实现不动产统一登记，销售同比保持增长
投资要点 上周（2023.4.22-2023.4.28，下同）：上周房地产板块（SW）涨跌幅-2.0%，同期沪深 300、万得全 A 指数涨跌幅分别-0.1%、-0.2%，超额收益分别为-1.9%、-1.8%。29 个中信行业板块中房地产位列第 24。
房地产基本面与高频数据：（1）新房市场：上周 38 城新房成交面积 378.8 万方，环比 6.5%，同比+19.9%；2023 年 4 月 1 日至 4 月 28 日累计成交 1385.4 万方，同比+28.3%。今年截至 4 月 28 日累计成交 6037.1 万方，同比+13.6%。（2）二手房市场：上周 14 城二手房成交面积 232.0 万方，环比+7.8%，同比+55.9%；2023 年 4 月 1 日至 4 月 28 日累计成交 833.3 万方，同比+74.5%。今年截至 4 月 28 日累计成交 2973.1 万方，同比+70.1%。（3）库存及去化：上周 14 城新房累计库存 9478.8 万方，环比+0.9%，同比-0.7%；14 城新房去化周期

为 14.6 个月，环比变动-0.1 个月，同比变动-0.2 个月。一线、新一线、二线、三四线城市去化周期为 11.6 个月、8.8 个月、15.3 个月、38.9 个月，环比分别变动-0.2 个月、0.0 个月、+0.1 个月、-0.2 个月。（4）土地市场：2023 年 4 月 24 日-2023 年 4 月 30 日百城供应土地数量为 603 宗，环比-0.7%，同比-22.2%；供应土地建筑面积为 3902.3 万方，环比+26.4%，同比-24.6%。百城土地成交建筑面积 1323.9 万方，环比-49.5%，同比-66.0%；成交楼面价 2498 元/平，环比-3.5%、同比-26.3%；土地溢价率 4.6%，环比-1.1%，同比-1.9%。重点数据与政策：自然资源部在全国自然资源和不动产确权登记工作会议上宣布，我国全面实现不动产统一登记。一季度个人住房贷款投放力度加大，92%用于支持购买首套房。住房租赁贷款同比增 93.5%。地方层面，安徽多子女家庭首套住房首贷最高可贷款额度提高至 75 万元；上调无房租住商品住房公积金提取限额标准，放宽提取次数。合肥：非限购区首套房首付降至 2 成，二套房首付降至 3 成。限购区一套房贷未结清，二套房首付降至 4 成。深圳：相关部门要求二手房中介平台对外展示的房源价格必须严格按照指导价进行公示。周观点：上周 38 城新房及二手房数据环比均小幅增长，同比表现仍强。一线城市销售复苏持续性较强，部分弱二线及三四线城市复苏后劲略显不足。市场分化趋势愈发显著。我们认为今年房地产市场将维持当下的弱复苏态势，全年销售面积增速转正。推荐关注土储充裕、布局聚焦核心城市、信用资质良好的房企，未来有望率先受益于市场复苏和政策放松；同时建议关注物业和代建行业的投资机会。推荐标的：1) 开发商：保利发展、招商蛇口、滨江集团，建议关注华发股份、中国海外发展、越秀地产；2) 物业公司：华润万象生活、雅生活服务，建议关注保利物业、越秀服务；3) 代建公司：绿城管理控股。风险提示：房地产调控政策放宽不及预期；行业下行持续，销售不及预期；行业信用风险持续蔓延，流动性恶化超预期；疫情反复、发展超预期。

（证券分析师：房诚琦 证券分析师：肖畅 研究助理：白学松）

固态电池行业深度：千呼万唤始出来，犹抱琵琶半遮面

u 半固态电池先行，2023 年开启小批量装车发布，全固态电池仍处于研发阶段，预计 2030 年后实现商业化。液态锂电池已接近能量密度上限，并且仍存在热失控风险，而固态电池大幅提升电池的安全性，兼容高比容量正负极，打开能量密度天花板，因此成为动力电池下一轮技术竞赛中的关键。但全固态电池工艺并不成熟，仍处于研发阶段，存在离子电导率低、循环寿命差、倍率性能差、成本高昂等问题，制约了商业化进程。而半固态电池作为液态电池和全固态电池的过渡方案，兼具安全性、能量密度和经济性，因此率先进入产业化阶段，已率先切入无人机等高端消费领域，2023 年蔚来、上汽、东风、赛力斯等车企将陆续推出半固态版车型，续航里程超 1000km，但目前技术、产品仍不成熟，2024 年预计实现开启规模化量产，规模有望达到 5GWh，并逐渐具备经济性，2025 年成本有望降低至 0.9 元/Wh，全固态电池预计 2030 年开始商业化，预计量产仍需 5-10 年时间。u 电解质为固态电池的核心，其中氧化物进展较快，硫化物发展潜力大。半固态电池兼容现有工艺设备，对产业链冲击较小，减少电解液用量，使用聚合物+氧化物复合电解质，仍保留隔膜结构，负极升级为预锂化的硅基等材料，正极升级为高镍高电压、超高镍等材料，能量密度可达 350Wh/kg 以上。而全固态电池取消电解液，选用聚合物/氧化物/硫化物体系作为固态电解质，从而替代隔膜的作用，其中聚合物性能上限较低，氧化物目前进展较快，硫化物未来潜力最大，负极升级为

锂金属负极等材料，正极升级为镍锰酸锂、富锂锰基等新型材料，电极工艺向干法迭代，封装方式采用叠片+软包的方式，能量密度可达500Wh/kg以上。u 产业链龙头加大布局，推动半固态电池落地。电池端看，宁德时代推出凝聚态电池，兼顾安全性、能量密度和量产难度，同时布局硫化物全固态路线；比亚迪全路线布局，后续或升级固态+短刀+CTC体系；卫蓝新能源、清陶能源、赣锋锂业、辉能科技技术优异，率先落地产能；固态电解质端看，天目先导、蓝固新能源绑定卫蓝新能源，性能指标优异，上海洗霸、金龙羽也在加速布局，奥克股份从原料端延伸聚合物电解质，瑞泰新材实现原位固化锂盐LiTFSI规模量产；负极端看，兰溪致德、贝特瑞、翔丰华硅基负极进度较快；正极端看，容百科技、当升科技超高镍正极布局领先。u 投资建议：半固态技术先行，2023年开启小批量装车发布，全固态电池仍需5-10年实现商业化。固态电池产业链方面，第一条主线看好半固态电池技术领先厂商，推荐宁德时代、比亚迪、亿纬锂能，关注赣锋锂业、孚能科技、国轩高科等；第二条主线关注超高镍正极厂商，推荐容百科技、当升科技，关注厦钨新能；第三条主线关注进度领先的硅基负极厂商，推荐贝特瑞，关注翔丰华；第四条主线跟踪固态电解质厂商，关注前驱体的东方锆业、三祥新材、云南锆业、驰宏锌锗，电解质的奥克股份、上海洗霸、金龙羽、瑞泰新材。u 风险提示：新技术量产进度不及预期；行业发展不及预期；行业竞争加剧的风险。

(证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕 证券分析师：岳斯瑶)

推荐个股及其他点评

金龙汽车（600686）：国外国内向好，业绩反转可期

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年大中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）+2强（金龙+中通）。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，金龙有望跟随。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。金龙汽车：行业龙头转身，三龙齐整周期向上。金龙汽车是国内老牌客车制造公司，旗下三个子公司金龙联合/苏州金龙/金龙旅行均在业内享有盛誉，销量常年位居行业前十，公司历时十余年解决了实控人问题以及对三个子公司的控制问题，目前公司实控人为福建国资委，对三个子公司持股比例分别为100%/65.22%/60%，公司自上而下整合达到历史最优期。客车产品全布局，2022年大中轻型客车销量分别为12761/6697/26714辆，据公司年报客车销量总体市占率超过10%，呈现向上趋势。疫情后受益于客车需求回暖，公司先于行业复苏，客车销量增长领先行业，2022年收入实现182.4亿元，同比+18.30%，利润端亏损明显收窄。2023年Q1业绩持续复苏，实现归母净利润0.11亿元，环比扭亏为盈，有望通过三龙进一步整合协同盈利能力持续上移。经销模式海外市场迅速铺开，“技术输出”打开出口空间。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。公司主要通过经销模式迅速打开海外市场，通过与各地区经销商紧密合作屡获出口大单，该模式具备成长性与可复制性。创新出口模式，“技术输出”资产更轻、成本可控，公司在此路径上深耕多年，在亚非地区布局多个 KD 工厂掌握先发优势，子公司厦门金旅 2022 年 KD 出口销量 2700 辆，同比+180%，占金旅总出口超过一半，技术出口成为公司成长新动能。盈利预测与投资评级：我们预计公司 2023~2025 年营业收入为 196/218/254 亿元，同比+7%/+11%/+17%，归母净利润为 0.32/2.42/5.22 亿元，2024~2025 年同比+645%/+116%，2023~2025 年对应 EPS 为 0.05/0.34/0.73 元，PE 为 140/19/9 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)

伊利股份 (600887): 2022 年报&23 年一季度报点评: 22 年稳健收官, 23 年盈利能力有望提升

投资要点 公司发布 22 年报和 23 年一季度报，业绩超预期：2022 年公司营业总收入 1231.7 亿元，同比+11%；归母净利润 94.3 亿元，同比+8.3%。22Q4 公司营业收入 293 亿元，同比+14.5%；归母净利润 13.7 亿元，同比+80%；扣非归母净利润 10 亿元，同比+153%。23Q1 公司营业总收入 334 亿元，同比+7.7%；归母净利润 36.2 亿元，同比+2.7%；扣非归母净利润 33.2 亿元，同比+0.8%。春节备货拉动业绩，22 年稳健收官：22 年公司液奶/奶粉/冷饮收入同比+0.02%/+62%/+34%；22Q4 液奶/奶粉/冷饮收入同比+3%/+66%/+72%。我们预计 22Q4 液奶加速主因 22 年 12 月春节备货高峰拉动，预计 22 年公司奶粉内生增速超过 20%，在行业下行期表现具备韧性。2022 年主营业务毛利率/销售费用率/归母净利率同比+1.68/+1.1/-0.2pct；其中液奶/奶粉/冷饮毛利率分别同比+0.78/+1.84/-1.79pct。我们预计公司毛利率改善主因产品结构优化和控制促销力度；销售费用率扩张或因年内澳优并表，以及冬奥、世界杯等营销活动增加。23 年平稳开局，公司积极控费：23Q1 公司液体乳/奶粉/冷饮产品收入同比-2.6%/+38%/+36%，公司液奶同比下滑或受春节错期和经济复苏较慢影响；冷饮高增或因经销商旺季前加大备货力度。2023Q1 公司主营业务毛利率/销售费用率/归母净利率同比-0.7/-1.1/-0.52pct，我们预计毛利率下降或因高毛利液奶产品增速慢于基础白等低毛利产品，销售费用率下降或因公司积极控费，有效缓解公司净利率下滑。23 年公司目标稳健，中长期发展规划有望推进：根据公司年报，2023 年公司计划营业总收入 1355 亿元，同比+10%，利润总额 125 亿元，同比+17.6%。我们认为随着消费力回升、礼赠等消费场景修复，公司营收目标有望实现，此外，随着液奶等业务增速回升，规模效应叠加积极控费下，公司盈利能力有望回升，公司净利率提升的中长期规划有望持续推进。盈利预测与投资评级：我们认为公司积极控费，全年目标有望实现，但外部环境波动或影响公司复苏节奏，因此下调公司 23-25 年收入预期至 1355/1483/1617 亿元（此前 23-24 年预期为 1370/1519 亿元），同比+10%/9%/9%，下调归母净利润预期至 110/128/149 亿元（此前 23-24 年预期为 114/132 亿元），同比+17%/17%/16%，对应 PE 分别为 17/15/13x，维持“买入”评级。风险提示：原材料价格大幅上涨；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)

江淮汽车 (600418): 2022 年报及 2023 一季度报点评: 2023Q1 归母净

利润转正，合作自研齐推进

投资要点 公告要点：2022 年公司实现营业总收入 365.77 亿元，同比-9.26%；归母净利润-15.82 亿元，2021 年为 2.00 亿元；扣非后归母净利润-27.95 亿元，2021 年为-18.84 亿元。2022Q4 实现营业总收入 89.77 亿元，同环比分别-5.64%/-9.29%；归母净利润-7.99 亿元，2021Q4/2022Q3 分别为 0.05/-0.72 亿元；扣非后归母净利润-13.01 亿元，2021Q4/2022Q3 分别为-11.82/-4.15 亿元。2023Q1 实现营业总收入 107.86 亿元，同环比分别+10.26%/+20.16%；归母净利润 1.48 亿元，2022Q1/2022Q4 分别为-2.90/-7.99 亿元；扣非后归母净利润-1.02 亿元，2022Q1/2022Q4 分别为-4.80/-13.01 亿元。2022Q4 亏损同环比均扩大，主要原因为主营业务受疫情和芯片短缺影响+政府补助减少+费用率整体增大影响。受疫情/芯片短缺/行业竞争加剧影响，2022Q4 公司共实现销量 12.87 万辆，同环比分别+0.77%/-5.72%，其中乘用车销量 8.61 万辆，同环比分别+24.15%/-4.30%；商用车销量 4.26 万辆，同环比分别-27.04%/-8.47%。Q4 公司销售毛利率为 11.12%，同环比分别+4.93/+2.70pct。期间费用率方面同环比均加大，销售/管理/研发费用率分别为 5.52% /5.01% /5.35%，同比分别+1.14/+0.50/+0.74pct，环比分别+1.63/+1.01/+1.33pct。Q4 单季度其他收益为 4.81 亿元，去年同期为 13.18 亿元，同比大幅降低。2023Q1 归母净利润转正，扣非亏损环比大幅缩小。2023Q1 公司共实现销量 13.84 万辆，同环比分别+6.97%/+7.53%，其中乘用车销量 7.88 万辆，同环比分别+21.24%/-8.57%；商用车销量 5.96 万辆，同环比分别-7.42%/+40.12%，商用车环比改善明显。Q1 公司销售毛利率为 11.57%，同环比分别+4.64/0.45pct。Q1 整体控费能力增强，销售/管理/研发费用率分别为 3.13% /3.37% /3.43%，同比分别+0.09/-0.63/+0.42pct，环比分别-2.38/-1.64/-1.92pct。此外 2023Q1 出口 2.83 万辆，同环比分别+197.46%/+56.60%，出口业务持续发力。盈利预测与投资评级：公司对外积极合作，打开长期成长空间。考虑商用车业务改善明显，我们上调江淮汽车 2023-2024 年业绩预测，由 0.77/3.83 亿元上调至 2.90/4.09 亿元，我们预测 2025 年公司归母净利润为 7.4 亿元，对应 PE 为 90/64/35 倍，维持江淮汽车“买入”评级。风险提示：商用车行业景气度低预期；对外合作进展低预期；芯片/电池等关键零部件供应链不稳定风险等

（证券分析师：黄细里 研究助理：杨惠冰）

益丰药房（603939）：2022 年报及 2023Q1 报点评：新老店协同带动利润高速增长，门店数量突破一万家

投资要点 事件：2022 年公司实现营收 198.86 亿元（+29.75%，同比，下同），归母净利润 12.66 亿元（+42.54%），扣非归母净利润 12.30 亿元（+43.27%）。2023Q1 实现营收 52.66 亿元（+26.94%），归母净利润 3.36 亿元（+23.60%），扣非归母净利润 3.21 亿元（+20.80%），业绩符合预期。批发业务增速亮眼，中西成药贡献主要收入。2022 年，公司营收同比增长 29.75%，原因为老店同比内生增长及新设和并购规模加大；扣非归母净利润同比增长 43.27%，原因为新老店的协同增长及管理效益提升。公司整体毛利率为 38.27%（-0.19pct），毛利率下滑源自低毛利业务批发收入占比的提升。分业务看，2022 年公司零售业务收入 180.22 亿元（+27.93%），毛利率 40.44%（+0.55pct）；批发业务收入增速最快，实现营收 13.59 亿元（+88.81%），毛利率 9.47%（-0.91pct）。分品类看，中西成药增速较快，实现营收 147.45 亿元（+38.76%），毛利率 35.24%（+0.32pct）；中药收入 17.68 亿元（+24.11%），毛利率 46.80（+0.15pct）；非药品收入 28.68 亿元

(+4.07%)，毛利率 48.56% (+0.70pct)。 门店数量突破一万家，连锁复制能力突出。公司继续坚持“区域聚焦、稳健扩张”的发展战略，全年门店总数 10268 家（含加盟店 1962 家），同比净增 2459 家，2017-2022 门店数量 CAGR 达 37.90%。通过“新开+并购+加盟”的门店拓展模式，公司全年新增门店 2816 家，其中自建门店 1241 家，并购门店 545 家，新增加盟店 1030 家。截至 2023Q1，公司门店总数 10865 家，Q1 新增门店 661 家，其中自建门店 308 家，并购门店 154 家，新增加盟店 199 家。 持续推进商品精品战略，引入集采品种。截至 2022 年底，公司与近 600 家厂商建立了战略合作关系，遴选 1200 多个品种纳入公司商品精品库，通过厂商合作，大力引进国家集采品种。同期公司经营国家集采目录品种成分覆盖率达 98% 以上，累计新引进集采品种数量 1000 多个 SKU。 数字化转型成效显著逐步实现，医药新零售体系高效运行。公司持续推进基于会员、大数据、互联网医疗等生态化的医药新零售体系建设，O2O 上线直营门店超过 7000 家，24 小时营业配送门店 600 多家，覆盖了公司线下所有主要城市；B2C 和 O2O 业务全年实现销售收入 17.51 亿元，同比增长 55.24%，未来有望协同公司业务实现持续增长。 盈利预测与投资评级：考虑到公司门店持续扩张，我们将 2023-2024 年公司归母净利润由为 13.73/16.69 亿元调整至 15.26/18.77 亿元，预计 2025 年为 23.34 亿元，对应当前市值的估值分别为 24/20/16 倍。维持“买入”评级。 风险提示：市场竞争加剧的风险；快速拓展影响短期业绩的风险；并购门店经营不达预期的风险等。

（证券分析师：朱国广 证券分析师：冉胜男）

中公教育（002607）：2022 年及 2023Q1 业绩点评：一季度扭亏为盈，校企合作稳步开展

投资要点 事件：公司发布 2022 年报及 2023Q1 季报。2022 年公司营收 48.25 亿元（YoY-30.19%），归母净利润-11.02 亿元，亏损收窄。2023Q1 营收 8.89 亿元（YoY-26.73%），归母净利润 0.24 亿元，由负转正。 收入受疫情反复冲击的不利影响，而利润端表现亮眼 2022 年收入下滑主要由于多重超预期因素的反复冲击下，公司的直营网点和学习中心阶段性关停，招生和授课受到较大干扰。多省公务员笔试联考、国考面试、教师和事业单位考试均出现延期，对公司 2022H1 的业务收款和收入确认造成不利影响。2022H1 公司营收 22.27 亿元（YoY-54.15%），其中公务员招录培训、事业单位招录培训、教师招聘培训及教师资格培训、综合培训收入同比增速分别为-68.99%、-29.64%、-27.64%、-50.26%。而 2022H2 公司营收环比改善。 面对不利的经营环境，公司关闭无效网点，优化部分人员，实现利润改善。截至 2022 年末，公司直营分支机构总数为 1,113 个（YoY-26.19%）。公司员工总数 22,652 人（YoY-37.33%）。2022 年公司营业总成本同比下降 37.63%，销售费用同比下降 35.44%，管理费用同比下降 28.87%，支出控制卓有成效，亏损收窄。2023Q1 公司调整产品结构、降本增效、线上与线下融合多措并举，实现了营业成本和营业费用同比下降，取得了归母净利润转正的业绩亮点。 职业教育政策利好频出，公司具备规模、经验和渠道优势 2022 年国家出台了一系列促进职业教育发展的利好政策。2022 年 5 月新修订的《中华人民共和国职业教育法》正式施行，统筹推进职业教育与普通教育协调发展。2022 年 9 月，教育部、人社部分别发布新版《职业教育专业简介》和《中华人民共和国职业分类大典》。2022 年 10 月，党的二十大报告强调要“统筹职业教育、高等教育、继续教育协同创新”。2022 年 12 月，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于深化现代职业教育体系建设改革的意

见》，对职业教育部署提出具体要求。作为职教先行者，公司的规模、经验、渠道壁垒坚固。①规模优势。职业教育的需求遍布全国各省市，纵深至地级市和县。公司作为经营多年的职业培训公司，拥有1000+直营网点，覆盖300+地级市；拥有1600+专职研发人员及9000+教师，总员工数超20000人。②经验优势。通过品类间协同研发，提升了存量研发资源对新品类新业务发展的嫁接效率。通过“网点—总部指挥中枢—教学现场”的垂直一体化管理架构，提升了管理效率，赋能品类快速扩张。通过数字化管理，实现了垂直快速响应和前后台快速响应的速度经济。③渠道优势。基于规模优势和经验优势，公司与校企展开密切合作。2022年公司与河南、陕西、四川等地的职业技术学校共建专业，培训学员近4,000人。公司也和阿里巴巴、新高教、德国IB教育等企业共建，在助力就业、技能培养领域探索合作，创造优质人才供给。盈利预测与投资评级：由于公司23Q1已实现扭亏为盈，并计划进行长期重度研发投入，我们将2023-2024年公司EPS从0.06/0.23元调整为0.10/0.16元，并预计2025年公司EPS为0.18元，当前股价对应2023-2025年PE为50/31/27X，看好公司成长逻辑，维持“买入”评级。风险提示：竞争恶化、盈利改善慢于预期，消费市场不及预期等。

(证券分析师：张良卫 证券分析师：周良玖 证券分析师：吴劲草 证券分析师：谭志千)

金地集团(600383)：2022年年报点评：营收稳增长承压，财务健康投资聚焦

投资要点 事件：公司发布2022年年报。2022年实现营收1202.1亿元，同比增长21.1%；归母净利润61.1亿元，同比下降35.1%。业绩符合市场预期。营收稳步增长，短期业绩承压。2022年公司营收同比增长21.1%而归母净利润同比下降35.1%的主要原因：(1)公司2022年计提资产减值损失36.9亿元以及信用减值损失10.4亿元，同比增加32.8亿元；(2)2022年公司实现投资收益39.7亿元，同比下降44.7%；(3)少数股东损益占净利润比重同比提升6.0pct至33.4%。利润率方面，公司2022年毛利率为20.7%同比下降0.5pct，其中房地产业务毛利率为20.0%同比提升0.3pct，物业管理业务毛利率为9.1%同比下降0.9pct。2023年一季度公司实现营收143.6亿元同比增长7.5%，归母净利润5.1亿元同比下降18.8%，主要是由于前期低利润项目结算导致毛利率下行。销售稳健排名稳中有升；投资拿地审慎，高度聚焦核心城市。公司2022年实现销售金额2218亿元，同比下降22.6%。根据中指数据，公司全年销售额排名前进4位来到第8位。公司深耕一二线城市，2022年在深圳、上海、南京、大连、福州等城市市占率位居当地前列。根据中指数据，2023年1-4月公司实现销售金额591.2亿元，同比增长1.9%。公司2022年投资策略审慎，新增土地储备248万方，同比下降84.8%；拿地金额368亿元，同比下降71.9%，占销售金额比例为16.6%；拿地均价14839元/平，同比提升85.5%。公司聚焦高能级城市投资，新获取项目中一二线城市占比高达95%。截至2022年末，公司总土地储备约5182万方，权益土地储备约2345万方，其中一二线城市占比约71%。财务稳健，融资成本优化，有息负债规模下降。截至2022年末公司综合融资成本下降3bp至4.53%；持有货币资金545.1亿元，其中预售监管资金77.4亿元；有息负债规模余额为1152亿元，同比下降8.3%。公司三道红线维持绿档：净负债率52.2%，剔除预收账款资产负债率65.3%，现金短债比1.13。良好的债务结构和资金状况为公司长期可持续发展奠定基础。多元业务全面发力。物管方面：金地智慧服务2022年新增外拓合约面积超5000万

方，截至 2022 年末合同管理面积达 3.9 亿方。代建业务方面：截至 2022 年末代建业务服务项目超 115 个，累计签约面积超 1832 万方。盈利预测与投资评级：公司财务健康投资聚焦高能级城市，多元业务稳健发展。但考虑到低利润项目结算对毛利率及业绩有一定拖累，我们下调其 2023/2024 年归母净利润至 68.4/74.7 亿元（前值为 88.2/92.9 亿元），预测 2025 年利润为 81.1 亿元，对应的 EPS 为 1.51 元/1.65 元/1.80 元，对应 PE 分别为 5.2X/4.8X/4.4X，维持“买入”评级。风险提示：毛利率修复不及预期；市场景气度恢复不及预期；疫情反复影响超预期。

（证券分析师：房诚琦 证券分析师：肖畅 研究助理：白学松）

骄成超声（688392）：2022 年报&2023 一季报点评：业绩符合市场预期，超声波焊接持续高增长

投资要点 公司年报、一季报符合市场预期。公司 2022 年实现营收 5.2 亿元，同比增长 41%；实现归母净利润 1.1 亿元，同比增长 60%；实现扣非净利润 0.8 亿元，同比增长 36%；毛利率 52%，同比提升 2.9pct；2023Q1 实现营收 1.6 亿元，同比增长 76%，归母净利润 0.31 亿元，同比增长 69%，扣非净利润 0.29 亿，同比增长 80%，毛利率 51.3%，同比下降 1.9pct，符合市场预期。传统点焊加速国产替代、滚焊设备放量在即。2022 年公司动力电池超声焊设备出货 1727 台，同比增长 82.4%，对应营收 3.21 亿元，同比增长 47.3%，国内市占率约 40%。滚焊看，预计公司滚焊设备 23H2 小批量量产，24 年放量，预计贡献收入 2-4 亿元。耗材看，22 年配件收入 0.99 亿元，同比增长 63.8%，高损耗滚焊与点焊份额提升支撑高增，预计 23 年收入 1.5-2 亿元。毛利率维持较高水平、技术溢价助推量利双升。2022 年公司零部件自供比例进一步提升，动力电池超声焊设备自制发生器/换能器占比 30%-40%，支撑其毛利率同增 4.9pct 至 55.47%，配件毛利率 59.35%，同比提升 7.8pct。滚焊设备具备技术溢价，单 GWh 价值量与毛利率更高，我们预计单极单 GWh 价值量 400-500 万元，毛利率 60%+，有望充分打开公司量、利空间。应收账款回款良好、22 年经营性现金流转正。2022 年公司期间费用 1.71 亿元，期间费用率 32.6%，同比增长 6.0pct。2022 年末存货 2.59 亿元，较年初增长 38.3%；应收账款 1.03 亿元，较年初增长 18.1%；2022 年经营活动现金流净额 0.04 亿元，同比转正，其中 Q4 经营性现金流 0.7 亿元，同比增长 66.2%。2023Q1 期间费用 0.48 亿元，期间费用率 29.5%，同比下降 2.4pct，经营活动现金流净额-0.32 亿元，同比收窄 34.5%。盈利预测与投资评级：由于复合铜箔因良率等问题进展低于预期，我们下调公司 23-24 年归母净利预测至 1.68/2.64 亿元（原预测 1.82/3.56 亿元），预计 25 年归母净利 4.12 亿元，23-25 年归母净利同比增速+51%/+57%/+56%，对应 PE 51/33/21x，维持“买入”评级。风险提示：电动车销量不及预期、大客户合作未能顺利推进、零部件国产化不及预期、新技术替代。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕 证券分析师：岳斯瑶）

上汽集团（600104）：2022 年报及 2023 一季报点评：合资相对承压，看好自主+新能源+出口齐发力

投资要点 公告要点：2022Q4 公司实现营业总收入 2,166.54 亿元，同环比分别-4.61%/+2.48%；投资净收益 39.40 亿元，同环比分别-54.08%/-2.86%；归母净利润 34.68 亿元，同环比分别-17.09%/-39.57%；扣非后归母净利润-16.50 亿元，2021Q4/2022Q3

分别为 5.58/45.33 亿元。2023Q1 营业总收入 1,459.16 亿元，同环比分别 -20.03%/-32.65%；投资净收益 30.49 亿元，同环比分别 -47.60%/-22.61%；归母净利润 27.83 亿元，同环比分别 -49.55%/-19.77%；扣非后归母净利润 21.63 亿元，同比为 -56.32%。合资承压+计提较多资产减值损失+费用率上行影响下 2022Q4 扣非亏损；2023Q1 合资持续承压，投资收益同环比下滑影响业绩表现。1) 营收：2022Q4 集团销量为 153.24 万辆，同环比分别 -16.92%/-0.23%，各细分品牌中上汽通用销量同环比下滑幅度较大，集团 ASP 为 14.14 万元，同环比分别 +14.81%/+2.71%。2023Q1 上汽集团销量为 89.12 万辆，同环比分别为 -26.99%/-41.85%，细分品牌中上汽大众/通用/通用五菱销量同环比下滑幅度较大，集团 ASP 为 16.37 万元，同环比分别 +9.52%/+15.81%。2) 毛利率：2022Q4 毛利率为 9.52%，同环比分别为 +4.38/-0.43pct。毛利率同比改善较大原因为 2021Q4 毛利率受会计准则影响将运输费用由销售费用重新列报至营业成本因此基数较低，环比基本保持稳定。2023Q1 毛利率为 0.83%，同环比分别 +0.46/+0.32pct，同环比均改善。3) 费用率：2022Q4 销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.36% /4.61%/2.48%，销售费用率同环比增长较多主要原因为 Q4 智己/飞凡等品牌营销活动增加。2023Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.96% /3.78%/2.61%。4) 投资收益：上汽大众/通用 2022Q4 销量同环比均下滑，投资收益同比下滑幅度大于销量下滑幅度主要原因为 Q4 合资品牌折扣较多。2023Q1 大众/通用均承压，同时市场竞争加剧下存在一定清库压力。5) 资产处置收益：2022Q4 为 19.22 亿元，2021Q4/2022Q3 分别为 2.87/0.19 亿元，主要为无形资产处置收益 18.65 亿元；资产减值损失：2022Q4 为 10.68 亿元，2021Q4/2022Q3 分别为 5.83/1.18 亿元，主要减值资产项目包括应收账款、存货及长期资产等。盈利预测与投资评级：自主+新能源+出口齐发力，考虑市场竞争加剧，我们下调上汽集团 2023~2024 年归母净利润预期至 134.17/166.17 亿元（原为 151.22/175.08 亿元），我们预测 2025 年公司归母净利润为 227.09 亿元，对应 PE 为 12/10/7 倍。维持“买入”评级。风险提示：乘用车需求复苏低于预期；行业价格战超预期。

（证券分析师：黄细里 研究助理：杨惠冰）

广汽集团（601238）：2023 年一季报点评：Q1 业绩符合预期，看好自主新能源转型

投资要点 公告要点：广汽集团 2023Q1 实现营业总收入 265.57 亿元，同环比分别 +14.14%/-10.40%；实现投资净收益 29.55 亿元，同环比分别 -30.10%/+44.18%；实现归母净利润为 15.38 亿元，同环比分别 -48.99%/+25453%；扣非后归母净利润 14.34 亿元，同比为 -50.51%，环比转正。2023Q1 业绩整体符合预期，规模效应减弱&价格战影响毛利率，合资盈利能力环比回升。1) 营收：Q1 销量环比下滑，产品结构改善 ASP 环比提升。广汽自主 Q1 销量为 16.20 万辆，同环比 +19.69%/-11.98%（其中埃安 Q1 销量为 7.84 万辆，同环比分别为 +74.65%/-11.78%；广汽传祺的销量为 8.36 万辆，同环比分别为 -7.57%/-12.16%），广汽自主 Q1ASP 为 16.40 万元，同环比分别为 -4.64%/+1.79%，单车收入环比提升主要原因为 M8 等售价较高车型销量占比提升，产品结构改善。2) 毛利率：规模效应减弱&价格战影响环比下滑。Q1 毛利率为 4.01%，同环比分别 -2.11/-5.36pct。毛利率环比下滑较多的原因为销量环比下滑规模效应减弱+Q1 价格战影响盈利能力。3) 费用率：Q1 销售费用率 /管理费用率 /研发费用率分别为 4.01% /3.08%/1.50%，同比分别 -0.95/-1.03/0.46pct，环比分别 +2.10/-0.67

-1.07pct。销售费用率环比增加较多主要原因为 2022Q4 广宣/售后服务/销售奖励较少基数较低，2023Q1 销售费用率回归正常水平。4) 合资品牌量利承压。Q1 广本销量为 14.95 万辆，同环比分别为 -29.63%/-11.47%；广丰为 22 万辆，同环比分别为 -10.93%/-8.41%。合资整体销量承压，同时由于 Q1 价格战影响单车盈利。自主新能源生态产业链实现闭环布局，合资品牌电动转型加速。1) 自主双品牌新能源布局完善：广汽埃安上市进程顺利推进，设立动力电池/电驱产业化项目+组建广汽能源完善能源产业链闭环，2023 年 Hyper 品牌车型上市助力埃安产品结构改善；广汽传祺坚持“XEV+ICV”技术路线，转型速度加快。2) 合资公司电动转型加速，产品组合持续优化。盈利预测与投资评级：自主新能源生态产业链实现闭环布局，合资品牌电动转型加速。我们维持 2022-2025 年归母净利润预期分别为 88.5/100.32/120.31 亿元，对应 PE 为 13/11/9 倍。维持“买入”评级。风险提示：乘用车终端价格战超出预期；需求复苏低于预期

(证券分析师：黄细里 研究助理：杨惠冰)

大参林 (603233)：2022 年报及 2023Q1 报点评：加盟业务高速增长，“自建+并购+加盟”三轮驱动持续优化门店网络

投资要点 事件：2022 年公司实现营收 212.48 亿元(+26.78%，同比，下同)，归母净利润 10.36 亿元(+30.90%)，扣非归母净利润 10.09 亿元(+40.57%)。2023Q1 实现营收 59.47 亿元(+27.16%)，归母净利润 4.97 亿元(+29.29%)，扣非归母净利润 4.98 亿元(+25.66%)。业绩符合预期。加盟及分销业务高速增长，公司布局持续突破弱势区域。分业务看，2022 年公司零售业务实现营收 192.42 亿元(+25.89%)；公司在弱势区域迅速布局直营式加盟店，带动加盟及分销业务高速增长，实现营收 15.39 亿元(+52.79%)。分产品看，2022 年中西成药实现营收 151.76 亿元(+33.67%)，增速主要源于四类药品恢复上架及处方外流；中参药材 25.85 亿元(+5.04%)；非药品 30.19 亿元(+21.88%)。分地区看，公司积极实施省外扩张战略，华南地区实现营收 152.15 亿元(+18.79%)；华中地区 20.27 亿元(+19.30%)；华东地区 147.35 亿元(+67.74%)；东北、华北、西南及西北地区 20.64 亿元(+127.96%)。门店持续拓展，自建+并购+加盟共同发力。2022 年底，公司合计拥有 10045 家药店，净增门店 1852 家。自建方面，新增门店 689 家，其中华南 434 家，华东 95 家，华中 59 家，东北、华北、西北及西南地区 101 家。加盟方面，新开加盟店 1072 家，累计加盟数量达 2007 家，直营式加盟为公司贡献利润规模的同时，进一步提升公司的销售规模，并反哺零售业务。并购方面，合计并表 310 家，其中华南 2 家，华东 67 家，华中 48 家，东北、华北、西北及西南 193 家。此外，公司根据竞争格局及地区优势动态优化门店网络，全年闭店 219 家。2023Q1 公司发生 7 起投资并购业务，其中新签并购项目 5 起，涉及门店数 371 家。积极承接处方外流，持续优化商品结构。公司顺应处方外流趋势，扩充院外渠道规模。全年双通道门店合计 457 家，拥有门诊统筹资格门店 747 家，DTP 专业药房 174 家。此外，公司持续做商品的更新迭代，引入新品的同时淘汰不动销商品，2022 全年引进了 1851 个新品种，其中处方品种 239 个，DTP 品种 683 个，并淘汰 472 个品种，集团商品总目录超十多万种。预计随着处方外流及医药分离趋势的进一步加强，公司有望实现持续增长。盈利预测与投资评级：考虑到门店扩张速度加快，我们将 2023-2024 年公司归母净利润由为 13.07/15.69 亿元调整至 14.53/17.78 亿元，预计 2025 年为 21.65 亿元，对应当前市值的估值分别为 22/18/15 倍。维持“买入”评级。风险提示：市场竞争加剧的风险，门店扩张或不及预期的风险，业务

增长不及预期的风险。

(证券分析师: 朱国广 证券分析师: 冉胜男)

中集车辆 (301039): 深耕主业全球开拓, 顺势加速电动转型

投资要点 以高端制造体系为核心竞争力, 成长为全球半挂车行业龙头。公司成立于1996年, 于2002年通过资产收购进军半挂车行业, 至2009年完成国内完整业务链布局; 2010~2016年全球市场加速收购整合, 开拓海外市场; 同步于2014年起建设“灯塔工厂”, 高端制造线逐步覆盖全球, 灯塔先锋+北美+欧洲三大业务或集团驱动全球半挂车行业份额提升至10%+; 并以此为基础开拓国内专用车上装以及冷藏厢式货运车业务, 集成强冠业务集团+太字节业务集团双业务或集团, 助力营收体量快速提升。财务角度, 公司净利率稳定6%~8%区间, 毛利率/费用率/现金流表现健康, 业绩兑现能力较强。半挂车业务海内外齐发力, 量价齐升, 盈利改善; 专用车业务加速国内整合以及海外开拓。1) 国内物流需求增加带动半挂车行业总量回升; 中集车辆作为半挂龙头, 未来有望充分受益车队集成规模化采购红利, 份额持续提升。2) 专用车行业受益于国内经济复苏, 基建/物流回暖, 总量提升可期; 公司专用车业务品类丰富强冠集团/太字节业务集团覆盖多用途车型上装, 有望率先受益行业上行红利。灯塔制造网络铺设助力高质量制造以及高盈利发展。以自动化/智能化生产为核心, 全球网络布局合计25座灯塔工厂覆盖不同类型产品, 模块化生产叠加轻量化应用, 助力公司提质增效, 毛利率中枢上移。乘新能源东风, 积极布局电动半挂/专用车, 份额提升可期。重卡产业新能源转型趋势明确, 中集车辆当前已完善布局推出新能源渣土车、矿卡、混凝土搅拌、冷藏厢式车厢体等多类型产品, 2022年新能源业务营收占总营收比例为1%。未来公司将持续巩固和开拓新能源混凝土搅拌车与渣土车市场份额, 并积极探索短途电动半挂领域, 加速对于新能源城市配送车型的市场拓展, 力争借新能源东风实现公司业务范围、市场份额的横纵向多维拓展。盈利预测与投资评级: 全球半挂龙头主业持续发力, 新能源转型提速。我们预计公司2023~2025年营业总收入为335/422/510亿元, 归属母公司净利润为17/23/31亿元, 分别同比+52%/+35%/+36%, 对应EPS为0.84/1.14/1.55元, 对应PE为16/12/9倍。选取A股四家卡车企业作为中集车辆的可比公司, 2023~2025可比公司估值均值为17/11/11倍。鉴于中集车辆国内半挂车份额稳定提升, 灯塔工厂逐步覆盖提升盈利能力, 长期新能源领域布局持续发力, 我们认为中集车辆应该享受更高估值溢价, 首次覆盖, 给予“买入”评级。风险提示: 国内物流行业复苏不及预期; 海外经济波动超预期等。

(证券分析师: 黄细里 研究助理: 杨惠冰)

千禾味业 (603027): 2023年一季报点评: 零添加势能强劲, 业绩超预期

投资要点 公司发布2023年一季报, 业绩超预期。2023Q1公司营业收入8.19亿元、同比+69.81%, 归母净利润1.45亿元、同比+163%, 扣非归母净利润1.45亿元、同比+169%。零添加产品持续放量, 延续22Q4高增态势, 业绩超预期。公司抓住零添加机遇, 营收延续强劲增长势头。2023Q1酱油收入5.20亿元、同比+79.21%, 食醋收入1.21亿元、同比+53.23%。我们认为酱醋均高增主因22Q4添加剂事件后, 公司抓住机遇, 加强零添加产品的渠道布局和消费者教育, 招商节奏加快下营收增长超预期。基地市场发展稳健, 外埠市场快速扩张。2023Q1东部/南部/中部/北部/西部地区营业收入分别同比+114%/+69%/+147%/+109%/+30%, 西部基地市场稳健增长, 东部/中

部/北部地区均实现同比翻倍增长或因公司在零添加东风下加快全国范围内营销网络建设和渠道布局，2023Q1 经销商数量净增加 198 家至 2428 家，其中东部/南部/中部/北部/西部地区分别净增加 30/18/31/46/73 家。产品结构持续改善，渠道结构多样化下费用率收缩。2023Q1 公司毛利率 39.03%，同比+4.05pct，我们认为毛利率提升主因高毛利的零添加系列产品占比提升。2023Q1 公司销售/管理/研发/财务费用率同比-3.36/+0.32/+0.42/+0.03pct，我们预计销售费用率降低主要系公司外埠市场扩张以渠道费用率较低的传统渠道为主，随着传统渠道占比提升，公司销售费用率持续优化。综合来看，2023Q1 公司归母净利率 17.74%，同比+6.28 pct，公司盈利能力持续提高。盈利预测与投资评级：23Q1 业绩超预期，我们维持 23-25 年收入预期 32/38/43 亿元，同比+31%/19%/13%，上调 23-25 年归母净利润预期至 4.96/6.4/7.47 亿元（此前 23-25 年预期为 4.78/6.36/7.42 亿元），同比+44%/29%/17%，对应 PE 分别为 51/39/34x，维持“增持”评级。风险提示：原材料价格大幅上涨、行业竞争加剧、消费复苏不及预期

（证券分析师：汤军 证券分析师：王颖洁 证券分析师：李昱哲）

老百姓（603883）：2022 年报及 2023Q1 报点评：加盟业务增速亮眼，门店扩张效益凸显

投资要点 事件：2022 年公司实现营收 201.76 亿元（+28.54%，同比，下同），归母净利润 7.85 亿元（+17.29%），扣非归母净利润 7.36 亿元（+28.52%）。2023Q1 实现营收 54.41 亿元（+31.39%），归母净利润 2.91 亿元（+20.49%），扣非归母净利润 2.81 亿元（+30.20%），非经常性损益项目主要为政府补助 1236 万。业绩整体符合预期。加盟业务实现高增长，非药板块贡献优异业绩。2022 年公司营收同比增长 28.54%，主要原因为公司加盟、并购、新开门店及原有门店带来的收入增长。分业务看，2022 年零售业务收入 175.97 亿元（+27.60%），毛利率为 34.56%（-0.17pp），提出 DTP 药房后零售毛利率为 36.04%；加盟、联盟及分销业务 24.50 亿元（+37.23%），毛利率为 12.49%（+0.71pp）。2023Q1 加盟业务发展提速，其中配送收入近 5 亿元，同比增长 45%。分产品看，2022 年中西成药收入 156.56 亿元（+25.85%），毛利率为 29.39%（-0.28pp）；中药 14.05 亿元（+22.06%），毛利率 47.82%（-2.26pp）；非药品 31.15 亿元（+47.98%），毛利率 37.21%（+0.33pp）。药品板块毛利率拉低的原因主要是中西成药中低毛利的处方药占比较高。坚持“四驾马车”立体深耕模式，市场拓展提速。2022 年，公司坚持直营、并购、加盟、联盟的“四驾马车”深耕模式，截至 2023Q1，门店总数已达 11231 家，其中自营门店 7903 家，加盟门店 3328 家，2022 年新增直营门店 1695 家，加盟门店 1069 家；2023Q1 新增自营门店 298 家，加盟门店 238 家。2022 年新增门店中下沉市场门店占比 86%，广阔的市场布局为公司实施“新农村”和下沉战略提供更大的选择空间。同时公司联盟业务向中小连锁药房提供管理咨询和供应链整合服务，2022 年全年合作企业达 150 家，涉及门店 5000 家以上，销售额同比增长 67%。提高统采占比发挥规模优势，自有品牌业绩保持高速发展。公司在兼顾不同区域顾客产品偏好差异的同时持续提升全国统一采购占比，打造自有品牌占比从而提升整体毛利率。2022 年，公司继续运用数字化工具，经营商品品规 2.5 万余种，同比下降 7.3%；统采销售占比 66%，同比上升 2.9 个百分点。自有品牌方面，销售额达到 26.7 亿元，同比增长 34.8%，毛利额同比增长 38.9%，自有品牌在集团内的销售占比超过 18.7%，同比增长 1.7 个百分点。2023Q1 自有品牌销售额为 7.9 亿元，同比增长 41%，在集团内的销售占比为

19.5%，同比增长 1.7 个百分点。盈利预测与投资评级：考虑公司门店并购扩张对利润端影响仍在，我们将 2023-2024 年公司归母净利润由 9.65/12.06 亿元调整至 9.41/11.57 亿元，预计 2025 年为 13.88 亿元，对应当前市值的估值分别为 22/18/15 倍。维持“买入”评级。风险提示：市场竞争加剧的风险，门店扩张或不及预期的风险，加盟店发展或不及预期的风险。

（证券分析师：冉胜男 证券分析师：朱国广）

滨江集团（002244）：2022 年年报点评：业绩表现领跑行业，销售稳健拿地积极

投资要点 事件：公司发布 2022 年年报。2022 年实现营收 415.0 亿元，同比增长 9.3%；归母净利润 37.4 亿元，同比增长 23.6%，业绩超出市场预期。2022 年归母净利润同比增长 23.6%，业绩表现持续超出市场预期。2022 年公司营收同比增长 9.3%，在毛利率同比下降 7.4pct 至 17.5%以及计提资产减值损失 7.0 亿元的情况下，公司归母净利润仍实现 23.6%的同比增长。2023 年一季度，公司实现营收 100.9 亿元同比增长 63.1%，归母净利润 5.6 亿元同比增长 145.9%；业绩持续超出市场预期。同时 2023 年一季度公司毛利率企稳回升至 20.7%，较 2022 年末提升 3.3pct。销售稳健排名提升 9 位，2023 年销售市占率目标 1%。公司 2022 年实现销售金额 1539 亿元，位列克尔瑞销售排名第 13 位，较 2021 年的第 22 位提升 9 位。2022 年全年权益销售现金回笼 690 亿元，资金回笼保持稳健。根据中指数据，2023 年 1-4 月公司实现全口径销售金额 607.3 亿元，同比增长 70.4%。公司 2023 年销售目标为占全国商品房销售额的 1%。拿地积极进取，聚焦深耕杭州，优质土储助力公司后续业绩释放。公司 2022 年新增土地储备 41 个（杭州 38 个，金华 2 个，宁波 1 个）。高度聚焦以杭州为中心的浙江市场，进一步巩固杭州市场份额。2022 年新增土储计容建面 473 万方，权益拿地金额 374 亿元，新增土储权益比例 55%。截至 2022 年末，公司土储中杭州占比高达 65%，浙江省非杭州城市占比 20%，浙江省外占比 15%。2023 年公司计划土地投资金额控制在 300 亿元，权益回款的 50%以内，继续在优质城市发挥优势，除杭州外重点考虑上海、南京、苏州、宁波、深圳、广州等城市。财务稳健，三道红线稳居绿档，融资成本媲美国央企。公司债务结构清晰：截至 2022 年末，公司有息负债规模 535.5 亿元，银行贷款占比高达 80.4%；融资成本仅 4.6%，较 2021 年末下降 0.3pct。三道红线稳居绿档：净负债率 55.4%，剔除预收账款资产负债率 60.7%，现金短债比 1.67。公司优秀的经营能力和信誉受到市场高度认可，融资渠道畅通。根据 4 月 29 日公告，公司拟申请注册发现不超过 35 亿元的中期票据和 50 亿元的短期融资券。盈利预测与投资评级：滨江集团作为深耕杭州的龙头民企，土储质量优秀数量充足。在房地产供给侧出清后，公司媲美国央企的融资成本和多年沉淀的品牌优势有助于不断巩固竞争护城河和市场份额，实现高质量的可持续发展。我们调整其 2023/2024 年归母净利润至 45.0/53.6 亿元（前值为 45.9/53.7 亿元），预测 2025 年利润为 62.0 亿元，对应的 EPS 为 1.45 元/1.72 元/1.99 元，对应 PE 分别为 6.4X/5.4X/4.6X，维持“买入”评级。风险提示：毛利率修复不及预期；市场景气度恢复不及预期；疫情反复影响超预期。

（证券分析师：房诚琦 证券分析师：肖畅 研究助理：白学松）

岱美股份（603730）：2022 年年报及 2023 年一季度报点评：业绩表现稳健，品类拓展打开成长空间

投资要点 事件：公司发布 2022 年年报及 2023 年一季度报告。2022

年公司实现营业收入 51.46 亿元，同比增长 22.27%；实现归母净利润 5.70 亿元，同比增长 36.95%。其中，2022Q4 单季公司实现营业收入 15.03 亿元，同比增长 49.47%，环比增长 8.58%；实现归母净利润 0.84 亿元，同比扭亏，环比下降 52.51%。2023 年一季度公司实现营业收入 13.72 亿元，同比增长 22.07%，环比下降 8.71%；实现归母净利润 1.54 亿元，同比增长 7.37，环比增长 83.97%。整体上看，公司 2022Q4 业绩稍低于我们的预期，2023Q1 业绩符合我们的预期。2022Q4 业绩环比略有波动，2023Q1 业绩符合预期。营收端，公司 2022Q4 营收 15.03 亿元，环比增长 8.58%，预计主要系部分新项目贡献以及汇率变化所致；2023Q1 公司营收 13.72 亿元，同比增长 22.07%。毛利率方面，公司 2022Q4 毛利率为 13.07%，同比提升 2.56 个百分点，环比下降 13.71 个百分点；2023Q1 毛利率为 27.52%，同比微降 0.33 个百分点，环比提升 14.45 个百分点。期间费用率方面，公司 2022Q4 期间费用率为 9.66%，环比下降 1.48 个百分点，主要系销售费用率环比下降 2.24 个百分点、管理费用率环比下降 2.44 个百分点，而研发费用率环比提升 1.68 个百分点以及财务费用率环比提升 1.51 个百分点所致；2023Q1 公司期间费用率为 14.76%，同比提升 2.00 个百分点，主要系汇率变化导致财务费用率同比提升 2.05 个百分点所致。此外，公司 2022Q4 计提了 0.54 亿元的资产减值损失同样对当期业绩有所拖累。沿着核心工艺扩展产品品类，打开公司长期成长空间。公司遮阳板业务已经发展为全球龙头，在全球市场的份额超过 40%。在遮阳板业务的基础上，公司进一步发力开拓头枕和顶棚业务。目前公司头枕业务主要客户为通用，后续有望进一步提升对克莱斯勒和福特的配套比例，头枕收入规模中期有望达到 20 亿元。顶棚产品的价值量则更高，市场空间更大，且与遮阳板同属于车顶系统零部件，在核心工艺上同样存在相通性。公司正积极拓展顶棚业务，目前公司顶棚产品已经成功进入到北美造车新势力等客户的供应体系中，随着后续顶棚业务持续获得定点，将为公司贡献收入增量，顶棚产品有望成为公司未来成长的重要方向。盈利预测与投资评级：我们维持公司 2023-2024 年归母净利润分别为 7.36 亿、9.44 亿的预测，预计公司 2025 年归母净利润为 11.27 亿，对应 EPS 分别为 0.78 元、1.00 元、1.20 元，市盈率分别为 21.63 倍、16.86 倍、14.12 倍，维持“买入”评级。风险提示：全球乘用车行业销量不及预期；公司新产品拓展不及预期。

（证券分析师：黄细里 证券分析师：刘力宇）

比亚迪（002594）：4 月销量同比高增，腾势品牌持续增长

投资要点 4 月比亚迪新能源汽车销量持续增长，出口环比提升。根据公司产销快报，比亚迪 4 月新能源汽车销量为 21.03 万辆，同环比 +98%/+2%，其中新能源乘用车出口 14827 辆，环比+11%，1-4 月累计销量为 76.24 万辆，同比增长 94%，1-4 月累计出口约 5.4 万辆。4 月产量为 20.9 万辆，同比+95%，环比持平，1-4 月累计产量为 77.66 万辆，同比增长 36%。纯电份额环比持平，腾势品牌销量持续增长。4 月比亚迪插混乘用车销量为 10.51 万辆，同环比+119%/+2%，占比 50%，同比+5pct，环比持平，1-4 月累计销量 38.84 万辆，累计同比增长 105%；纯电乘用车销量为 10.44 万辆，同环比+82%/+2%，占比 50%，同比-4pct，环比持平，1-4 月累计销量 36.90 万辆，累计同比增长 84%。王朝、海洋车型 4 月销 19.89 万辆，同比增长 89%；腾势品牌 4 月销 10526 辆，环比增长 1%。23 年新车型推出叠加出口贡献增量，预计销量 300 万辆左右，同增 60%+。23Q1 公司发布基于易四方技术的“仰望”品牌，年内有望推出海狮、腾势 N7、宋 PLUS 改款等车型，预计 2023 年比亚迪将实现从十万元至百万元车型的全覆

盖。此外，公司积极推进海外市场布局，比亚迪正式进入日本、墨西哥乘用车市场，同时纯电动大巴已正式进入印尼、毛里求斯等国，海外市场放量助力销量增长，我们预计 2023 年比亚迪新能源车销量 300 万辆左右，同增 60%+，其中出口约 20 万辆。电池装机量同比高增，23 年出货预计翻番以上增长，储能贡献显著增量。根据比亚迪产销快报，2023 年 4 月动力和储能电池装机 9.95GWh，同环比 +59%/+1%，1-4 月累计装机 36.9GWh，同比增长 76%；受益于欧洲户储及全球大电站项目，预计 23 年公司电池产量超 200gwh，同比翻倍以上增长，其中储能电池出货 30-40gwh，同增 150%+，贡献明显增量。盈利预测与投资评级：考虑公司销量持续高增，我们维持公司 2023-2025 年归母净利润预测为 284/361/452 亿元，同增 71%/27%/25%，对应 PE26x/21x/16x，给予 2023 年 35 倍 PE，目标价 341 元，维持“买入”评级。风险提示：电动车销量不及预期、原材料价格波动等。

(证券分析师：曾朵红 证券分析师：黄细里 研究助理：刘晓恬)

索通发展 (603612)：22 年报&23Q1 业绩点评：减值损失拖累业绩表现，行业底部龙头 α 彰显

投资要点 事件：1) 22 年营收 194.01 亿元、增长 105.12%；归母净利润 9.05 亿元、增长 45.99%；扣非后增长 46.66%。2) 23Q1 营收 42.22 亿元、增长 32.54%；归母净利润为 -2.73 亿元、增长 -272.68%；扣非后增长 -276.88%。2022 年满产满销、业绩符合预期，2023Q1 减值损失拖累业绩表现。根据公司公告，2022 年实现收入 194.01 亿元、增长 105.12%；归母净利润 9.05 亿元、增长 45.99%；扣非后为 9.01 亿元、增长 46.66%，符合市场预期。2022 年，公司已建产能满负荷运行，部分生产基地超负荷运行，预焙阳极产量为 268.40 万吨、增长 29.36%；销售量为 269.50 万吨、增长 33.09%；库存量为 19.61 万吨、增长 -5.31%。根据公司年报内容和公开调研信息，2023 年预焙阳极产量争取达到 286 万吨、2025 年达到 500 万吨，相比 2022 年产量仍有充足成长空间。2023Q1 实现收入 42.22 亿元、增长 32.54%；归母净利润为 -2.73 亿元、增长 -272.68%；扣非后为 -2.74 亿元、增长 -276.88%，低于市场预期。需要注意的是，2022Q4、2023Q1 是公司自上市以来，首次出现单季度亏损，其中资产减值损失分别为 2.32、2.91 亿元，考虑到：1) 2022Q4、2023Q1 公司存货分别为 46.59、42.79 亿元；2) 存货中绝大部分都是核心原材料石油焦；3) 截至 2023Q1 末，石油焦价格相比 2022Q4 末下降 40%；因此我们推断资产减值损失主要来自于石油焦的价格波动。根据我们测算，2023Q1 剔除资产减值损失后，实际业务亏损约为 0.4 亿；产量大约为 70 万吨，对应预焙阳极的盈利约为 -57 元/吨；存货的实际减值额应该为 8 亿左右，扣除了计提的 3.9 亿元之后，对应到成本端应该为 586 元/吨；由此可以测算出，不考虑减值情况下，预焙阳极业务的正常盈利应该为 529 元/吨，符合甚至略超我们预期。行业底部主动布局产业链，海外市场、高端产品市场值得期待。1) 根据公司调研内容，2023Q1 预焙阳极全行业亏损，有 139 家生产企业处于停产状态、49 家处于长期停产状态、4 家处于半停产状态，行业底部公司加速产业链布局，目前已经在海外建立了自己的石油礁专属码头，节省运费、稳定价格。2) 高端产品为主的海外市场方面，公司是连续 14 年预焙阳极海外出口第一名，很多客户都有了 10 年以上的商业合作。近年来华峰铝业在印尼、山东创新在沙特均有产能布局，公司作为这些下游铝业公司的重要客户和战略合作伙伴，海外市场拓展值得期待。盈利预测与投资

评级：我们调整公司 2023-2024EPS 预测值为 2.12/3.14 元（前值为 2.65/3.24 元），新增 2025 年预测值 EPS 3.87 元，对应 PE 分别为 9、6、5 倍，维持“买入”评级。风险提示：行业需求下降、竞争加剧造成产品价格和毛利率持续下降等

（证券分析师：刘博 证券分析师：唐亚辉 研究助理：米宇）

越秀地产（00123.HK）：双国资股东赋能 TOD，逆势增储积极扩规模

投资要点 双国资股东禀赋优势，深耕 TOD（轨交+物业）发展模式。越秀地产第一大股东越秀集团、第二大股东广州地铁均由国资委控股。成立至今，公司运用“开发+运营+金融”多元化的商业运营方式。立足开发业务，深耕广州，以华东、华中、北方、西南具有经济活力的区域作为重要支撑。同时，积极布局康养产业、长租公寓、城市更新等新兴业务领域，开拓“轨交+物业”TOD 发展模式。TOP20 房企销售增速唯一正增长，多元逆势补充优质土储，深化全国化布局。2022 年，公司在房地产市场下行压力下实现逆势增长，实现合同销售额约 1250.3 亿元，实现连续五年持续正增长；销售面积约 414 万平方米。2023 年 1-3 月公司实现合同销售金额 438.3 亿元，同比增长 217.3%。2022 年，公司积极拿地、获取优质土储。在 12 个一、二线城市新增 37 幅土地，总建面 695 万平方米。新增土储的 42% 位于大湾区，华东、华中、西部新增土储分别占比 25%、25%、8%。通过 TOD、产业勾地、国企合作、城市运营等多元化渠道增储占比超 50%。2023 年，公司合同销售目标 1320 亿元，同比增长 6%。夯实广州 TOD 龙头地位，TOD 模式全国化拓展实现新突破。公司自 2019 年引入广州地铁集团成为公司第二大股东以来，在大湾区及全国推进“轨交+物业”TOD 模式。2022 年，公司收购母公司广州琶洲南 TOD 项目，增强在广州市场的优势地位；通过产交所摘牌方式收购杭州勾庄 TOD 项目，实现 TOD 第一次走出广州、走向全国。国资背景、财务优势突出，三档红线持续绿档。2020 年以来公司均符合“三道红线”绿档标准，2022 年公司剔除预收账款的资产负债率为 68.8%，净负债率为 67.2%，现金短债比为 2.23 倍。截至 2022 年末，公司有息负债总额 883 亿元，一年以上有息负债占比八成以上，短期还款压力较小。另外，2022 年公司平均借贷成本同比下降 10 个基点。盈利预测与投资评级：公司双国资股东禀赋优势，深耕 TOD 发展模式，多元逆势补充优质土储，拿地布局城市能级高，近年销售表现领先，未来业绩确定性较强。预测其 2023/2024/2025 年归母净利润为 43.6/49.3/56.0 亿元，对应的 EPS 分别为 1.41/1.59/1.81 元/股。我们选取业内具备国央企背景、全国化布局的 6 家代表性房企作为可比公司进行估值，根据可比公司的估值情况，我们给予公司 2023 年 8.9X 的 PE 估值，对应每股价格为 14.2 港元/股，首次覆盖给予“买入”评级。风险提示：行业下行压力超预期；疫情反复、发展超预期；调控政策放松不及预期、收紧超预期。

（证券分析师：房诚琦 证券分析师：肖畅 研究助理：白学松）

遥望科技（002291）：2022 年及 2023Q1 业绩点评：2022 亏损改善，社交电商业绩亮眼

投资要点 事件：公司发布 2022 年及 2023Q1 财报。2022 年公司营业收入 39.01 亿元（YoY+38.75%），归母净利润-2.65 亿元，亏损较 2021 年收窄；2023Q1 营业收入 11.02 亿元（YoY+37.22%），归母净利润-0.38 亿元（YoY-143.88%）。社交电商业绩亮眼，业务边界持续拓宽 2022 年公司社交电商收入 23.32 亿元（YoY+35.27%），毛利润 5.08 亿元（毛

利率 21.80%)。2022 年行业逆风下,公司仍稳健经营,直播电商 GMV 达 150 亿元 (YoY 约 50%), 双十一期间 (10.17-11.11) GMV 达 33 亿 (YoY +38%), 商品 SKU 达 4 万量级 (YoY+45%)。良好的业绩表现得益于公司在主播、平台、品牌和供应链的多方面努力。①公司的主播矩阵不断完善,2022 年公司新签约艺人 25 位,累计签约艺人达 51 位;除艺人外,公司还签约了百余位达人和素人主播。公司的头部主播矩阵日益巩固,单场过亿的主播有 6 位、过千万的主播有 24 位,还有几十位过百万的主播。②公司持续对潜力平台进行前瞻性布局,2022 年初步尝试了多多直播、京东直播、微信视频号、哔哩哔哩等平台。③品牌化战略进展顺利,公司合作品牌超 2.5 万,2022 年有超百个品牌在遥望实现了千万级年度 GMV。④公司进一步深入供应链端。在酒水领域,公司与源头酒厂合作,在 2023 年 4 月举办了“百亿联盟”酒水战略合作会,联合百家优质酒企打造线上线下融合的商业模式。在服饰非标领域,公司筹备使用面积 15 万方的“扶摇”项目进行服饰直播电商分销,并签约了服饰行业头部达人,进一步丰富公司服饰产品矩阵。净亏损主要由于鞋履及时尚业务计提减值,预计未来影响较小。2018-2020 年公司归母净利润均为正,2021-2023Q1 的净亏损主要由于公司计提资产减值损失及信用减值损失。2021、2022、2023Q1 公司计提资产减值损失 4.82 亿元、2.38 亿元、477 万元,计提信用减值损失 4135 万元、9623 万元、633 万元。一方面,近年来公司加大了对鞋类库存的促销力度,将库龄较长的存货打折出售,导致计算存货可变现净值所用的平均售价下降。经过清货促销,目前鞋履库存已大幅降低,存货库龄结构亦改善,未来将只保留少量必要存货,预计 2023 年鞋履业务不再显著影响公司业绩。另一方面,近三年受市场及宏观因素影响,公司控股的时尚锋迅及北京时欣两家时尚新媒体公司的营收规模及净利润均下滑,公司预计这两家公司的未来盈利能力下降,因此对相应资产的商誉计提减值。计提商誉减值后,时尚锋迅及北京时欣资产组的可收回金额分别为 1.33 亿元、3482 万元。我们认为后续即使继续计提商誉减值,对净利润的影响也相对有限。手握海量直播电商数据,与 AI 公司合作开发虚拟人主播。公司 2021 年上线了数据平台“遥望云”,积累了公司所有直播电商数据,包括每场直播的投放、选品、商品佣金、即时人气、转化率等关键数据要素,也沉淀了众多行业数据。公司计划与 AI 公司合作,将遥望云沉淀的数据进行模型训练,共同开发高质量虚拟人直播带货技术,打造虚拟人直播带货矩阵。此外,公司还计划将“遥望云”升级为策略提供工具“遥望云 AIOS”,帮助主播减少在选品、直播流程管理等方面的成本。该工具也可以应用于公司中后台工作,如财务统计、法务流程、直播场景策划、创意广告产出等环节。

盈利预测与投资评级:考虑到外部环境对业绩仍有一定影响,我们将 2023-2024 年 EPS 预测从 1.06/1.41 调整为 0.51/0.63 元,并预计 2025 年 EPS 为 0.75 元,当前股价对应 2023-2025 年 PE 为 39/31/26 倍。我们看好公司在直播电商和 AI 方面的新布局,维持“买入”评级。风险提示:消费不及预期,政策风险,主播个人风险。

(证券分析师:张良卫 证券分析师:周良玖 研究助理:郭若娜)

埃斯顿 (002747): 2022 年报&2023 年一季报点评: 工业机器人国产化提速, 龙头利润率拐点初现

事件 1: 公司发布 2022 年年报。2022 年公司实现营业收入 39 亿元, 同比增长 28%, 归母净利润 1.7 亿元, 同比增长 36%。Q4 单季度营业收入 13 亿元, 同比增长 86%, 环比增长 51%; 归母净利润为 0.46 亿

元，同比增长 35%，环比增长 5%。事件 2：公司发布 2023 年一季度报。2023Q1 公司实现营业收入 10 亿元，同比增长 23%，归母净利润 0.43 亿元，同比下降 28%，扣非归母净利润 0.32 亿元，同比增长 31%。

投资要点 新能源为代表的国产客户崛起，工业机器人国产化提速 2022 年我国工业机器人销量同比增长约 10%，公司增速远高于行业，主要受益于国产化提升，2022 年我国工业机器人国产化率提升 4pct，呈现加速势头，主要原因系（1）下游应用领域变化，以光伏、锂电为代表的行业扩产需求旺盛，国产客户崛起，提高了国产机器人接受度。（2）国产机器人交付优势凸显，疫情外资机器人品牌供应链紧张、交货困难，国产机器人凭借交付优势获取订单。2022 年公司分业务来看，①工业机器人及智能制造系统：2022 年营收 29 亿元，同比增长 41%，其中埃斯顿品牌机器人收入同比增长超 70%，Cloos 协同效应显著，收入同比增长 27%；②自动化核心部件及运动控制系统：2022 年收入 10 亿元，同比增长 3%。

2023 年下游光伏处于产能扩张和技术迭代的重要节点，公司一季度机器人订单充足，截至 2023Q1 末，公司合同负债/存货分别为 11.6/2.5 亿元，同比增长 31%/17%。利润率改善拐点初现，盈利能力提升释放业绩弹性 2022 年公司销售毛利率 33.9%，同比增长 1.3pct。受益于公司元器件国产替代、精益化管理，国内销售毛利率已经开始改善，同比增长 3.5pct，而海外市场受芯片价格上涨影响毛利率同比下降 2.7pct。销售净利率为 4.7%，同比下降 0.5pct，主要系递延所得税费用导致所得税费同比增长 0.71 亿元，扣非归母净利率 2.5%，同比提升 0.3pct。费用端，2022 年公司期间费用率为 27.7%，同比下降 1.4pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 7.8%/9.9%/7.9%/2.1%，同比分别-1.4/-1.3/+0.1/+1.2pct。相比于国际龙头发那科，随着收入规模扩张释放规模效应，公司利润率仍有较大提升空间。受益机器人及国产化，股权激励第二期落地彰显长期发展信心 2023 年 3 月公司发布长期股权激励计划第二期，向公司董事、高级管理人员和核心骨干员工等 286 名激励对象授予 1000 万份股票期权，约占公司股本总额的 1.15%。此次激励以净利润为考核目标，2023-2025 年净利润分别不低于 3、5、8 亿元，即 2022-2025 年净利润 CAGR 不低于 64%，结合第一期 2023 年收入考核目标 52 亿元，测算 2023 年公司净利率约 5.8%，同比提升 1.1pct。中长期来看，机器人替人大势所趋，2023 年 1 月《“机器人+”应用行动实施方案》提出到 2025 年制造业机器人密度较 2020 年实现翻番，在国内人口基数不变的情况下工业机器人销量仍有翻倍空间，公司作为国产工业机器人龙头深度受益机器人及国产化趋势，长期发展可期。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2023-2024 年归母净利润 2.8（原值 3.2）/5.0（原值 4.7）亿元，预计 2025 年归母净利润 8.0 亿元，当前市值对应 PE 为 70/40/25 倍，维持“增持”评级。风险提示：宏观经济下滑风险、国产替代不及预期风险、原材料价格波动风险。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：罗悦）

新泉股份（603179）：2023 年一季度报告点评：Q1 业绩符合预期，自主内饰龙头持续成长

投资要点 事件：公司发布 2023 年一季度报告，2023 年一季度公司实现营业收入 21.73 亿元，同比增长 45.81%，环比下降 2.38%；实现归母净利润 1.52 亿元，同比增长 81.63%，环比下降 3.03%；实现扣非后归母净利润 1.49 亿元，同比增长 87.56%，环比下降 5.05%。公司一季度业绩整体符合我们的预期。Q1 营收环比保持稳定，毛利率环比略有下降。营收端，Q1 公司主要客户吉利批发销量 32.25 万辆，环比下降 27.27%；奇瑞批发销量 30.75 万辆，环比下降 2.84%；国际知

名电动车企业国内工厂批发 22.93 万辆，环比基本持平；国内中重卡行业批发 26.78 万辆，环比增长 60.17%；此外，预计公司其他增量新能源客户同样贡献了部分环比增量。整体上看，公司 Q1 营收端保持环比稳定。盈利能力方面，公司 2023 年一季度毛利率为 19.79%，同比提升 0.33 个百分点，环比下降 0.84 个百分点。期间费用方面，公司 2023Q1 期间费用率为 11.22%，环比提升 0.64 个百分点，主要系管理费用率和研发费用率分别提升 0.86 个百分点和 0.96 个百分点。净利端，公司 2023Q1 归母净利润为 1.52 亿元，同比增长 81.63%，环比下降 3.03%，对应归母净利率为 6.99%，环比基本持平。技术、成本、客户和布局四大核心竞争力驱动公司份额持续提升。技术上，公司具备同步开发能力、模具自制能力、强大的检测测试能力、领先的生产工艺以及先进的生产设备。成本上，公司大力推行精细化管理，全面实施降本增效，并且强化工艺创新，优化工艺流程，提高生产销量，降低产品成本；将成本控制指标分解至各部门各工段，有效降低成本费用。客户上，公司深度配套吉利、奇瑞、长城、比亚迪、国际知名品牌电动车企业等优质车企，享受客户发展红利。产能上，公司在全国范围内拥有完善的产能布局，并持续大力推进海外布局。公司作为自主内饰件龙头，业绩后续将迎来高速增长。盈利预测与投资评级：我们维持公司 2023-2025 年归母净利润分别为 8.02 亿、11.22 亿、13.90 亿的预测，对应的 EPS 分别为 1.65 元、2.30 元、2.85 元，2023-2025 年市盈率分别为 23.39 倍、16.72 倍、13.49 倍，维持“买入”评级。风险提示：乘用车行业销量不及预期，新客户开拓不及预期，原材料价格波动导致盈利不及预期。

（证券分析师：黄细里 证券分析师：刘力宇）

银轮股份（002126）：2023 年一季度报告点评

投资要点 事件：公司发布 2023 年一季度报告，2023 年一季度公司实现营业收入 25.55 亿元，同比增长 24.35%，环比增长 3.06%；实现归母净利润 1.27 亿元，同比增长 80.73%，环比下降 16.35%；实现扣非后归母净利润 1.10 亿元，同比增长 198.94%，环比下降 8.66%。公司 2023 年一季度业绩整体符合我们的预期。Q1 营收环比持续增长，毛利率环比有所改善。营收端，公司 2023Q1 实现营收 25.55 亿元，创单季度新高。从主要下游来看，国内重卡行业 2023Q1 批发 24.13 万辆，环比大幅增长 62.16%；新能源狭义乘用车行业 2023Q1 批发 150.10 万辆，环比下降 30.37%；北美知名电动车企业国内批发 22.93 万辆，环比基本持平。整体上看，国内重卡行业复苏为公司一季度贡献较多收入增量。毛利率方面，公司 2023Q1 综合毛利率为 20.18%，环比提升 0.84 个百分点，预计主要系产品结构变化所致，2023Q1 高毛利率的商用车业务收入占比有所提升。期间费用方面，公司 2023Q1 期间费用率为 13.46%，环比提升了 1.36 个百分点，主要系研发费用率和财务费用率环比分别提升 0.48 个百分点和 1.52 个百分点。净利端，公司 2023Q1 归母净利润为 1.27 亿元，对应归母净利率为 4.97%，环比下降 1.16 个百分点。“技术+产品+布局+客户”四大核心优势，助力公司新能源热管理业务快速发展。研发上，公司不断加大力度，集中优势资源打造全球化的研发体系，聚焦于新能源汽车热管理方向。产品上，公司在新能源热管理领域拥有“1+4+N”的全面产品布局，且持续发力工业及民用市场，实现第三曲线的提前布局。布局上，公司秉承着国际化的发展战略，在海外各市场持续推动生产及技术服务平台，更好地为全球客户进行属地化的服务。客户上，公司新能源热管理业务覆盖了国际知名电动车企业、CATL、吉利和蔚小理等优质客户，充分享受客户发展红利。盈利预测与投资评级：我们维持

公司 2023-2025 年归母净利润分别为 6.03 亿、8.33 亿、10.35 亿的预测，对应的 EPS 分别为 0.76 元、1.05 元、1.31 元，2023-2025 年市盈率分别为 17.77 倍、12.86 倍、10.35 倍，维持“买入”评级。风险提示：新能源乘用车销量不及预期；原材料价格波动影响盈利。

(证券分析师：黄细里 证券分析师：刘力宇)

双良节能 (600481): 2023 年一季报点评: 业绩偏预告上限, 硅片业务快速放量【勘误版】

投资要点 业绩偏预告上限, 硅片盈利大幅提升。2023Q1 公司实现营业收入 54.6 亿元, 同比+215%, 归母净利润 5.0 亿元, 偏业绩预告 4.7-5.2 亿元的上限, 同比+315%, 扣非归母净利润为 3.9 亿元, 同比+290%。我们预计 Q1 硅片出货约 3.5GW, 单瓦净利约 7-8 分(仅拉晶, 无切片), 设备端利润约 1.3 亿元+。盈利能力较为稳定, 规模效应稀释期间费用率。2023Q1 毛利率为 14.7%, 同比-3.9pct, 净利率约 9.8%, 同比+2.0pct, 期间费用率约 5.3%, 同比-4.9pct, 其中销售费用率约 1.0%, 同比-1.5pct, 管理费用率(含研发)为 3.2%, 同比-3.4pct, 财务费用率约 1.2%, 同比基本持平。合同负债&存货高增, 订单充沛保障业绩。截至 2023Q1 末, 公司合同负债为 17.8 亿元, 同比+33%, 存货为 34.1 亿元, 同比+121%; 2023Q1 公司经营活动净现金流为-6.0 亿元, 主要系订单增加及新项目投产、材料采购等支出增加所致。设备: 空冷塔&还原炉&换热器订单可期, 电解槽设备积极布局中。(1)空冷塔: 订单有望伴随火电重启迎来高增, 1GW 火电对应空冷塔价值量大约 2 亿元。(2)还原炉: 2020-2022 年双良市占率达 65%以上, 持续受益于下游硅料厂积极扩产。(3)换热器: 双良配套数据中心的沉浸式液冷换热模块与冷却塔, 连续三年斩获市场订单。(4)电解槽设备: 双良已规划 300 台设备产能。材料: 硅片&组件爬产顺利, 有望贡献较大业绩增量。(1)硅片: 公司硅片产能持续爬坡, Q1 稼动率维持高位, 规模效应逐步显现, 同时公司已锁定部分进口石英砂, 随着行业排产上修、石英坩埚或更加紧缺, 公司石英砂保供有望带来量利齐升, 我们预计 2023 年全年硅片出货约 35GW, 有望贡献较大业绩增量。(2)组件: 目前组件产能规划 20GW、一期 5GW, 我们预计 2023 全年组件出货 3.5GW 左右。盈利预测与投资评级: 公司传统节能节水设备业务稳定增长, 多晶硅还原炉受益于下游积极扩产&龙头地位带来充足订单, 硅片、组件等业务快速放量, 我们维持公司 2023-2025 年归母净利润分别为 25/32/39 亿元, 当前股价对应动态 PE 分别为 11/9/7 倍, 维持“增持”评级。风险提示: 下游扩产不及预期, 新品拓展不及预期。

(证券分析师: 周尔双 证券分析师: 刘晓旭)

万业企业 (600641): 2022 年报&2023 年一季报点评: 业绩快速增长, 半导体设备在手订单饱满

事件: 公司发布 2022 年报、2023 年一季报。半导体设备在手订单饱满, 收入端实现快速增长 2022 年公司实现营业收入 11.58 亿元, 同比+31.56%, 其中 Q4 营业收入为 9.07 亿元, 同比+288.35%, 略低于我们此前预期。分业务来看: 1)房产销售: 2022 年实现收入 8.98 亿元, 同比+31.86%, 收入占比为 77.69%, 同比+0.18pct。2)专用设备制造: 2022 年实现收入 2.06 亿元, 同比+67.96%; 收入占比为 17.83%, 同比+3.86pct。具体来看, 2022 年凯世通和嘉芯半导体分别实现收入 1.40 和 0.67 亿元, 分别同比+12.00%和+1188.29%, 嘉芯半导体开始进入业绩兑现期。3)物业服务: 2022 年实现收入 3290 万元, 同比-3.00%; 4)租赁: 2022 年实现收入 1949 万元, 同比-20.94%。2023Q1 公司实现营业收入 1.24 亿元, 同比+27.56%, 延续快速增长。

新签订单方面，2022年-2023Q1末公司累计获得集成电路设备订单约13亿元，其中2022年凯世通获得超过7.5亿元集成电路离子注入机订单，2023Q1新增高端离子注入机相关订单超1亿元；嘉芯半导体自2021年成立后，累计获取订单金额超过3.4亿元，2023Q1新增订单超过1.2亿元，中标产品包括HDP-CVD、PVD、MOCVD、SACVD等多款薄膜沉积设备。随着公司半导体设备在手订单陆续交付、收入确认，叠加存量地产业务销售快速推进，2023年公司收入端有望延续快速增长。投资净收益&公允价值变动收益明显提升，Q1利润端实现大幅增长。2022年公司实现归母净利润4.24亿元，同比+12.50%，其中Q4为3.71亿元，同比+425.16%。2022年销售净利率和扣非销售净利率分别为33.41%和27.66%，分别同比-9.43pct和+1.15pct，真实盈利水平有所提升。1)毛利端：2022年销售毛利率为54.44%，同比-1.78pct，其中地产销售、专用设备制造毛利率分别为64.47%和19.74%，分别同比+2.44pct和-19.46pct，专用设备毛利率下降是销售毛利率略有下滑的主要原因，我们判断一方面系嘉芯半导体处于产业化前期，计提折旧较多；另一方面系嘉芯半导体产品目前主要用于成熟制程，毛利率略低于凯世通。2)费用端：2022年期间费用率为19.85%，同比+3.00pct，其中销售、管理、研发和财务费用率分别同比-1.01pct、-2.12pct、+4.16pct和+1.98pct，研发费用率明显上提，主要系凯世通研发投入加大，是2022年期间费用率提升的主要原因。2023Q1公司实现归母净利润8032万元，同比+194.88%；实现扣非归母净利润1273万元，同比-48.83%。2023Q1销售净利率和扣非销售净利率分别为56.23%和10.24%，分别同比+32.57pct和-15.29pct。2023Q1销售毛利率和期间费用率分别为52.55%和44.57%，分别同比-12.49pct和+7.26pct。2023Q1公司投资净收益和公允价值变动净收益分别为5745和3908万元，2022Q1分别为2411万元和-979万元，对利润端表现产生明显正向作用。离子注入设备快速放量，“1+N”平台化发展打开成长空间。公司在稳固离子注入设备国产龙头地位的同时，横向拓展薄膜沉积、刻蚀等市场规模更大的设备环节，实现“1+N”平台化发展，纵向基于Compart Systems布局半导体设备零部件领域，不断打开成长空间。1)离子注入机：凯世通在手订单饱满，业绩有望迎来高速增长。展望未来，看好凯世通在实现从0到1突破的基础上，由1至N快速放量。2)横向：2021年公司与宁波芯恩共同设立嘉芯半导体，覆盖薄膜沉积、刻蚀、清洗、热处理等设备，平台化发展快速推进。3)纵向：2020年12月公司牵头收购全球半导体设备零部件龙头Compart Systems，夯实核心竞争力。盈利预测与投资评级：考虑到公司地产业务战略性收缩，我们调整2023-2024年归母净利润分别为5.03和5.62亿元（原值5.63和6.80亿元），并预计2025年归母净利润为6.39亿元，当前市值对应动态PE分别为38、34和30倍。作为离子注入机国产龙头，公司横向拓展实现“1+N”平台化扩张，维持“增持”评级。风险提示：晶圆厂资本开支下滑、客户验证不及预期、转型风险等。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：黄瑞连）

美埃科技（688376）：2023年一季报点评：利润增速高于收入增速，盈利能力提升

投资要点 事件：公司公告2023年一季报，2023年第一季度公司实现营业收入2.68亿元，同比增长0.32%；归母净利润0.34亿元，同比增长24.73%；扣非归母净利润0.28亿元，同比增长6.07%，利润增速高于收入增速，23一季报稳健增长。2023年一季度，公司实现营业收入2.68亿元，同增0.32%；归母净利润0.34亿元，同增24.73%；扣

非归母净利润 0.28 亿元，同增 6.07%，符合我们预期。2023 年一季度，公司销售毛利率/销售净利率 29.58%/12.33%，同增 2.23pct/1.82pct，较 2022 年全年同增 2.23pct/1.76pct，盈利能力持续提升。现金流表现稳健。2023 年一季度公司 1) 经营活动现金流净额 0.07 亿元，去年同期为 -0.03 亿元；2) 投资活动现金流净额 -0.71 亿元，去年同期为 -0.31 亿元；3) 筹资活动现金流净额 -0.65 亿元，去年同期为 0.51 亿元。公司产能饱和积极扩产，现金流表现稳健。领先技术&优质客户&国际化三大优势构造核心竞争力，国际化版图造就公司成长新动能。1) 领先技术：公司注重技术研发，产品指标行业领先。公司的过滤产品可实现高总静压、低耗电，中等噪音运行。2) 客户：涵盖各下游行业领军企业。客户包括天马微电子、中芯国际、华星光电、京东方、ST Microelectronics、辉瑞制药、雀巢、苹果等，标杆效应助力公司快速开拓市场，公司目前在国内半导体洁净室领域位于行业的首位，市场占有率在 30% 左右。3) 国际化：2017-2022 年国外收入复增超 23%，收入占比提升至 11%；2022 年公司国外业务毛利率 30.34%，高于国内 2.82pct，国外业务盈利能力更强。未来公司通过马来西亚&魁北克生产基地、在新加坡和日本的子公司以及在泰国的联营企业持续开拓海外市场，扩展业务边界。耗材属性产品收入占比提升&毛利率更高，盈利稳定性增强。过滤器等产品存在更换周期，2022H1 公司过滤器/空气净化设备替换收入占对应业务收入比例为 52%/70%。未来公司客户规模逐步扩大，将会带来更高的替换收入并拉高公司整体毛利率，盈利稳定性增强。盈利预测与投资评级：公司在手订单饱满，募投项目扩建完成后公司产能将大幅提升，成长加速。我们维持 2023-2025 年公司归母净利润 1.72/2.49/3.21 亿元，同比 40%/45%/29%；对应 EPS 为 1.28/1.85/2.39 元，对应 PE29/20/15 倍（估值日期 2023/4/28），维持“买入”评级。风险提示：扩产进度不及预期，洁净室下游政策风险，技术迭代风险

（证券分析师：袁理 证券分析师：任逸轩）

新大正（002968）：出西南谋全国布局已定，守非住推激励积极扩张
投资要点 坚守非住物业，启动股权激励，积极推动全国化布局：新大正作为一家独立第三方物业管理企业，始终专注于非住物业。2022 年，公司在管面积突破 1.3 亿平方米，覆盖全国 29 省 116 座城市。全年新拓展项目中标总金额 19.1 亿元，饱和年化合同收入金额 10.1 亿元。公司设立两期股权激励计划促进企业发展。此外，公司通过引进中航物业、招商积余等龙头物管企业管理层充实管理力量。2022 年公司实现 26.0 亿元营收，5 年 CAGR 为 30.9%。全国化布局初现雏形，航空学校业态引领公司发展：公司从 2012 年开始进行全国化布局，2022 年重庆以外地区营收占比已提升至 60.0%，重庆地区及重庆以外地区新签合同年金额分别为 7.7 及 2.4 亿元。打造重点中心城市，北京、南京及深圳分公司 2022 年营收突破 1 亿元。公司 2023 年将重点发展学校及航空业态。学校方面：我们预计 2025 年仅高校及中小学物业管理市场规模将达到 732 亿元。学校物管行业集中度将进一步提升，公司作为 2020 年全国学校物业服务企业 50 强第 4 名已具备先发优势。航空方面：2022 年受疫情影响大量机场物管项目招投标延后，2023 年公司有望于该业态实现快速增长。据测算全国机场年物业服务采购合同金额为 106.3 亿元，市场规模仍然广阔。涉足能源物管行业，广阔市场成就公司新兴增长极：公司于 2023 年 1 月 3 日发布公告将收购沧恒投资 80% 的股权，后者主要服务于华能水电旗下水电、风光电站物管项目。公司与沧恒投资签订未来三年 8400、10100 及 12260 万元的净利润业绩承诺，增速分别为 9.1%、20.2% 及 21.4%。澜沧江

实业作为原华能水电员工持股会全资持股公司，与华能深度融合，在手订单稳定。此外，公司与沧恒投资签订了完善的交易协议，较好控制了并购风险。据测算华能水电所在的澜沧江水电基地投产装机容量及总规划装机容量分别位于 13 大基地中第三及第二位，水电资源丰富。华能水电预计未来建设 1000 万千瓦水电、1000 万千瓦光伏电站的新能源基地，澜沧江实业未来市场广阔。盈利预测与投资评级：公司作为独立第三方非住物管龙头企业，航空、学校业态处于行业龙头地位。我们认为公司全国化布局逐渐完善后整体利润水平将会企稳回升。我们预计公司 2023/2024/2025 年营收为 35.9/48.1/58.6 亿元；归母净利润为 2.7/3.6/4.7 亿元；对应的 EPS 分别为 1.17/1.59/2.04 元/股。鉴于公司在完成对沧恒投资的并购后将踏入能源物管行业，构建较高技术壁垒，每年获得可观现金回报，我们给予公司 2023 年 20.5 倍 PE 估值，对应目标价为 24.0 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。风险提示：收并购进程、投后管理不及预期；外拓规模不及预期；新拓项目利润率水平不及预期。

(证券分析师：房诚琦 证券分析师：肖畅 研究助理：白学松)

三花智控 (002050)：2022 年年报及 2023 年一季报点评：汽零高成长确定性强，储能、机器人放量可期

投资要点 2022 年/2023Q1 营收同比+33%/+18%，归母净利润同比+53%/+33%，业绩基本符合市场预期。公司 2022 年/2023Q1 分别实现营收 213.5 亿/56.8 亿，同比+33%/+18%；实现归母净利润 25.7 亿/6.0 亿，同比+53%/+33%；扣非归母 22.9 亿/5.6 亿，同比+54%/+38%。上述业绩均符合市场预期，拆分来看，22 年制冷业务受益于海外需求好+竞争对手转单，仍实现不错增长，新能源车热管理维持高增；23Q1 白电行业景气度恢复性增长，汽零淡季不淡仍保持较快增长。盈利能力逐步修复，高附加值业务占比逐年提升。2022/2023Q1 毛利率分别 26.1%/25.6%，同比+0.4pct/+2.3pct。毛利率同比提升主要系铜、铝等原材料价格&海运费下行在报表端得到反映。分产品看，22 年新能源车毛利率 25.9%，同比+2.1pct，规模效应显现；家电业务毛利率 26.2%，同比-0.3pct。费用端，22 年销售、管理、研发、财务费率分别 2.4%/5.9%/4.6%/-0.8%，同比分别-0.4pct/+0.5pct/-0.1pct/-1.4pct。归母净利率分别 12.1%/10.6%，同比+1.5pct/+1.2pct，高净利率的汽零业务占比从 21 年 30%提至 22 年 35%，带动盈利能力提升。汽零业务持续高增、增长确定性强，规模效应也开始显现。第二增长曲线机器人&储能放量在即：1) 传统制冷：22 年营收 138.3 亿，同比+23%，主要驱动力为全球热泵&多联机产品需求高增(海外能源危机+极端天气所致)，叠加国内竞争对手转单这一短期因素。中长期看，商用制冷、能效升级、冷媒切换等有望带来结构性机会，突破家电存量市场发展瓶颈。制造端加大越南、墨西哥工厂建设，开拓泰国基地。2) 汽车零部件：22 年汽零营收 75.1 亿，同比+56%。其中：新能源车营收 66.7 亿(销量 3835 万只，产能利用率 79%)，燃油车汽零营收 8.4 亿。产品由零部件逐步向组件、子系统发展，今年除美国大客户外，国内比亚迪等客户也会贡献显著增量；制造端全球布局(墨西哥、波兰等)，提升响应速度和平衡风险。3) 储能：22Q1 成立储能热管理公司，报告期实现电化学储能液冷机组开发，至年底已与行业标杆企业在储能热管理上达成合作。4) 机器人：主供机电执行器，在长期研发生产电子膨胀阀等零部件过程中，掌握电机设计及精密制造能力，目前与多个行业大客户展开合作，我们预计 2024 年有望实现批量供应。同时，公司筹划海外基地布局，并与绿的谐波在墨西哥工业

园建立合资公司，主营谐波减速器。盈利预测与投资评级：因新能源车持续高增，叠加第二增长曲线开始贡献增量，我们上调 2023-2024 年归母净利润为 32.1 亿 (+1.8) / 41.9 亿 (+3.2)，预计 2025 年归母净利润为 51.4 亿，分别同比+25%/+31%/+23%，对应现价估值分别为 26x、20x、16x，维持“买入”评级。风险提示：白电销售不及预期、新能源车销量不及预期、竞争加剧、原材料涨价超预期等。

(证券分析师：曾朵红 研究助理：谢哲栋)

深桑达 A (000032): 2022 年年报及 2023 年一季报点评: 业绩超预期, 数据创新业务未来可期

事件：公司发布 2022 年报和 2023 年一季报，2022 年，公司实现营收 510.52 亿元，同比增长 16%；归母净利润亏损 1.62 亿元，同比下滑 142%；23Q1 实现营收 129.26 亿元，同比增长 13%；归母净利润亏损 0.57 亿元，同比增长 55%，2023 年一季报业绩超预期。投资要点 电子云高速成长：中国电子云以自主技术为核心，在云计算、大数据、人工智能、安全、网络等领域具备自主设计与开发能力，是业界首个可同时提供具备信创能力的公有云服务和专属云产品的云计算厂商，以及国内首个以“增强”级安全能力通过中央网信办云计算服务安全评估的全国产化软硬件技术和支持 PKS 架构的云计算平台。中国电子云法人主体报表 2022 年营收 3 亿元，部分收入会在中国系统中体现，我们预计 2022 年深桑达 A 业务口径下云收入约 8 亿元，未来有望持续实现翻倍以上增长。数据创新业务实践取得成效。2022 年公司数字与信息服务继续聚焦创新业务，收缩集成项目，因此虽然 2022 年公司数字与信息服务营收同比下滑 39%，但是毛利率同比提升 4.5pct。深桑达 A 背靠中国电子，政治地位高。中国电子是国务院认定的唯一以网信产业为核心主业的央企，是我国民族电子工业的摇篮，因此很多项目只能由公司承担。公司数据创新业务已经在武汉、郑州、德阳、大理等多个地市开展数据安全与要素化工程试点，我们预期公司各地国资云今年将贡献数据要素收入。此外，公司相继孵化了飞瞰数据中台、飞瞰共享交换平台、飞思智能中台等产品，并与智源研究院探索国产 CPU 的大模型适配部署，目前已经面向公安、医疗等重要行业客户提供数据智能产品和解决方案，并将能力嵌入在国资云平台和数据要素创新能力中。高科技产业工程龙头地位稳固：公司是高科技产业工程服务领域的龙头企业，在电子信息、生物医药、新能源、新基建等高科技行业的洁净室工程领域技术国内领先，高科技产业工程服务 2022 年实现营收 457.62 亿元，同比增长 24%，洁净室行业龙头地位稳固。盈利预测与投资评级：我们维持公司 2023-2024 年 EPS 预测为 0.17/0.45 元，预计 2025 年 EPS 为 0.96 元，我们看好公司中国电子云全栈信创能力，公司参与数据要素顶层设计，国资云项目今年有望贡献数据要素变现收入，并积极参与大模型适配部署，维持“买入”评级。风险提示：政策推进不及预期；行业竞争加剧；疫情影响生产经营。

(证券分析师：王紫敬 证券分析师：黄诗涛 研究助理：张文佳)

英恒科技 (01760.HK): 被低估的汽车电子龙头，智能化驱动增长

投资要点 汽车电子解决方案提供商，新能源驱动业绩持续高增。英恒科技是国内领先的汽车电子解决方案提供商，2018 年港股上市，目标成为最大的汽车电子产业服务平台。公司业务涵盖新能源、车身系统、安全系统、动力系统、智驾网联、云服务器等多个领域。2022 年，公司实现营收 48.3 亿元，同比+52%；归母净利润 4.15 亿元，同比+107%。智能化核心卡位，产品拓展量价齐升。智能化业务是公司

最快的增长引擎，2022年公司智驾网联业务实现营收2.5亿元，同比+151%。公司与地平线深度合作，加强在自动驾驶及AI技术方面开发和应用能力，提供L2+级别自动驾驶解决方案。公司建立了整车级自动驾驶测试实验室，以及自动驾驶仿真测试验证平台。轻资产运营叠加高研发投入，商业模式相对稀缺。公司商业模式独特，通过采购半导体器件，结合自身的方案设计，为汽车OEM或tier1提供解决方案或者汽车电子PCB-A，2022年毛利率达到21.5%。公司属于轻资产模式，生产制造外包，自身在上海建有大型研发中心，涵盖电动化（三电控、辅控、热管理）、智能化（智驾域、毫米波雷达、座舱控制器）、氢燃料汽车产品等。从直接商业模式对标来看，公司没有完全一致的可比公司，优势在于对于上游芯片的掌控、自身的研发实力及轻资产运营、对汽车产品线的广泛布局与经验积累。在手订单饱满，整车价格战影响有限。公司客户包括中国整车制造商及tier1，22H1活跃客户数981家，包括比亚迪、上汽、长城、广汽埃安等传统乘用车品牌，以及小鹏、理想、零跑等新势力品牌。公司“贴近客户，多地开发”，在全国16个城市设有网点，客户粘性较强。在汽车行业下行，整体价格战的情形下，公司受到冲击相对较小，目前在手订单饱满，预期将维持较高增速水平。盈利预测与投资评级：我们预计公司2023-2025年净利润分别为5.4亿元，6.8亿元，8.0亿元，同比分别+31%、+25%、+19%，对应现价（4月3日）PE分别为9倍、7倍、6倍，考虑到公司客户资源丰富，在手订单饱满，后续有望进入港股通、改善流动性，首次覆盖予以“买入”评级。风险提示：汽车下游竞争加剧风险，整车厂商业模式变化风险，港股流动性风险

（证券分析师：张良卫 研究助理：卞学清）

晶科能源（688223）：2022年&2023Q1业绩点评：组件出货高增，N型收益持续兑现

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826.8亿元，同增103.8%，归母净利润29.4亿元，同增157.2%，扣非归母净利润26.5亿元，同增399%；2022Q4实现营收299亿元，同增84%，环增54%，归母净利润12.6亿元，同增200%，环增64%，扣非归母净利润11.3亿元，同增375%，环增59%；2023Q1实现营收231.5亿元，同增58%，环减23%，归母净利润16.6亿元，同增313%，环增32%，扣非归母净利润12.2亿元，同增307%，环增8%。业绩符合预期。2023Q1出货再回龙一，N型超额收益持续兑现。公司2022年组件出货44.33GW，同增99.4%，其中N型出货超10GW。2023Q1出货13GW，同增63%，再回组件出货第一。我们测算组件单瓦净利约1.2毛，环增2分，美国滞港费3-4亿影响盈利；其中PERC/TOPCon出货7GW/6GW，单瓦盈利9分/1毛6，N型超额持续兑现。展望2023Q2，我们预计组件出货达16-18GW，同增60%+，环增23%+，TOPCon成本继续下降，力争持平PERC，超额收益或达1毛，滞港费有望下降至1-1.5亿，盈利能力进一步改善。我们预计全年出货60-70GW，同增50%+，截至4月订单饱和度60%，全年TOPCon占比60%+，N型出货行业领先；同时美国市场已开始批量通关，滞港费逐渐下行，我们预计全年美国占比5-10%，带动盈利向上提升。深化一体化布局，N型技术领先。公司一体化布局持续深化，我们预计2023年底硅片/电池/组件产能75/75/90GW，其中N型占比70%+；2022年合肥+尖山已投产35GW；2023年楚雄6.5GW（2023Q3投产）+海宁袁花6.5GW电池改造（2023Q2出片）+越南4GW电池陆续落地，我们预计年底N型电池达50GW+。同时，公司启动美国1GW组件扩产，后续支撑本土化出货。公司N型技术处于行业领先地位，

2023Q1 量产效率达 25.3%，我们预计年底量产达 25.8%；2024 年将推出 HOT3.0（全域钝化）。成本上，推进硅片减薄+银浆、胶膜优化持续降本，新技术不断领跑，TOPCon 龙一地位稳固。盈利预测与投资评级：基于公司新技术占比逐步提高，组件出货持续高增，我们维持公司 2023-2024 年归母净利润为 71.7/96.7 亿元，我们预计 2025 年归母净利润为 126 亿元，同增 144%/35%/30%，基于公司 TOPCon 龙头地位，我们给予 2023 年 25xPE，对应目标价 17.9 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）

振华新材（688707）：2022 年年报及 2023 年一季报点评：Q1 业绩基本符合预期，单位盈利逐步回归

投资要点 2022 年归母净利 12.7 亿元，符合市场预期，2023Q1 归母净利 0.7 亿元，基本符合市场预期。2022 年公司营收 139.36 亿元，同比增长 152.69%；归母净利润 12.72 亿元，同比增长 208.36%；此前预告归母净利 12.2-13 亿，位于预告中值偏上，符合市场预期。2023 年 Q1 公司实现营收 20.06 亿元，同比降低 22.21%，环比降低 50.24%；归母净利润 0.71 亿元，同比降低 79.37%，环比降低 73.45%；扣非归母净利润 0.72 亿元，同比降低 78.85%，环比降低 72.13%，基本符合市场预期。2023Q1 出货 0.7 万吨左右，2023 年预期 30-50% 增长。出货端来看，2022 年总出货 4.4 万吨，同比增长 34%，钠电正极及超高镍实现数十吨出货；2023Q1 出货 0.7 万吨左右，同比下降 30% 以上，其中中镍正极受电池厂去库影响较大，高镍需求基本稳定，占比提升至 50%，后续随着电池厂去库完成，需求逐步恢复，5 月排产我们预计环比增长 30-50%，我们预计 2023 年出货有望达 5.5-6 万吨，同比增长 30-50%。此外，公司钠电正极布局领先，推广应用进展顺利，下半年开始批量出货，我们预计 2023 年有望实现千吨级销售。2023Q1 单吨盈利 1 万元/吨左右，我们预计 2023 年维持 1.2-1.5 万元/吨。盈利端来看，公司 2022 年全年扣非单吨利润 2.5 万元以上，其中 Q4 单吨利润 2.3 万元左右，环比略降。2023Q1 单吨利润 1 万元以上，主要系计提存货减值损失 0.53 亿元，且产能利用率下降导致单吨毛利环比下滑至 2.8-2.9 万元/吨左右，2023 年年初三元加工费稳定年降，当前加工费基本降至底部，随着排产恢复产能利用率回升，我们预计 2023 年全年单吨利润有望达 1.2-1.5 万元。23Q1 费用控制良好，存货较年初仍有提升。23Q1 期间费用 0.8 亿元，同比下降 21%，环比下降 25%，期间费用率 4.0%，同比增长 0.04pct，环比增长 1.3pct。Q1 末公司存货 21 亿元，较年初增长 14%；23Q1 公司经营活动净现金流净额为 -8 亿元，同比下降 747%，环比下降 185%；资本开支为 1.1 亿元，同比下降 58%，环比下降 52%。盈利预测与投资评级：考虑库存跌价，单吨利润下滑，我们下修公司 23-25 年归母净利润至 8.2/11.2/15.2 亿元（原预期 23-24 年为 13.1/16.5 亿元），同比 -35%/+35%/+36%，对应 PE 为 19x/14x/10x，考虑钠离子电池放量在即，维持“买入”评级。风险提示：电动车销量不及预期，钠离子电池进展不及预期。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕 证券分析师：岳斯瑶）

绿的谐波（688017）：2022 年年报&2023 年一季报点评：短期业绩承压，加码研发&定增扩产看好长期成长性

投资要点 工业机器人行业需求放缓，业绩短期承压：2022 年公司实现营收 4.5 亿元（同比+0.5%），归母净利润 1.6 亿元（同比-17.9%），扣非归母净利润 1.3 亿元（同比-13.2%）。其中 Q4 单季度营收 1.0 亿

元（同比-18.3%，环比+0.2%），归母净利润 0.3 亿元（同比-42.2%，环比-24.9%）。分业务来看，谐波减速器及金属件业务收入为 4.2 亿元（同比-0.2%），谐波减速器销量 25.7 万台（同比+0.3%）；机电一体化业务收入 0.3 亿元（同比+14.1%），机电一体化产品销量 7192 套（同比+4.8%）；智能自动化装备业务收入 11.8 万元（同比-71.0%），智能自动化装备销量 22 台（同比-66.7%）。2023Q1 营收 0.9 亿元（同比-5.7%），归母净利润 0.3 亿元（同比-32.5%），扣非归母净利润 0.2 亿元（同比-17.6%）。业绩短期承压主要受工业机器人行业需求放缓影响，而利润端降幅大于营收端，主要系研发投入增加及计入当期的政府补助减少所致。截至 2023Q1 末公司存货为 2.5 亿元，同比+28.2%；合同负债为 0.1 亿元，同比-34.6%。2023Q1 公司经营活动净现金流为 0.1 亿元，同比+19.6%。盈利能力受多重因素扰动，2022 年以来持续加码研发：2022 年销售毛利率为 48.7%（同比-3.8pct）。分业务来看，谐波减速器及金属件业务毛利率 48.8%（同比-4.35pct）；机电一体化业务毛利率 42.4%（同比+4.86pct）；智能自动化装备业务毛利率 6.3%（同比-9.1pct）。2023Q1 销售毛利率为 44.4%（同比-8.1pct）。公司谐波减速器业务毛利率下降，我们判断主要受行业需求低迷，竞争加剧影响。机电一体化业务毛利率提升，主要系产品结构逐步丰富，新增高毛利产品所致。2022 年销售净利率和扣非净利率为 35.1% 和 28.6%，分别同比-7.8pct 和-4.5pct，盈利水平有所下降。我们判断主要系：1）政府补助、理财收益等非经常性收益减少；2）公司毛利率水平有所下滑；3）期间费用率有所提升：一方面 2022Q3 以来公司开始加强客户定制化服务，增加销售服务人员；另一方面受股份支付费用及研发费用增加影响，使得公司管理（含研发）费用率有所提升。2022 年公司期间费用率为 12.2%，同比+1.1pct，其中销售/管理（含研发）/财务费用率分别同比-0.6pct/+2.3pct/-0.6pct。2023Q1 销售毛利率为 44.35%（同比-8.1pct），销售净利率为 27.7%，同比-11.3pct；期间费用率 14.7%，同比-0.2pct，其中销售费用率 1.9%，同比+0.5pct，管理费用率（含研发）18.3%，同比-0.1pct，财务费用率-5.5%，同比-0.5pct。与三花智控达成战略合作，建立墨西哥合资公司并由绿的控股：2023 年 4 月 14 日，公司发布《关于自愿性披露签订战略合作协议的公告》。根据公告，公司将与三花智控共同出资在三花墨西哥工业园设立一家合资企业，该合资企业注册资本不低于 1,000 万美元，用于谐波减速器相关产品的研发、生产与销售。三花智控为全球新能源汽车的热管理龙头，是特斯拉汽车热管理系统核心供应商，与海外客户关系密切，具有客户及渠道优势。绿的谐波为国内谐波减速器龙头企业，产品技术壁垒高，是国内少数可以自主研发并实现规模化生产的谐波减速器厂商。该合作实现了双方优势互补，有望实现互利共赢。拟定增 20 亿加码精密传动，看好机器人核心零部件成长前景 2022 年 10 月 29 日公司发布公告，拟定增 20.3 亿元投入“新一代精密传动装置智能制造项目”，建成后将新增谐波减速器 100 万台、机电一体化执行器 20 万套的年产能，达产后将扩大公司精密传动装置的生产能力，满足快速增长的下游市场需求。因疫情反复，公司 IPO 项目年产 50 万台精密减速器项目产线建设推进过程放缓，导致项目达到预定可使用状态的日期从 2022 年 12 月延迟至 2023 年 12 月。但中长期来看，谐波减速器行业需求依旧向好。需求端：若考虑人形机器人的增量需求，2023-2025 年全球谐波减速器需求量分别为 299/467/738 万台。供给端：综合考虑哈默纳科、绿的谐波等品牌，2023-2025 年全球机器人用谐波减速器产量将达 179/204/236 万台，与需求相比可得 2023-2025 年全球机器人用谐波减速器供需缺口分别为

120.3/262.8/501.3 万台。行业中长期供不应求的背景下，公司顺势定增扩产，彰显长期发展信心。盈利预测与投资评级：考虑到公司产能释放进度略低于预期，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 2.21（下调 19%）/3.32（下调 14%）/4.58 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 85/57/41 倍，维持“增持”评级。风险提示：下游需求不及预期、新品研发不及预期、原材料价格波动风险。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：罗悦）

瀚川智能（688022）：2022 年报&2023 年一季报点评：费用前置 Q1 业绩承压，看好换电&锂电设备业务放量

投资要点 Q1 受费用前置影响业绩有所下滑，看好后续订单验收放量：2022 年公司实现营收 11.4 亿元，同比+51%，归母净利润 0.7 亿元，同比+21%，扣非归母净利润为 0.3 亿元，同比-17%。由于公司换电业务处于发展初期，出于收入确认谨慎性考虑，调减 2022 年收入 1.8 亿元，预计 2023 年确认该部分收入。分产品来看，汽车智能装备营业收入 5.4 亿元，同比+19%，占比 47%，充换电智能装备营收 2.9 亿元，占比 25%，电池智能制造 2.3 亿元，同比+9%，占比 20%，工业互联智能制造系统营收 0.2 亿元，同比-33%，占比 1%，零部件营收 0.6 亿元，同比+62%，占比 5%。2023Q1 公司营收 1.8 亿元，同比+84%，归母净利润-0.43 亿元，扣非归母净利润-0.42 亿元，主要系公司处于快速增长期，费用与收入存在时间错配，规模效应尚未体现。盈利能力有所下滑，静待规模效应显现：2022 年公司毛利率为 28.3%，同比-5.5pct，分产品来看，汽车智能制造装备为 35.7%，同比-0.9pct，充换电智能制造装备为 14.8%，电池智能制造装备为 27.2%，+1.7pct，工业互联智能制造系统为 53.4%，+12pct，零部件为 26.7%，-18.7pct，净利率为 6.4%，-1.2pct，期间费用率为 24.2%，-3.9pct，其中销售费用率为 6.8%，-1.5pct，管理费用率（含研发）为 15.2%，-3.3pct，财务费用率为 2.2%，+1pct。2023Q1 公司毛利率为 27.2%，同比-0.2pct，净利率为-25.6%，期间费用率为 56.7%，同比+8.6pct，主要系公司新业务处于前期阶段，员工薪酬、设备厂房折旧等费用前置，其中销售费用率为 21%，同比+4.5pct，管理费用率（含研发）为 31.2%，同比-2.6pct，财务费用率为 4.5%，同比+6.8pct，我们认为随着换电设备、锂电设备的新签订单规模交付，公司盈利能力有望逐步提升。合同负债&存货高增，在手订单充沛保障业绩增长：截至 2023Q1 末合同负债为 3.5 亿元，同比+86%，存货为 9.5 亿元，同比+56%，截至 2023 年 4 月底公司在手订单 30.4 亿元(含税)，其中电池智能装备 15.8 亿元，占比 52%；充换电智能装备 8.9 亿元，占比 29%；汽车智能装备 5.7 亿元，占比 19%。储能有望成为锂电设备下一重要增长点，瀚川大圆柱设备已有储备：大型储能倾向于使用大容量的方形电池；家庭储能更倾向于大圆柱电池。瀚川已与亿纬锂能等企业建立合作关系，未来 4680 大圆柱电池的中后道设备有望实现全部自制，充分受益于储能市场快速放量。2022 年公司与正威集团签订 8.34 亿元的化成分容设备的重大销售框架合同，并与深圳埃克森就锂电池相关生产设备业务达成战略合作并获得重大锂电生产配套设备订单。换电设备产能快速提升，打开新成长空间：换电模式获认可，尤其在商用车领域经济性凸显。我们预计 2025 年建设换电站数量将超 16000 座，对应新增设备投资额近 400 亿元。瀚川先发优势明显，我们预计 2023 年公司换电设备新接订单有望达 20 亿元。2022 年底，公司现有诸暨、苏州基地换电设备产能达 680 套，2023 年底产能有望达 1500 台、2024 年有望近 3000 台。盈利预测与投资评级：考虑到疫情影响和收入确认节奏，我们下调公司 2023-2024 年归母净利润分别为 2.0（原值

2.5, 下调 20%) / 3.4 (原值 4, 下调 15%) 亿元, 预计 2025 年归母净利润为 5.0 亿元, 对应 PE 分别为 31/18/13X, 维持“增持”评级。风险提示: 下游扩产不及预期, 新业务开拓不及预期。

(证券分析师: 周尔双 证券分析师: 刘晓旭)

东诚药业 (002675): 2022 年报及 2023 一季报点评: 业绩低于预期, 多条核药管线有望落地

投资要点 事件: 2022 年公司实现营业收入 35.8 亿元 (-8.41%, 同比, 下同), 归母净利润 3.1 亿元 (+102.75%)。扣非归母净利润 2.9 亿元 (+121.33%); 2023Q1 公司实现营业收入 8.5 亿元 (-3.32%); 归母净利润 5011 万元 (-8.77%), 扣非归母净利润 4239 万元 (-21.01%), 业绩低于我们预期。院端诊疗业务受压制拖累表现增速, 23Q1 核药快速恢复: 2022 年院端诊疗受到压制, 影响公司院内核药等制剂需求, 分板块看, 公司原料药相关产品实现收入 20.6 亿元 (-9.04%); 制剂产品实现收入 4.8 亿元 (+4.4%); 核药产品实现收入 9.1 亿元 (-15.58%); 毛利率方面, 原料药相关产品毛利率大幅提升至 24.08% (+7.25pp), 带动整体毛利率提升 1.99pp 至 42.94%。2023Q1, 公司原料药板块需求较去年同期有所下降, 逐步恢复至正常水平, 原料药板块实现收入 4.1 亿元 (-21.9%); 制剂板块, 注射用拿去肝素钙受集采降价影响, 收入为 9121 万元 (-7.4%), 注射用氯化可的松琥珀酸钠实现收入 4727 万元 (+447.59%), 主要原因为需求量增加; 核药板块业绩随院端诊疗的恢复而快速修复, FDG 注射液实现收入 1.06 亿元 (+25.77%); 锝标记物实现收入 2364 万元 (+8.87%); 此外, 云克注射液需求同样快速恢复, 实现收入 5501 万元 (+18.47%) 核药发展前景广阔, 多条管线即将纳入收获期: 公司以蓝纳成为完全创新核药研发平台, 以安迪科为仿创核药平台, 基本形成了“筛查-诊断-治疗”一体的全体系核药研发体系, 截至 22 年报, 99mTc 标记替曲膦产品已完成中检院现场检查, 正在等待后续审批, 铼[188 Re] 依替膦酸盐注射液、氟化钠注射液骨扫描显像剂等正在进行临床总结等工作。蓝纳成产品氟[18F]思睿肽注射液、氟[18F]纤抑素注射液已获得 CFDA 核准签发的《药物临床试验批准通知书》, 177Lu-LNC1004 注射液收到 FDA 核准签发的《药品临床试验批准通知书》与新加坡卫生科学局核准签发的药品临床试验授权通知书。若未来蓝纳成管线新药成功上市, 有望大幅提高公司业绩。盈利预测与投资评级: 考虑到 2022 年公司业绩不及预期, 同时 23 年原料药板块业务承压, 我们将公司 2023-2024 年归母净利润预测由 5.26/6.57 亿元下调至 4.07/5.18 亿元, 预计 2025 年公司归母净利润为 6.23 亿元, 当前市值对应 PE 分别为 31/24/20 倍。同时考虑到公司作为国内核药龙头企业, 前景广阔, 维持“买入”评级。风险提示: 原料药降价风险, 核药研发进展不及预期风险等。

(证券分析师: 朱国广)

青鸟消防 (002960): 2023Q1 业绩点评: 现金流和回款进一步改善, 出海战略效果显著、值得期待

投资要点 事件: 公司公告 2023 一季报, 实现收入 8.31 亿元、同比增长 11.38%; 归母净利润 0.77 亿元、同比增长 16.15%; 扣非后增长 -1.10%。疫情冲击下 Q1 业绩中规中矩, 现金流和回款进一步改善。根据公司公告, 2023Q1 收入 8.31 亿元、同比增长 11.38%; 归母净利润 0.77 亿元、同比增长 16.15%; 扣非后为 0.62 亿元、同比增长 -1.10%, 符合预期。公司进一步加大对经销商回款 KPI 的考核比重, 2023Q1 经营性净现金流同比正向增长 46.15%, 现金流状况持续改善; 盈利能力方面, 2023Q1 毛利率为 38.84%、同比微降 0.35 个百分点; 净利率

为 9.74%、同比微降 0.11 个百分点，考虑到公司生产和发货端 2023 年 1 月份仍在经历疫情放开之后的冲击，盈利能力符合预期。海外业务推进节奏超预期，公司净利润释放拐点近在眼前。分业务来看：1) 通用消防报警业务整体保持平稳增长，其中久远品牌同比增长近 30%；2) 出海战略推进节奏超预期，法国 Finsecur 实现稳步增长、西班牙 Detnov 实现快速增长近 50%、美安 Maple Armor 实现高速增长超 140%。3) 应急疏散稳定增长，市场竞争格局仍在洗牌；4) 自动灭火、气体检测均实现平稳较快增长。我们分析认为，伴随着高毛利率的海外业务规模不断扩张，公司盈利能力水平有望持续改善；同时公司在 2021-2022 年招聘的人员逐渐开始贡献人效（2021 年初公司员工总数为 2918 人、2023 年初公司员工总数为 4976 人），销售费用率会逐渐降低，公司净利率将持续改善，净利润增速拐点愈发接近。董事长 11 亿真金白银躬身入局+中集集团 12 亿大手笔参与公司定增。2022 年 11 月，北大青鸟环宇向董事长蔡总转让的股权合计 0.45 亿股、总转让款为 11.02 亿元、折合 24.54 元/股。转让完成后，北大青鸟环宇持股比例从 31.88% 下降至 23.92%，董事长蔡总持股比例从 9.85% 提升至 17.81%。我们认为，董事长大手笔承接股权、躬身入局，是公司发展历程上的一个里程碑事件，此前市场对公司的股权结构始终存在分歧，在委托-代理的难题之下，董事长的持股比例较低+北大青鸟环宇的财务投资者身份，使得市场对公司长期发展缺乏信心。此次董事长拿出 11 亿真金白银，一方面显著强化对公司的掌控力、进一步明确掌舵者身份，另一方面，也充分彰显对公司长期发展的坚定信心、打消市场疑虑。盈利预测与投资评级：我们预计 2023-2025 年公司 EPS 分别为 1.29、1.65、2.11 元，对应 PE 分别为 19、15、12 倍，维持“买入”评级。风险提示：行业需求下降、竞争加剧造成产品价格和毛利率持续下降等

（证券分析师：刘博 证券分析师：唐亚辉 研究助理：米宇）

吉贝尔（688566）：小而美的创新药企，销售改革激发活力

投资要点 投资逻辑：1) 公司创新性和成长确定性、持续性，仍未被充分认知，估值具备较大上行空间；2) 降压药人群、市场大，集采后存在机构性机会，看好尼群洛尔的稀缺性和商业潜力；3) 公司销售改革于 2021 年启动，已有 4 个季度验证改革成效，23-25 年有望达 30-50% 高增长。小而美的创新药企，销售改革激发活力。公司成立二十余年，构建起以升白药利可君片、降压药尼群洛尔片、抗炎药醋氯芬酸肠溶片为主的产品矩阵。公司已搭建复方制剂、氙代药物、脂质体三大技术平台，在研抗抑郁一类新药 JJH201501（氙代沃替西汀）进入 IIIb 期临床，预计 25 年申报上市，可延长半衰期，降低给药剂量、提高安全性，将成为公司第二增长曲线。在研抗肿瘤一类新药 JJH201601，与多西他赛相比，疗效、安全性等方面均有较大改善，已经获批临床。尼群洛尔片：高血压伴高心领域优势明显，临床影响力逐渐体现。尼群洛尔片为国内首个一类复方降压药（CCB+BB），机制协同，可实现血压、心率双达标，被《中国高血压防治指南（2018 年）》等多部指南推荐。公司 2021 年销售改革，组建尼群洛尔和 OTC 事业部，加大推广力度。集采后降压药厂家的推广动力下降，为新药腾出空间，公司的终端影响力将逐渐体现。国内高血压患者数量超 2.45 亿人，单纯高血压伴快心率患者比例达 38.2%，对应患者数量超 9.3 千万人；降压药终端市场超 550 亿元。我们预计，尼群洛尔片销售峰值可达 15-20 亿元，对应用药人数仅 62.5 万人，渗透率仅 0.67%，市占率仅 2.7%；2023-25 年的销售额为 2.2/3.7/6.0/亿元，同增 294/70/60%。

利可君片：应用场景广阔，市场远未饱和。利可君片为半胱氨酸衍生物，可升高白细胞，用于肿瘤、精神、传染多个科室。利可君片在不同区域、科室的开发仍不均衡，肿瘤科仍有较大空间，2022年被纳入《临床路径释义·肿瘤疾病分册》。升白药市场容量较大，2021年规模104.4亿元。利可君片具有疗效明确、使用便利、价格便宜、不良反应小的特点。公司独家生产利可君原料药，格局较为稳定。我们预计，随着公司拓展“肿瘤+院外”市场，利可君片有望成为10亿元级品种，对应市占率仅10%；2023-25年的销售额为6.5/8.3/10.4亿元，同增30/28/25%。盈利预测与投资评级：我们预计，公司2023-25年收入分别为10.2/14.0/18.8亿元，归母净利润为2.0/2.8/3.8亿元，同增32/37/38%，当前市值对应PE为27/20/14倍。销售改革驱动业绩增长，核心产品稀缺性强、潜力大。首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：竞争环境恶化、研发失败风险、销售不及预期

(证券分析师：朱国广 证券分析师：周新明)

国盛智科(688558)：2023年一季报点评：业绩短期受装备部件业务影响，看好机床主业稳健增长

投资要点 战略收缩装备部件业务背景下业绩有所下滑，看好后续恢复性增长：2023Q1公司实现营收2.6亿元(同比-4.3%)，归母净利润0.36亿元(同比-13.7%)，扣非归母净利润0.33亿元(同比-15.7%)，业绩有所下滑主要系公司战略收缩装备部件业务。我们判断随着后续通用制造业逐步复苏，下游需求将持续回暖，公司机床主业有望维持稳健增长。销售毛利率略有下滑，规模效应有望带动毛利率回升：2023Q1公司销售毛利率为25.6%，同比-1.9pct，我们判断销售毛利率有所下滑主要系新工厂投入使用，但收入受下游需求较为疲软影响，导致单位制造费用较高。我们认为随着公司产能释放，规模效应增强及原材料价格回落对公司毛利率的影响开始显现，公司毛利率有一定回升空间。2023Q1公司销售净利率为13.7%，同比-1.8pct，销售净利率有所下滑主要系受到毛利率下滑的影响。费用端，2023Q1公司期间费用率为11.8%，同比+0.5pct，其中销售/管理(含研发)/财务费用率分别为3.1%/8.6%/0.1%，同比分别+0.1pct/+0.2pct/+0.1pct。2023Q1公司经营性现金流净额为0.16亿元，较2022Q1的-0.34亿元明显提升；存货4.85亿元，同比+6.35%；合同负债0.71亿元，同比-15.8%。持续加码核心功能部件自制，新能源等领域新产品有望迎来高速增长：持续加码核心功能部件自制，提升产品竞争力。截至2022年年末，公司龙门五面体加工中心全自动直角头100%自制，全自动延长头、双面头小批量投产，全自动万向头进入试制阶段；卧镗自制转台已实现5-25T全系列50%自制；卧镗主轴110、130自制率达80%，160主轴进入试制阶段，另有多款电主轴已完成设计，进入试制阶段。公司及时调整产品规划，贴近新能源、航天军工等高景气行业，随着2023年新增产能释放，高景气下游有望迎来高速增长。①新能源汽车：针对一体化压铸模具加工难点，推出桥式三轴、五轴龙门加工中心等产品，目前订单充足；针对新能源车前后副车架的加工，推出高速立加和五轴卧加。②航天军工：针对大型结构件和精密件的加工需求，开发出大型高刚性高精度动柱龙门加工中心、立式摇篮五轴等机型。盈利预测与投资评级：考虑到公司业务结构调整带来的影响，我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为2.25(下调10%)/2.82(下调13%)/3.58(下调12%)亿元，当前股价对应动态PE分别为24/19/15倍，维持“增持”评级。风险提示：通用制造业复苏不及预期、新产品拓展不及预期。

(证券分析师：周尔双 证券分析师：罗悦)

纽威数控 (688697): 2023 年一季报点评: Q1 净利润同比+36%,

投资要点 公司营收端&利润端均实现双位数增长: 2023Q1 公司实现营收 5.3 亿元 (同比+23.5%), 归母净利润 0.72 亿元 (同比+35.6%), 扣非归母净利润 0.67 亿元 (同比+44.8%), 利润端同比增幅大于收入端主要系政府补助增加所致。我们判断公司业绩稳健增长的主要原因系随着通用制造业进入复苏周期, 下游需求持续回暖, 且 2022Q1 受疫情影响基数较低。销售毛利率维持高位波动, 规模效应下期间费用率降低: 2023Q1 公司销售毛利率为 26.2%, 同比-1.0pct, 维持高位波动。2023Q1 公司销售净利率为 13.6%, 同比+1.2pct, 销售净利率有所提升主要系规模效应下期间费用率有所降低。2023Q1, 公司期间费用率为 12.8%, 同比-0.6pct, 其中销售/管理 (含研发)/财务费用率分别为 6.15%/6.2%/0.4%, 同比分别-1.8pct/+0.8pct/+0.4pct。2023Q1 公司经营性现金流净额为 0.04 亿元, 同比-71.2%, 主要系 2023Q1 到期的部分应收票据公司已于 2022 年贴现所致; 截至 2023Q1, 公司存货 9.2 亿元, 同比+21.5%; 合同负债 3.4 亿元, 同比+1.2%, 在手订单较为充足。持续加码研发提升产品竞争力, 募投产能释放打开成长空间: 公司持续加码研发, 不断完善 6 大核心技术领域。2022 年, 公司研发支出 0.82 亿元, 占营收比重 4.4%, 同比+0.1pct。2023Q1, 公司研发投入 0.22 亿元, 占营收比重 4.25%, 同比+0.7pct; 2022 年公司新增发明专利 14 项、实用新型专利 39 项, 进一步完善精度控制与保持、高速运动、故障分析解决、操作便捷、自适应加工及智能碰撞保护技术等 6 大核心技术领域。募投项目逐步达产将有效缓解公司产能不足压力。公司募投项目“三期中高端数控机床产业化项目”于 2022 年 7 月正式投产, 预计于 2024 年全部达产。全部达产后, 将新增各类数控机床产品共计 2000 台, 按照公司 2022 年机床平均售价约 63 万元/台计算, 将新增机床产值超 12 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 3.46 (维持)/4.35 (维持)/5.38 (维持) 亿元, 当前股价对应动态 PE 分别为 23/18/15 倍, 维持“增持”评级。风险提示: 下游行业需求不及预期、核心部件依赖外购、市场竞争加剧。

(证券分析师: 周尔双 证券分析师: 罗悦)

冰轮环境 (000811): 2023Q1 业绩点评: Q1 业绩“开门红”, 深港通持股比例创新高

投资要点 事件: 公司公告 2023 一季报, 实现收入 15.65 亿元、同比增长 24.49%; 归母净利润 1.08 亿元、同比增长 116.72%; 扣非后增长 203.91%。公司自成立以来最佳 Q1 业绩, 预付款项+合同负债预示着今年业绩将持续亮眼表现。公司 2023Q1 实现营收 15.65 亿元、同比增长 24.49%; 归母净利润 1.08 亿元、同比增长 116.72%; 扣非后为 0.98 亿元、同比增长 203.91%, 显著超出市场预期, 其中营业收入、扣非后归母净利润规模均是公司自成立以来的 Q1 最好表现。2023Q1 毛利率为 23.42%、同比提升 2.32 个百分点; 净利率为 6.42%、同比提升 2.54 个百分点, 价量齐升, 增长有数量更有质量。2023Q1 预付款项为 3.78 亿元、同比增长 66.27%; 合同资产为 4.39 亿元、同比增长 41.59%; 合同负债为 10.42 亿元、同比增长 36.43%; 预示着公司今年业绩将会持续亮眼表现。深港通持股比例创历史新高, 公司价值逐渐被外资发掘。根据东方财富数据, 截至 2023 年 4 月 28 日, 深港通持股市值合计 3.32 亿元、持股比例占公司总股本为 3.00%, 创历史新高。我们重申公司推荐逻辑: 1) 景气度上行: 我们在之前的数篇报告(《气温控制领域龙头, 碳捕集和氢能源设备业务打开成长空间》、《氢能产业政策持续落地, 压缩设备龙头有望率先获益》、《从战略高

度理解冷链物流十四五规划，聚焦核心痛点、高景气度将持续》、《供销社发布农产品冷链物流专项规划，行业景气度持续高企》等）中已经明确提出，疫情影响之下，“十四五”时期的冷链物流行业相比“十四五”之前，有翻天覆地的变化，政策密集落地+政府客户介入+中央资金支持，行业景气度持续上行。2) 竞争格局改善：中大型规模压缩机行业竞争格局较为分散，即使第一梯队冰轮环境、冰山冷热、雪人股份加总市占率也不高，“十四五”开始大量政府客户介入，由于政府客户对于设备供应商的一体化供应能力要求较高，同时疫情之后政府监管、执法要求趋严，行业竞争格局逐渐改善，公司龙头地位彰显。3) 盈利能力提升：从2022年至今公司逐季度的业绩表现可以看出，公司盈利能力显著提升，我们推测原因主要来自于：公司从2021年下半年开始产品逐批次提价、产品进入更高毛利率的工业领域、以及原材料价格逐渐下行，随着竞争格局改善，公司产品溢价效果会愈发彰显。盈利预测与投资评级：我们预计公司2023-2025年EPS分别为0.72、0.88、1.16元，PE分别为21、17、13倍，维持“买入”评级。风险提示：行业需求下降、竞争加剧造成产品价格和毛利率持续下降等

(证券分析师：刘博 证券分析师：唐亚辉 研究助理：米宇)

光线传媒(300251): 2022及23Q1业绩点评: 优质项目储备丰富, 23年起业绩有望明显修复

投资要点 事件：公司发布2022年报及2023Q1季报，22年营收7.5亿元，同比-35%，实现归母净利润-7.1亿元，同比-129%，落在此前业绩预告中枢。23Q1营收4.1亿元，同比-6%；实现归母净利润1.2亿元，同比+63%。电影行业22年承压前行。2022年年内多个档期未能正常发挥、众多热门影片未能如期上映，全年上映新片比2021年减少222部。公司22年电影业务亦受到外部影响，收入同比下降35%（电影业务在总收入中的贡献接近80%）；同时由于对长期股权投资（如猫眼）等计提资产减值准备，公司整体归母净亏损7亿元。23年线下消费强劲复苏，公司优质项目储备丰富，期待亮眼业绩表现。进入2023Q1，电影市场火爆的票房表现充分说明行业正强劲复苏中：春节档票房67.58亿元，为影史同档期总票房的第二位；定档2月至4月的新片超过百部，数量创下近三年新高。在行业强劲复苏背景下，公司优质电影亦拿下亮眼票房成绩：公司参投的《满江红》/《交换人生》/《中国乒乓》票房分别超过45/3/1亿元；五一上映《这么多年》票房达2亿元。公司23H1已上映及已定档的电影数量已超过22年全年，影片供给恢复至正常水平：《我经过风暴》5月上映、《透明侠侣》6月上映、《坚如磐石》《扫黑·拨云见日》《草木人间》《本色》等项目预计将于年内上映；《她的小梨涡》和《照明商店》已拍摄完成。Q1公司电影业务利润同比增长，我们期待后续优质电影上映继续驱动公司业绩增长。公司优势领域动画电影23-24年亦有望继续贡献利润增量。23Q1公司主投并发行的动画电影《深海》票房超过9亿元，我们预计贡献收入2.5-3亿元。公司预计年内上映的动画电影包括《茶啊二中》（7月上映）《大雨》等，潜力项目《哪吒之魔童闹海》《小倩》预计将于24年上映。相对真人电影，动画电影在系列电影的后续作品上成本更可控，主要是主创主演、部分素材等，可以大幅节省成本，利润弹性更大，我们认为后续优质动画电影的上映有望为公司收入和利润贡献显著增量。盈利预测及投资评级：公司23年往后优质电影项目储备丰富，支撑业绩修复，同时公司已在内部部署对AI技术的探索式实践，积极寻找与内容创作的结

合点，我们看好公司中长期主业内生增长以及与 AI 结合的想法空间，我们维持预计公司 23-24 年归母净利润 7.9/9.8 亿元，预计 25 年 11.1 亿元，对应 23-25 年 38/31/27 倍 PE，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 研究助理: 郭若娜)

昊海生科(688366): 2023Q1 季报点评: 收入+29%、归母净利润+33%, 医美眼科恢复快速增长

投资要点 事件: 2023 年 Q1, 公司实现营收 6.11 亿元 (+29.06%, 表示同比, 下同), 实现归母净利润 0.81 亿元 (+33.21%), 扣非归母净利润 0.72 亿元 (+21.13%), 收入符合预期, 利润基本符合预期。非经常性损益主要包括政府补助 1006 万元、所得税影响 176 万元等。医美、眼科恢复快速增长, 骨外科恢复稍慢。2023 年 Q1 季度, 分业务来看, 医美产品线恢复快速增长, 一方面医美消费尤其高端医美增长韧性强, 疫后需求较快释放, 另一方面, 公司“海魅”主打线性无颗粒交联特点, 定位国产高端玻尿酸(终端价格 8000 元以上), 产品具有安全性良好/支撑塑形效果好/时效性长等优势, 实现销售收入快速增长。我们估计 Q1 玻尿酸产品线收入增长是驱动公司整体收入快速增长的重要因素, 其中尤其海魅增长亮眼。眼科方面, 随着白内障手术量恢复、近视防控需求增长, 公司人工晶体、代理 OK 镜、视光材料恢复快速增长, 我们估计 Q1 眼科产品线整体恢复快速增长。骨外科产品线恢复较慢, 我们估计骨科整体稳健持平, 外科有所拖累。毛利率净利率提升, 期间费用率微幅提升。2023Q1, 公司毛利率、净利率分别为 71.49% (+4.47pp)、13.90% (+0.5pp), 随着疫后收入恢复增长及高端产品占比提升, 公司毛利率回升, 考虑到 Q1 股权激励费用 600 多万, 公司经营利润率提升。公司销售费用率 32.78% (+1.52pp)、管理费用率 15.32% (-0.57pp)、研发费用率 8.77% (-0.84pp), 三项费用率整体提升 0.11 个百分点。随着公司高端“海魅”玻尿酸继续放量增长、自研“童享”OK 镜在 2023 年下半年加快上市销售, 我们认为公司整体利润率水平有望进一步提升。盈利预测与投资评级: 维持预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 4.56/5.81/7.26 亿元, 2023-2025 年公司 EPS 分别为 2.66/3.39/4.24 元, 对应当前 A 股股价的 PE 分别为 42/33/26 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 产品市场推广不及预期, 新产品研发进展或不及预期的风险, 市场竞争加剧等。

(证券分析师: 朱国广 证券分析师: 冉胜男)

华立科技(301011): 2022 年年报&2023 年一季报点评: 业绩复苏弹性可期, 动漫 IP 衍生品增速强劲

投资要点 事件: 2022 年公司实现营收 6.05 亿元, yoy-3.55%, 归母净利润-0.71 亿元, yoy-235.56%, 扣非归母净利润-0.67 亿元, yoy-233.60%。2023Q1 公司实现营收 1.56 亿元, yoy+21.90%, qoq+11.69%, 归母净利润 574.83 万元, yoy+265.15%, 环比扭亏, 扣非归母净利润 573.30 万元, yoy+142.05%, 环比扭亏, 业绩低于我们预期。外部环境逆风致业绩承压, 2023 年复苏弹性可期。2022 年受宏观环境影响, 公司动漫 IP 衍生品、游乐场运营业务承压, 致营收同比下滑。费用端, 2022 年销售费用率 5.45% (yoy+0.67pct), 研发费用率 3.96% (yoy+1.21pct), 同比提升主要系公司加大研发、品牌宣传投入; 财务费用率 4.10% (yoy+2.20pct), 同比提升主要系汇率波动影响; 管理费用率 7.87% (yoy+1.72pct)。同时公司计提商誉减值准备(已出清)和信用减值准备 4578、2668 万元, 致利润端承压。2023Q1

在动漫 IP 衍生品、设备销售业务驱动下，公司营收及利润双端修复已强劲开启。 动漫 IP 衍生品业务：高增长潜力有望稳步兑现。2022 年公司动漫 IP 衍生品业务实现营收 1.47 亿元（yoy-15.78%），营收占比 24.37%（yoy-3.52pct），营收同比下滑主要系受疫情等因素影响，动漫卡通设备未能持续正常开机运营。疫情等因素逐步消退后，动漫 IP 衍生品业务的增长潜力已逐步显现，2023Q1 虽有个别产品坪效表现未达公司预期，但动漫 IP 衍生品业务营收依旧实现同比 83.18% 的高增长。我们看好公司逐步增加设备投放量，同时恢复卡片更新节奏及宣发活动，稳步提升产品坪效，动漫 IP 衍生品业务有望成为公司业绩新增长极。 设备销售业务凸显韧性，运营业务有望逐步回暖。2022 年在国内游戏游艺设备采购需求相对疲软的背景下，公司设备销售业务仍实现同比增长 3.35%，主要系公司积极开拓海外市场，设备海外收入同比增长 85.77%，回补国内需求下滑缺口。我们看好 2023 年国内需求复苏，同时看好公司积极探索 AIGC、ChatGPT 等技术运营，加快 VR、AR 等新技术应用研发，持续巩固产品优势，带动设备销售收入稳步增长。运营业务方面，公司设备合作运营、游戏场运营业务均受外部环境影响较大，2022 年及 2023Q1 营收同比有所下滑，随着外部环境持续向好，我们看好其后续业绩稳步修复。 盈利预测与投资评级：公司经营回暖，业绩复苏弹性已于 2023Q1 初步兑现，但运营业务复苏较我们此前预期稍弱，因此我们下调 2023-2024 年并新增 2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年 EPS 分别为 0.64/1.09/1.46 元（2023-2024 年此前为 1.00/1.27 元），对应当前股价 PE 分别为 49/29/22 倍。我们看好公司游戏游艺龙头优势稳固，动漫 IP 衍生品高增长潜力将持续兑现，维持“买入”评级。 风险提示：动漫 IP 衍生品发展不及预期风险，市场竞争加剧风险，宏观经济波动风险

（证券分析师：张良卫 证券分析师：周良玖 研究助理：陈欣）

光云科技（688365）：2022 年及 2023Q1 业绩点评：外部消费环境转好+内部产品研发完成，收入拐点将现

投资要点 业绩概览：2022 年公司实现营收 4.94 亿元，同比下滑 9.4%，受宏观经济增速放缓以及市场竞争格局加剧等多重因素影响，各主要业务收入增长未达预期，其中非核心业务中的运营业务、CRM 业务营业收入降幅较大；归母净利润-1.79 亿，扣非归母净利润-1.88 亿元。2023Q1 公司实现营收 1.1 亿元，同比下滑 11.03%；归母净利润-0.17 亿元，扣非归母净利润-0.18 亿元。 SaaS 产品收入稳定，大商家 SaaS 仍保持增长。公司为电商商家客服、运营、仓储等各部门提供专业化和精细化的产品服务，在满足用户需求的同时，提高了产品的客单价，使得用户粘性和付费能力较强的发展中用户比例提升，促进了相关产品收入的增长。2022 年公司大商家业务整体营收较去年同期保持了快速增长。2022 年，公司核心大商家产品（主要包括快麦 ERP、深绘美工机器人、快麦小智客服机器人、巨沃 WMS 等产品）收入相较去年同期增长 25.64%。 新平台快速增长。公司已完成近 30 个电商平台的战略布局。2022 年，公司持续加大抖音、快手等社交电商平台投入，中小商家 SaaS 产品在抖音平台收入较去年同期增长 165.01%，拼多多平台收入也保持着稳步增长。中小商家 SaaS 产品多平台收入由 2021 年的 30.12% 提升至 2022 年的 35.85%。 公司在电商 SaaS 领域具有领先的技术优势，有机会在 AI 时代继续领先。公司已掌握了亿级订单实时处理架构技术、电商领域分词技术、淘宝直通车广告竞价投放技术、电商领域的人工智能详情页生成技术、电商领域的图像前景提取技术、电商 SaaS 应用弹性架构技术等核心技术。公司通过这些核

心技术，为电商 SaaS 产品的研发和功能升级提供了有力的技术支持，实现产品不断创新，满足更多的市场需求。 盈利预测与投资评级：2023 年，疫情影响逐步减退，电商消费环境转好，叠加公司针对大客户的 SaaS 产品已基本研发完成，我们预计公司 2023 年将迎来收入拐点。我们将公司 2023-2024 年收由 5.90/6.84 亿调整至 5.81/6.79 亿，引入 2025 年收入预测 7.78 亿，对应 2023 年 PS 为 12x，维持“买入”评级。 风险提示：AI 技术发展不及预期风险，AI 商业化应用不及预期风险，AI 伦理风险，市场竞争风险。

(证券分析师：张良卫 研究助理：何逊玥)

值得买 (300785)：2023 年一季报点评：业绩同比修复，AI 助力内容生态拓展

投资要点 公司 23Q1 亏损同比收窄，看好业绩回暖：23Q1，公司实现营收 2.54 亿元，同比提升 1.19%；归母净利润实现-68.8 万元，同比亏损缩减；扣非归母净利润-383.1 万元。我们预计随宏观经济回暖，公司全年业绩有望延续 Q1 态势持续修复。 创新业务加快孵化，有望贡献业绩增量：2022 年，新业务实现收入 3.41 亿元，同比下降 4.75%，占比为 27.77%。围绕新的发展战略，公司同时稳步推进了消费类 MCN、商品与媒体匹配的全链路服务、代运营（特别是抖音代运营服务）、品牌营销服务、消费数据产品与服务等新业务的成长，不断提升创新业务领域竞争力，后续有望贡献业绩增量。 长期消费数据积淀，探索 AIGC 多场景应用：自 2017 年，公司开始通过机器和算法的形式生成内容，即 MGC。通过使用特定的电脑程序，对商品的各类属性进行判断，根据价格曲线、历史发布价格、商品基本信息等自动填充价格描述、卖家评分、商品评论等信息，并提交发布系统。2022 年，MGC 占平台内容比例达 20.31%。此外，公司深耕消费领域已超十年，积累了丰富的商品、品牌及用户行为在内的数据，为未来进一步提升 AIGC 内容质量和数量奠定基础。 AIGC 持续加码，推动内容生成效率及转化率提升：目前公司已将 AIGC 列入了年度重点战略项目。AIGC 内容生成效率的提升有望显著提升内容产能，提升内容丰富度。另一方面，基于多元化内容的推送将更加精准，实现导购/营销转化率的提升。1)公司专注于 AIGC 与公司业务结合，扩大 AIGC 产出内容的数量、种类以及质量；2)公司未来将向用户开放内部 AIGC 能力，支持用户内容创作，并在此基础上研究并尝试构建对话式用户决策场景，提高用户消费决策效率，助力公司降本增效。 盈利预测与投资评级：公司以消费内容为核，平台的技术实力、数据和内容的丰富度是重要的竞争元素，AI 赋能内容生成效率，有望显著提升内容产能，吸引及运营更多用户。我们看好公司 AI 加持下内容产能及转化率提升，维持此前盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润达 1.9/2.5/3.0 亿元，同比增长 126%/27%/21%，对应 PE 为 34/27/22 倍，维持“买入”评级。 风险提示：业务发展不及预期，AI 技术及应用发展不及预期

(证券分析师：张良卫 研究助理：晋晨曦)

恒力石化 (600346)：2022 年报&2023 年一季报点评：公司业绩触底反弹，第二成长曲线空间广阔

投资要点 事件：2023 年 4 月 27 日，公司披露 2022 年度业绩报告和 2023 年一季度业绩报告。2022 年公司共实现营业收入 2223.73 亿元，同比上升 12%；归母净利润 23.18 亿元，同比下降 85%；扣非归母净利润 10.45 亿元，同比下降 92%。2023 年 Q1 实现归母净利润 10.20 亿元，同比下降 76%，环比上升 127%；扣非归母净利润 5.84 亿元，同比下降 86%，环比上升 116%。 2022 年营业收入增长，但利润承

压:公司各主要业务营收同比上升:2022年炼化产品营业收入1236.75亿元,同比增长18%;PTA营业收入566.36亿元,同比增长18%;聚酯产品营业收入291.36亿元,同比增长7%。但受行业周期性影响,毛利率表现不佳:2022年炼化毛利率15%(同比-8pct),PTA毛利率-6%(同比-9pct),聚酯毛利率9%(同比-10pct)。2023年一季度价差环比有所改善:2022年Brent原油均价99美元/桶,2023年一季度原油价格有所下降,均价回落至82美元/桶左右。原油是公司炼化、PTA和新材料等产品的主要原材料,成本下降使得公司炼化、聚酯等板块价差有所好转,一季度公司利润表现环比改善。“炼化-化工-聚酯-新材料”产业链稳健,第二成长曲线空间广阔:公司业务覆盖上游炼化、中游PTA生产和下游聚酯、新材料,同时继续“完善上游、强化下游”。精细化工园一期、二期材料主要来源于上游炼厂、产品供给至下游光学聚酯薄膜、PET工程塑料、可降解塑料等新材料产业链。康辉新材料在汾湖和南通将打造80万吨功能性聚酯薄膜、16亿平方米锂电隔膜项目。协同一体化将助力公司在未来3-5年内完成第二成长路线、提高公司盈利能力和抗风险能力。盈利预测与投资评级:由于下游需求复苏缓慢,我们调整公司2023-2025年归母净利润分别为79、129和160亿元(此前2023-2024年为102和141亿元),归母净利润增速分别为239%、64%和24%,EPS(摊薄)分别为1.12、1.83和2.28元/股,对应2023年4月28日的收盘价,PE分别为14.14、8.62和6.93倍。我们看好公司大炼化项目化工品收率高,并依托于大炼化化工平台发展化工新材料业务,平滑周期波动性,持续贡献收益,我们维持对恒力石化的“买入”评级。风险提示:原油价格短期大幅波动的风险;终端需求恢复不及预期的风险;国内PTA产能加剧导致利润持续摊薄的风险;炼化产能过剩的风险;下游产品利润修复缓慢的风险。

(证券分析师:陈淑娴 证券分析师:郭晶晶)

博纳影业(001330):2022年报及2023年一季报点评:行业逐步回暖,关注优质内容储备及后续定档

投资要点 事件:2022年,公司实现营收20.1亿元,同比下降35.6%;归母净利润达-7210.7万元,同比-119.9%;扣非归母净利润-1.9亿元,同比-164.38%。23Q1,公司实现营收5.2亿元,同比下降59.4%;归母净利润实现-1.1元,同比下降136.5%;扣非归母净利润-1.77亿元,同比下滑166.22%。行业逆风致22年业绩承压,Q1受高基数影响业绩同比下滑。2022及23Q1业绩承压主要原因为:1)在疫情及宏观经济影响下,优质内容供给不足,观影需求疲软,2022年,全国电影票房为300.67亿元,同比下滑36.38%,观影人次仅为2019年的41.20%;2)根据猫眼,22Q1,公司春节档电影《长津湖之水门桥》累计票房达到40.67亿元;23Q1,春节档《无名》票房达9.3亿元。公司具优质电影储备,有望受益于行业回暖。根据猫眼专业版,23Q1,基于疫情管控放开及优质内容供给恢复,全国电影票房达158.57亿元,同比提升13.5%。公司电影储备项目充足,有望在回暖的行业环境中,持续为电影业务提供支撑。其中《阿麦从军》、《别叫我“赌神”》待上映,《爆裂点》、《狂奔吧老爸》、《少年时代》正在后期制作中,《传说》正在拍摄中,《红海行动2:虎鲸行动》、《智取威虎山前传》、《三星堆:未来启示录》目前已立项。公司具备竞争壁垒及优质内容打造可持续性。公司主旋律商业化电影已具备成熟可复制的工业化模式:1)内容形式多为主旋律+类型片,以小人物故事见大历史事件,减缓说教式反感;2)新老演员并用,提升市场影响力;3)投资与发行业务协同,促进销售积极性。在此基础上,公司能够基于丰富历史

真实事件扩展电影矩阵；同时，市场表现出色的电影 IP 续作将延续品牌价值，为票房收益提供保障。盈利预测与投资评级：考虑到 23Q1 业绩低于我们预期，我们下调此前 23 年盈利预测；考虑到公司影片储备丰富，主旋律商业化电影投制已具成熟模式，有望受益于行业环境改善，我们将 2023-2024 年归母净利润从 5.0/6.5 亿元调整至 4.5/6.5 亿元。我们预计 2025 年公司归母净利润为 8.6 亿元，当前股价对应 2023-2025 年 PE 为 33/23/18 倍。我们看好公司主旋律电影投制能力及票房空间，维持“买入”评级。风险提示：业务发展不及预期，AI 技术及应用发展不及预期

(证券分析师: 张良卫 证券分析师: 周良玖 研究助理: 晋晨曦)

焦点科技 (002315): 2023Q1 业绩点评: 公司利润持续释放, 期待 AI 带动营收端复苏

投资要点 现金收入稳定增长, 营收滞后效应未来有望迎来更高增速: 公司 2023Q1 实现营收 3.46 亿元, 同比下降 0.51%, 实现归母净利润 4858.44 万元, 同比增长 19.79%, 实现扣非归母净利润 4647.24 万元, 同比增长 29.85%。营收波动受跨境业务从自营到代理模式的转型影响, 叠加 2022 年年末收入确认延后, 滞后效应明显, 后期有望重拾增长势头。销售现金收入 3.18 亿元, 同比增长 14.4%, 符合预期。核心业务中国制造网格局稳定, 高级会员数持续增长: 中国制造网疫情三年内业务体量稳健增长, 2022 年占年收入比例达 84.59%, 2023Q1 高级会员数同比增长 8.06%, 核心业务增长空间仍存。合同负债 7.28 亿确保高收入增长性, Q1 春节假期导致的周期性环比下降, Q2 将持续恢复。三项费用率齐下降, 助力净利率持续提升: 公司 2023Q1 毛利率 78.56%, 同比减少 1.96pct, 净利率 13.19%, 同比增加 2.13pct。销售费用率 40.46%, 同比减少 1.49pct, 管理费用率 10.44%, 同比减少 0.92pct, 研发费用率 12.69%, 同比减少 4.41pct。公司智能系统组合的研发初具成效, 相应的研发成本有所下降。接入 Open AI 一举多得, 增收降本, ARPU 值和付费用户数将高增: 公司将从智能翻译、智能客服、外贸客服与内容生成等多方面将 GPT3.5 与中国制造网服务相结合, 这将帮助提升外贸客户内部效率, 预计将帮助外贸商家节约 1-2 人人效, 因此中国制造网对于外贸客户的变现 ARPU 值有望得到大幅提升。公司 AI 功能的接入也有望帮助中国制造网激活存量用户, 使得公司付费用户数得到大幅提升。此外 AI 技术的接入也能够帮助公司自身降低人工成本, 进一步释放其利润空间弹性。盈利预测与投资评级: 我们维持此前的预测, 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 27.17/21.20/16.72 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, 维持“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)

分众传媒 (002027): 2022 年报和 2023Q1 点评: 营收利润大超预期, 未来将迎来强劲复苏

投资要点 分众传媒 2022 年实现收入 94.25 亿元, 同比下降 36.47%, 实现归母净利润 27.90 亿元, 同比下降 53.99%。2023Q1 实现收入 25.75 亿元, 同比下降 12.40%, 实现归母净利润 9.41 亿元, 同比增长 1.34%。

疫情造成的广告投放收缩逐渐缓解，公允价值变动和信用减值损失大幅下降：2022年受宏观环境及疫情影响，广告投放需求疲软，行业整体同比呈现下滑态势，公司收入和利润也出现明显降幅。2023Q1以来，随着国内经济活力复苏，并且得益于春节投放旺季，广告市场逐步回暖。公允价值变动和信用减值损失大幅下降导致利润释放超预期。2023Q1公允价值变动损失为3,949.74万元，上年同期为损失10,287.26万元。2023Q1信用减值损失及资产减值损失合计为652.55万元，上年同期为损失11,714.72万元，同比大幅下降。随着经济复苏，预期信用损失率有所下降，2023年计提的减值损失金额同比有所减少。媒体点位稳步拓展，营业成本有所回升：截至2023Q1，公司电梯电视媒体和海报媒体合计增加3.7万台，同比增长了1.4%，预计2023年将加大优质资源点位的拓展力度。成本端方面，由于疫情2022年公司部分城市经营活动受限，加之部分点位有点位成本的减免，因此2023Q1公司营业成本回升达到9.83亿元，相比2022Q4环比上升7.17%。广告需求恢复向好，预计消费和互联网品类将持续贡献收入主体部分：2023年广告市场需求恢复前景向好，从广告主结构来看，占比50%以上的日用消费品的广告投放意愿将持续恢复，后续“618”预计会成为高潮，较多品牌已经开始布局广告营销。头部品牌投放仍相对稳定，存在持续曝光的需求。此外互联网行业在AI时代背景下有望再次加大广告投入，分众作为线下广告行业龙头，有望再次迎来行业红利。盈利预测与投资评级：基于公司业绩持续恢复，我们维持此前2023和2024年的盈利预测为0.35和0.43元，预计2025年的EPS预测为0.49元，2023-2025年对应当前PE分别为18.28/14.99/13.13倍，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济超预期波动、竞争加剧、回款不利。

（证券分析师：张良卫 证券分析师：张家琦）

永辉超市（601933）：2022年年报及2023年一季报点评：业绩符合预期，优化门店结构改善经营效率

投资要点 事件：公司发布2022年年报及2023年一季报。公司2022年收入/归母净利润/扣非净利润分别为901/-27.6/-25.7亿元，同比-1.1%/+30%/+33%，基本符合此前的业绩预告；2023Q1收入归母净利润/扣非净利润分别为238/7.0/6.2亿元，同比-13%/+40%/-1.6%，公司2023Q1的业绩符合我们的预期。公司2022年亏损的原因在于：①公司承担稳岗、稳物价、保销售的社会责任，毛利率仍未恢复至正常水平；②公司持有的金融资产价值较年初下跌5.09亿，金融资产处置损失1.15亿元；③长期股权投资计提减值损失1.97亿元；④对长期亏损及准备闭店门店计提减值4.37亿元。经营环境改善&公司一系列调优举措后，公司利润率已有明显好转：公司2022年毛利率/销售净利率为19.7%/-3.3%，同比+1.0pct/+1.6pct；2023Q1毛利率/销售净利率分别为22.9%/2.9%，同比+1.6pct/+1.1pct。随着社区团购等竞争业态的退坡，公司2022全年及2023Q1的毛利率均有明显改善。随公司不断优化科技投入效率，2022年净利率改善幅度高于毛利率。未来随：①毛利率随经营环境继续改善，②关闭亏损门店等提效举措成效显现，③科技投入和线上业务优化，公司有望扭亏。优化迭代门店结构，淘汰部分尾部门店：公司2022年底门店数量为1033家，同比减少24家；至4月28日门店数为1010家，较年初减少23家。公司关掉的门店主要为部分效益不佳、面积1万平及以上的大店，我们计算公司平均门店面积从2021年的7829㎡下降至7799㎡。这一举措会给短期业绩造成一定压力，但有利于公司的长远盈利和发展。持续推动全渠道战略转型、数字化建设、供应链建设：2023Q1公司

线上业务营收 40.2 亿元，日均 46.9 万单，客单价同比+6%。数字化方面搭建 YHDOS 系统，2022 年已全面实现业务上线化、在线化，有利于提升经营效率。2022 年公司自有品牌销售额达 32.7 亿元，同比+23.4%。盈利预测与投资评级：公司是国内连锁超市龙头，也是稀缺的拥有全国范围生鲜直采供应能力的优质连锁超市。考虑到经营环境及公司减亏举措等一系列因素，我们将公司 2023~24 年归母净利润预期从 3.6/ 7.3 亿元调整至 1.0/ 3.9 亿元，预计 2025 年归母净利润为 5.3 亿元，对应 4 月 28 日收盘价为 322/ 80/ 59 倍 P/E，维持“增持”评级。风险提示：行业竞争加剧，毛利率&坪效恢复不及预期，居民消费力等

(证券分析师：吴劲草 证券分析师：阳靖)

新奥股份 (600803): 2023 年一季报点评: 直销气利润大增, 一体化优势显著

投资要点 事件：公司发布 2023 年一季度报告，2023 年一季度公司实现营业收入 343.51 亿元，同比减少 2.95%；归母净利润 14.56 亿元，同比增长 70.04%；扣非归母净利润 8.38 亿元，同比增长 34.20%；加权平均 ROE 同比提高 2.82pct，至 7.93%。直销气大增，零售气发展优于行业，行业地位进一步提升。2023 年一季度公司实现营业收入 343.51 亿元，同比减少 2.95%；归母净利润 14.56 亿元，同比增长 70.04%，符合我们预期；核心利润 12.42 亿元，同比增长 46.7%。归母净利润高增主要系天然气直销利润贡献增加所致。1) 直销气：2023Q1 售气量同比减少 26.2%至 9.08 亿方，但因其中在海外销售的 4.82 亿方获得了较高的单方价差；直销气整体价差达 0.76 元/方，成为公司 2023Q1 业绩的主要增长点。2) 零售气：2023Q1，零售气量增长 3.1%达 70.5 亿方，优于全国的 1.6%的增速，一体化优势明显，行业地位突出；2023Q1，公司零售气价差 0.46 元/方；国家推动资源价格向终端市场传导，内蒙、浙江、湖南、山东、河北等省份陆续出台顺价政策，顺价机制越发完善，价格传导进一步理顺。天然气需求稳步增长，一体化布局助公司稳健发展。能源替代趋势下，天然气行业需求稳步增长，2022-2030 年国内天然气需求复增 6.3%。2022 年，舟山 LNG 接收站注入，公司形成上游气源+中游储运+下游客户的一体化布局。1) 气源：国际+国内双资源池，持续优化。2022 年公司新签、累计签署长协 530、764 万吨/年。2) 储运：加大运输&储气布局。2022 年，公司获取 10 艘 LNG 船运力资源，同时加大管道气运输能力，推动国网 21 个项目开口，首年预计实现下载气量约 5 亿方。3) 客户：下游客户优质，顺价机制趋于完善。截至 2022 年底，公司共有 254 个城燃项目，覆盖 20 个省份，2022 年工商业/居民/加气用户用气量占零售气 78.5%/19.9%/1.6%，工商业客户顺价能力强，保障毛差相对稳定。盈利预测与投资评级：公司已完成新奥能源和舟山接收站资产的注入，实现天然气全产业链布局，天然气业务稳健发展，龙头地位日益稳固。我们维持 2023-2025 年公司归母净利润 66.51/79.20/94.12 亿元，同增 13.81%/19.07%/18.84%，对应 PE 9.5/7.9/6.7 倍（估值日期 2023/4/28），维持“买入”评级。风险提示：经济复苏不及预期、安全经营风险，汇率波动

(证券分析师：袁理 证券分析师：任逸轩)

三七互娱 (002555): 2022 年年报&2023Q1 季报点评: 业绩超市场预期, 新产品周期开启在即

投资要点 事件：2022 年公司实现营收 164.06 亿元，yoy+1.17%，归母净利润 29.54 亿元，yoy+2.74%，扣非归母净利润 28.83 亿元，yoy+9.76%。2023Q1 实现营收 37.65 亿元，yoy-7.94%，qoq-20.37%；

归母净利润 7.75 亿元, yoy+1.92%, qoq+11.02%, 扣非归母净利润 6.70 亿元, yoy-12.01%, qoq -0.29%, 业绩超过市场预期。出海收入引领增长, “因地制宜”策略有望持续验证。2022 年公司营收同比增长 1.17%, 其中海外地区收入 59.94 亿元, 同比增长 25.47%, 营收占比达 36.54%, 为整体营收同比增长的主要驱动力。公司 2012 年起布局海外市场, 已取得长周期品类的显著突破, 全球化战略布局成效出众, 根据 Data.ai 数据, 2022 年公司在游戏厂商出海收入排行榜中排名稳步上升, 并于 2022 年 10 月首登榜首。公司已成功推出《Puzzles & Survival》《云上城之歌》等多款产品, 形成以 MMO、SLG、卡牌、模拟经营为基石的产品矩阵, 我们看好公司出海老游延续稳健表现, 《Ant Legion》等新游流水逐步爬升, 推动出海收入实现阶梯式增长。长线运营能力逐步验证, 多元新游贡献增量。营收端, 2022 年公司境内营收同比下降 8.98%, 其中手游收入略有下降, 我们认为主要受产品周期影响, 2021 年公司上线《斗罗大陆: 魂师对决》等重点产品, 2022 年产品步入成熟期, 流水稳健但较峰值有所回落, 而新游于 2022Q4 相继上线, 于全年增量贡献相对有限。费用端, 2022Q4 新游《小小蚁国》《空之要塞: 启航》《光明冒险》相继上线, 对应销售费用率环比提升 2.43pct 至 53.88%, 但因为全年产品周期较 2021 年偏弱, 2022 年销售费用率同比下降 3.04pct 至 53.23%。同时公司根据战略游戏品类调整研发人员结构, 减少非战略品类研发投入, 截至 2022 年研发人员同比减少 15.48% 至 1654 人, 对应 2022 年研发费用率同比下降 2.20pct 至 5.51%。新一轮产品周期即将开启, 多元化转型有望持续获验。公司持续深化 MMO、SLG、卡牌及模拟经营赛道, 截至 2023Q1, 储备有超 30 款产品, 包括自研产品 SLG《霸业》、MMO《扶摇一梦》、卡牌《龙与爱丽丝》等, 代理产品 MMO《凡人修仙传: 人界篇》、卡牌《最后的原始人》、SLG《Puzzles&Chaos》等。其中《最后的原始人》《凡人修仙传: 人界篇》将分别于 2023 年 5 月 6 日、24 日上线, 公司产品及版号储备充沛, 多元品类新游有望陆续上线, 支撑 2023-2024 年业绩向上弹性。盈利预测与投资评级: 公司 2023Q1 业绩超市场及我们预期, 但考虑到新游上线时间较我们此前预期有所延迟, 我们小幅下调 2023-2024 年并新增 2025 年盈利预测, 预计 2023-2025 年 EPS 分别为 1.53/1.72/1.91 元 (2023-2024 年此前为 1.60/1.82 元), 对应当前股价 PE 分别为 20/18/16 倍。公司新产品周期开启在即, 我们看好公司“精品化、多元化、全球化”战略持续推进, 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)

路德环境 (688156): 2022 年报&2023 一季报点评: 酒糟资源化产品量价齐升, 河湖淤泥业务承压

投资要点 事件: 2022 年公司实现营业收入 3.42 亿元, 同比减少 10.45%; 归母净利润 0.26 亿元, 同比减少 65.68%; 2023 年一季度实现营收 5,574.68 万元, 同比减少 2.39%, 归母净利润 368.06 万元, 同比减少 4.21%。酒糟资源化量价齐升, 河湖淤泥业务承压, 工程泥浆业务修复。公司收入下滑主要系 2022 年河湖淤泥在运营项目存在开工效率低、施工周期不足、结算验收滞后、新业务订单开展受阻等不利情况, 同时公司主动放弃部分回款预期较长的项目。分业务来看, 1) 酒糟资源化: 营收 1.58 亿元, 占比 46.31%, 同增 39.37%, 毛利率 29.52%, 同增 0.09pct, 主要系古蔺项目量价齐升, 2022 年产品产量 7.30 万吨, 同增 27.31%, 销量 7.31 万吨, 同增 27.13%, 均价 2168

元/吨，同比提升 190 元/吨。2) 河湖淤泥处理：营收 0.99 亿元，同降 53.76%，毛利率 21.96%，同降 17.56pct。3) 工程泥浆处理：营收 0.82 亿元，同增 77.39%，毛利率 62.28%，同增 14.42pct，主要系受绍兴地区基建复苏影响。4) 环保技术装备及其他销售：营收 1.92 万元，同降 99.62%。2022Q1 酒糟资源化收入占比提至 55%，项目积极推进增长动能充足。分业务来看：1) 酒糟资源化：古蔺项目产品销量 1.47 万吨，同增 20.86%，实现收入 3,087.78 万元，占比 55.39%，同增 27.41%；金沙项目投产前期存在成本费用支出；筹建遵义、亳州新项目管理费用增长；2) 河湖淤泥处理：在运营项目较少，新承接项目处于筹建期，项目开工率、产能利用率尚不足；应收账款回收较慢，信用减值损失计提增加，导致该业务整体利润率下滑明显。3) 工程泥浆处理：受益于基建项目投资复苏，工程泥浆处理服务实现收入 1,827.36 万元，同增 180.67%。酒糟资源化龙头规划产能 52 万吨超 7 倍扩张，技术&渠道&产品优势巩固地位。公司已在古蔺、金沙、遵义、亳州、仁怀进行产业布局，规划酒糟饲料产能 52 万吨，较 2022 年产能实现 7 倍以上扩张。1) 深耕研发专利丰富，技术产业化已见成效。2) 区域卡位&渠道绑定，占据产业先发优势。a. 储备稀缺土地资源；b. 上游直采酒糟，签署长协保障来料；c. 下游客户遍布全国，进入大客户供应商名录稳定合作。3) 高性价比&功能价值，饲料产品价格&市场渗透率提升空间大。盈利预测与投资评级：考虑疫情影响河湖泥浆板块短期业绩，有望迎来恢复增长，同时公司积极布局酒糟生物发酵饲料项目扩大在手规模，将提升远期盈利，考虑定增发行后摊薄 EPS 情况下，我们将公司 2023-2024 年归母净利润从 1.16/2.55 亿元调整至 1.00/1.96 亿元，预计 2025 年归母净利润 2.89 亿元，对应 31、16、11 倍 PE，维持“买入”评级。风险提示：河湖淤泥订单不及预期，原材料价格波动风险，项目扩产低于预期。

(证券分析师：袁理 研究助理：陈孜文)

利欧股份 (002131)：2022 年及 2023Q1 业绩点评：外围环境逐步复苏，AI 技术引领业务升级

投资要点 业绩概览：2022 年公司营收 202.7 亿，YoY-0.06%；归母净利润-4.43 亿，扣非归母净利润 1.4 亿，两者差异主要由于本期计提资产减值准备及持有的理想汽车股票公允价值变动损失所致。2023Q1，公司营收 51.94 亿，YoY+10.22%；归母净利润 5.97 亿，扣非归母净利润 0.59 亿元。利欧水泵稳中有进，国内市场拓展成绩良好。2022 年利欧泵业实现收入 43 亿元，YoY+6.53%；实现净利润-4.3 亿元，主要由于持有的理想汽车股票以及报告期出售的部分理想汽车股票合计确认的损益金额约为-7.29 亿元(该部分对归属于上市公司股东的净利润影响金额约为-5.47 亿元)。利欧泵业在积极稳定国外市场的同时大力开拓国内市场，实现营业收入同比增加了 2.64 亿元，国内国际双循环的策略初见成效，国内营收占比取得明显提升。利欧数字 2023 年有望迎来业绩复苏。2022 年利欧数字实现营收 159.6 亿元，实现净利润 0.47 亿，其中本期因计提恒大应收款产生减值损失 1.67 亿元。2022 年度，整体经济形式欠佳，互联网广告市场整体增长承压，市场竞争加剧，公司数字营销业务面临整体市场需求萎缩的不利局面。面对经济下行压力，公司以积极的姿态迎接激烈的市场竞争格局，激发内生增长动力，在行业整体增长承压的情况下，保持了稳健的发展态势。进入 2023 年，随经济和消费逐渐恢复，预计利欧数字业务将迎来复苏。充分利用 AIGC 相关技术，降本提效。在 AIGC 方面，公司已经快速组建专业团队，在集团内网搭建了 AI 平台，集成了目前对接和采集到的大型 AI 模型，同时投入研发名为“奇思妙想”的新

一代 AIGC 产品。产品的核心功能是在优化投放效率、提高生产力的基础上，进一步扩展至图文、视频等内容的创作。目前上述产品正在研发测试阶段，并已交由部分客户试用。公司将持续为用户打造数字营销领域全场景人工智能解决方案及服务，同时依托智慧互联、创新互联，引领整个数字营销产业的变革与升级。盈利预测与投资评级：我们看好公司在 AIGC 应用领域的布局，将 2023-2024 年归母净利润由 6.0/7 亿元调整至 5.5/7 亿元，引入 2025 年归母净利润预测 8.8 亿元，当前市值对应 2023 年 PE 为 28 倍 PE，维持“买入”评级。风险提示：AI 技术发展不及预期，AI 技术商业化应用不及预期。

(证券分析师：张良卫 研究助理：何逊玥)

金科环境 (688466)：2022 年报&2023 一季报点评：2022 年资源化产品收入高增 73%，现金流大幅改善

投资要点 事件：2022 年公司营收 6.71 亿元 (+20%)，归母净利润 0.77 亿元 (+23%)，2023Q1 营收 0.88 亿元 (-10%)，归母净利润 0.07 亿元 (+33%)。2022 年污水资源化产品收入大增 73%，中长期业务占比提升。2022 年分业务来看，1) 水处理解决方案：收入 5.00 亿元，同增 13.39%，毛利率 35.14%，同增 5.80pct。2) 污水资源化产品生产和销售：收入 0.96 亿元，同增 73.35%，毛利率 26.95%，同降 18.67pct。2022 年接收总污水量 5170.68 万 m³，同增 49.69%，再生水销售量及达标排放再生水量 5122.50 万 m³，同增 48.33%。3) 运营服务：收入 0.74 亿元，同增 18.52%，毛利率 36.41%，同减 5.88pct。中长期业务（运营服务和污水资源化产品生产与销售）占总收入比例为 25.41%，同增 4.28pct。To B 和 To G 业务并重，污水资源化领域为营收主力。按服务行业划分，2022 年 To B 业务收入 3.05 亿元，占比 45.41%，毛利率 38.70%；To G 业务收入 3.66 亿元，占比 54.55%，毛利率 30.29%。按服务领域划分，饮用水深度处理、污水资源化领域收入分别为 1.17、5.53 亿元。在手订单持续积累，2022 年底尚未执行订单同增 33%至 5.77 亿元。按业务类型划分，水处理技术解决方案/运营服务/污水资源化产品在手订单 2.97/1.00/1.81 亿元，同增 21.03%/28.20%/64.89%。按服务行业划分，To B、To G 业务在手订单分别为 2.53、3.24 亿元。按业务领域划分，污水资源化、高品质饮用水领域在手订单分别为 3.86、1.92 亿元。2023Q1 在手订单进一步提升达 5.94 亿元。加大回款&优化供应商管理，现金流安全性提升。2022 年公司经营性现金流净额 0.84 亿元，同增 352.18%，主要系公司加大回款力度&优化供应商管理，同时收到税费返还 2278.22 万元和政府补助 2019.92 万元。水资源化专家，数字化&切入光伏再生水蓝海。公司深耕水深度处理及资源化，数字化&产品化应用升级，发布“新水岛”产品颠覆传统工程模式，占地节约 80%，建造周期 1-2 月，智慧生产，无人值守，全成本低。取水&排污约束叠加降本驱动，光伏再生水需求迫切。再生水回用率 70%，以硅片项目测算再生水方案取水成本节省约 9%。以 50%渗透率测算，25 年光伏再生水运营+建造空间为公司 22 年收入体量的 16 倍，公司合作隆基引领光伏再生水，首个项目落地后有望快速渗透市场。盈利预测与投资评级：污水资源化专家，数字化产品升级，率先切入光伏领域，用水&排污约束及降本增效驱动下，光伏再生水百亿空间释放。我们维持 2023-2024 年归母净利润预测 1.13/1.54 亿元，预计 2025 年归母净利润为 2.07 亿元，对应 17/13/9 倍 PE，维持“买入”评级。风险提示：政策进展不及预期，项目进展不及预期，行业竞争加剧。

(证券分析师：袁理 研究助理：陈孜文)

北方华创 (002371)：2022 年报&2023 年一季报点评：业绩实现高速

增长，引领半导体设备国产替代

事件：公司发布 2022 年报、2023 年一季报。在手订单饱满&设备加速交付，收入端延续快速增长态势 2022 年公司实现营业收入 146.88 亿元，同比+51.68%，快速增长，这一方面受益于公司在半导体设备领域的市场占有率快速提升，另一方面受益于电子元器件业务稳健发展。分产品看：1) 电子工艺装备：2022 年实现收入 120.84 亿元，同比+52.03%，占营收比重达 82.07%，我们推测集成电路设备是电子工艺装备主要构成，主要系刻蚀机、PVD、CVD、立式炉、清洗机、ALD 等设备新产品市场导入节奏进一步加快，在集成电路领域主流生产线实现大批量销售。2) 电子元器件：2022 年实现收入 25.74 亿元，同比+50.10%，主要系行业需求旺盛，公司不断推出新产品、拓展新应用，收入占比为 17.53%。3) 其他业务：实现 0.29 亿元，同比+47.57%，同样实现了快速增长。2023Q1 公司实现营业收入 38.71 亿元，同比+81.26%，增长提速，符合先前业绩预告指引，我们判断主要系 2022 年新签订单较多，同时 2022Q4 部分设备交付有所延迟，2023Q1 加速确认收入。2023Q1 末，公司合同负债和存货分别为 78.22 亿元和 150.12 亿元，环比+6.67%和 15.12%，在手订单持续增长，充足订单将支撑公司 2023 年业绩持续快速增长。盈利水平处于快速上升通道，2023Q1 利润端实现高速增长 2022 年公司分别实现归母净利润和扣非归母净利润 23.53 和 21.06 亿元，分别同比+118.37%和 +161.07%，其中 2022Q4 分别为 6.67 和 6.30 亿元，分别同比+59.05%和+123.72%，均明显高于收入端增速。2022 年公司归母净利率和扣非归母净利率分别为 16.02%和 14.34%，同比+4.89pct 和+6.01pct，盈利水平大幅提升。1) 毛利端，2022 年公司销售毛利率为 43.83%，同比+4.42pct，电子工艺装备和电子元器件毛利率分别为 37.70%和 72.53%，分别同比+4.70pct 和+3.63pct，电子工艺设备毛利率提升，我们判断主要系半导体设备收入占比持续提升带来的产品结构优化，同时成本端也存在一定规模化降本；电子元器件毛利率明显提升，我们判断主要系产品结构优化。2) 费用端：2022 年期间费用率为 27.14%，同比-4.84pct，其中销售、管理、研发和财务费用率分别同比-2.12、-2.13、-1.27 和-0.09pct，规模效应明显体现，费用率下降对盈利水平起到积极作用。2023Q1 公司实现归母净利润 5.92 亿元，同比+186.58%；实现扣非归母净利润 5.34 亿元，同比+243.59%，2023Q1 公司归母净利率和扣非归母净利率分别为 15.28%和 13.79%，分别同比+5.62pct 和+5.52pct，盈利水平同样取得明显提升，表现十分出色，2023Q1 公司销售毛利率为 41.18%，同比-3.46pct，我们推测主要系产品结构变化所致，2023Q1 公司期间费用率为 22.28%，同比-9.70pct，费用率下降是公司盈利水平提升最主要因素。本土半导体设备平台型公司，将长期受益设备国产替代浪潮 美国、荷兰、日本相继加入制裁阵营，半导体设备进口替代逻辑持续强化，晶圆厂加速国产设备导入，2023 年半导体设备国产化率提升有望超出市场预期。公司在多产品线快速突破，将持续受益设备国产替代趋势。1) 刻蚀设备：面向 12 寸逻辑、存储、功率、先进封装等客户，已完成数百道工艺的量产验证，实现了在硅刻蚀、金属刻蚀、介质刻蚀工艺的全覆盖。2) 薄膜装备：突破了物理气相沉积、化学气相沉积和原子层沉积等多项核心关键技术，铜互联薄膜沉积、铝薄膜沉积等二十余款产品成为国内主流芯片厂的优选机台。3) 立式炉装备：中温氧化/退火炉、高温氧化/退火炉、低温合金炉，低压化学气相沉积炉、批式原子层沉积炉均已成为国内主流客户的量产设备，并持续获得重复订单。4) 外延装备：产品覆盖 SiC 外延炉、硅基 GaN 外延炉、6/8 寸多片硅外延炉

等 20 余款量产设备。5) 清洗装备: 单片清洗机覆盖 Al/Cu 制程全部工艺, 是国内主流厂商后道制程的优选机台; 槽式清洗机已覆盖 RCA、Gate、PR strip、磷酸、Recycle 等工艺制程, 并在多家客户端实现量产, 屡获重复订单。盈利预测与投资评级: 考虑到公司在手订单充足及交付节奏, 我们调整 2023-2024 年公司营业收入预测分别为 211.65 和 275.14 亿元 (原值 217.66、282.91 亿元), 并预计 2025 年营业收入为 353.00 亿元, 当前市值对应动态 PS 分别为 8、6、5 倍。我们调整公司 2023-2024 年归母净利润预测分别为 35.43 和 47.59 亿元 (原值 35.91 和 49.14 亿元), 并预计 2025 年归母净利润为 61.71 亿元, 当前市值对应动态 PE 分别为 50、37 和 29 倍。基于公司较高的成长性, 维持“买入”评级。风险提示: 晶圆厂资本开支不及预期、新品产业化进展不及预期等。

(证券分析师: 周尔双 证券分析师: 黄瑞连)

吉比特 (603444): 2023 年一季报点评: 业绩符合我们预期, 重点新游《不朽家族》版号获批

投资要点 事件: 2023Q1 公司实现营业收入 11.44 亿元, yoy-6.90%, qoq-14.44%, 归母净利润 3.07 亿元, yoy-12.33%, qoq-31.75%, 扣非归母净利润 2.81 亿元, yoy-15.76%, qoq-39.77%, 业绩符合我们预期。长线运营能力持续验证,《一念逍遥》DAU 达历史新高。2023Q1, 受部分玩家线下流动性增强、线上游戏时间减少等因素,《问道手游》《一念逍遥》收入有所下滑, 致公司营收同比增速承压。但总体来看, 公司长线运营能力依旧出色, 核心产品《问道手游》《一念逍遥》表现稳健, 其中《问道手游》分别于 2023 年 1、4 月推出新年大服、七周年大服, iOS 游戏畅销榜排名最高回升至第 12、10 名;《一念逍遥》于 2023 年 1 月开放二周年庆“众仙归位”版本, 联动《斗罗大陆》小说, 实现用户回流及破圈, DAU 达到上线以来新高, 同时产品于 2023 年 2-3 月推出“三界传说”剧情系统、“醉梦西湖”等活动, iOS 游戏畅销榜排名最高回升至第 7 名。我们看好《问道手游》《一念逍遥》流水持续稳健表现, 稳固流水基本盘。在研项目稳步推进, 研发人员小幅增长。2023Q1 公司销售费用率为 30.97% (yoy+5.28pct, qoq+9.57pct), 我们认为同比提升或主要系《问道手游》推广费用同比有所增加; 管理费用率 7.85% (yoy+0.44pct, qoq+4.53pct); 研发费用率为 15.24% (yoy+1.39pct, qoq+5.64pct), 我们认为同比提升主要系公司在研项目推进顺利, “小步快跑”模式下研发人员数量随项目进度稳步增长, 2023Q1 公司月均游戏业务研发人员数量同比增加约 170 人。2023Q1 公司三项费用率环比提升幅度较大, 主要系 2022Q1-3 奖金预提较为充足, Q4 根据实际情况有所冲减, 因此各项费用率水平较低。重点自研新游《不朽家族》版号获批, 期待其上线表现。公司重点自研产品《不朽家族》(即《M66》, 家族题材放置养成类游戏) 已于 2023 年 4 月取得版号, 持续关注其海内外上线进展。同时, 公司还储备有自研产品《Outpost: Infinity Siege》、《超喵星计划》(授权青瓷游戏代理运营), 代理产品《新庄园时代》《这个地下城有点怪》, 均有望于 2023 年上线海内外地区, 贡献业绩增量。盈利预测与投资评级: 我们维持此前盈利预测, 预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 22.95/27.07/33.16 元, 对应当前股价 PE 分别为 23/19/16 倍。我们看好公司长线运营能力持续验证, 期待《不朽家族》上线贡献业绩增量, 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)

顺网科技 (300113): 2023 年一季报点评: 业绩符合我们预期, 复苏弹性初步验证, 关注 AI 等成长型业务进展

投资要点 事件: 2023Q1 公司实现营业收入 3.64 亿元, yoy+35.65%, qoq+22.75%, 归母净利润 0.41 亿元, yoy+30.82%, 环比扭亏, 扣非归母净利润 0.40 亿元, yoy+187.53%, 环比扭亏, 业绩符合我们预期。营利双增验证业绩弹性, 个人用户增值服务表现亮眼。2023Q1 公司营收同比高增 35.65%, 主要受益于网络广告及增值业务收入增长。公司持续加大个人用户业务投入, 面向各类用户群体打造差异化服务矩阵, 以游戏为中心, 借助“顺网云海”“5866 商城”等产品与工具, 辐射音乐、文学、电商等品类, 最大化用户价值, 2023Q1 公司个人用户增值服务收入同比高增 74%。费用端, 公司各项费用管控良好, 2023Q1 销售费用率为 7.67% (yoy-3.34pct, qoq-0.82pct), 管理费用率 13.56% (yoy-5.12pct, qoq-9.54pct), 研发费用率 11.06% (yoy-5.34pct, qoq-11.63pct), 财务费用率-2.19%, 盈利弹性初步释放。电竞酒店布局成效显著, 逐步成长为业绩新增长点。公司以“低时延+高算力+优体验”的云电脑服务切入电竞酒店市场, 进一步拓展面向个人客户的线下场景。截至 2023Q1, 公司电竞酒店用户规模同比增加 66.6%, 电竞酒店终端规模同比增加 62.5%, 电竞酒店布局进展快速。我们看好公司持续优化电竞酒店布局, 推出交互型数字主理人“晓竞”等产品优化用户交互体验, 助力商家降本增收, 稳步提升市场占有率。加码“AI+数字化”, 蓄力长期增长。公司已成立 AI 创能中心, 将基于 OCR 捕捉能力、NLP 处理能力、边缘云调度能力以及已成型的数字人能力, 聚焦游戏场景, 负责在人工智能领域的探索与研究, 助力公司 AI 业务从“屏内 AI”向“行业 AI+”进化, 赋能游戏。公司数字人应用已经在多领域落地, 已推出电竞酒店数字主理人“晓竞”、企业服务数字人“云依依”、演艺型数字人“cici&joy”、行业品牌代言人“酒香”, 其中“晓竞”借助数字人及 AI 技术在音频采集处理、AIGC 等领域的技术应用, 已能实现与用户的实时交流, 并提供高质量场景化服务。盈利预测与投资评级: 我们维持此前盈利预测, 预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.22/0.29/0.33 元, 对应当前股价 PE 分别为 74/57/50 倍。我们看好公司传统主业稳步复苏, 持续加码 AI 等创新业务, 积蓄长期增长动能, 维持“买入”评级。风险提示: 云业务产品落地不及预期风险, 游戏业务下滑加速风险, 传统业务恢复不及预期风险

(证券分析师: 张良卫 证券分析师: 周良玖 研究助理: 陈欣)

麦格米特 (002851): 2022 年年报及 2023 年一季报点评: 平台布局日臻成熟, 多极加速成长可期

投资要点 2022 年/2023Q1 营收同比+32%/+31%, 归母净利润同比+22%/+119%, Q1 业绩超市场预期。公司 2022 年/2023Q1 分别实现营业收入 54.8 亿/15.6 亿, 同比+32%/+31%; 实现归母净利润 4.7 亿/1.6 亿, 同比+22%/+119%; 扣非归母 2.6 亿/1.0 亿, 同比-2%/+57%。从经营质量看, 22 年剔除股票期权费用&可转债利息, 归母为 2.8 亿, 同比+5%, 符合市场预期; 而 23Q1 净利率开始回升, 业绩超市场预期。其中, 非经自 2015 年起逐年增长, 系公司多年来持续围绕上下游产业链投资, 22 年新增参股 10 家公司, 对外股权投资 (剔除并表公司) 7307 万, 当年因投资公司估值提升而获得公允价值变动损益 1.78 亿。外销占比从 21 年 26% 提升至 22 年 31%, 公司加大美、欧、东南亚等地销售甚至制造端厂房布局, 紧抓海外市场机会的同时, 控制海外风险。下游结构优化&原材料价格回落, 带动毛利率稳中提升。2022/2023Q1

毛利率分别 23.8%/24.1%，同比-2.8pct/+0.0pct；归母净利率分别 8.6%/10.3%，同比-0.7pct/+4.2pct。毛利率下滑主要系：1）芯片供应紧张、价格维持高位；2）结构性影响，增长较快的新能源车、智能家电电控等毛利率较低。我们预计 22Q3-Q4 毛利率处于相对底部，而芯片供应紧张问题得到缓解、价格在下行通道，我们预计毛利率 Q2 起有望环比提升，各业务板块均有望看到毛利率修复迹象。费用端，2022 年销售、管理、研发、财务费率分别 4.2%/2.6%/11.5%/0.4%，同比分别-0.6pct/基本持平/+0.5pct/-0.2pct，其中研发费用依旧维持在 10% 以上高投入，保障中长期品类拓展。公司根据业务特点重新将原先四大板块业务归类为六大事业群，利润角度智能家电、电源、工业自动化进入收获期，营收角度交通（新能源车）、精密连接高增长，但仍处于培育期，静待规模效应凸显：1）智能家电：22 年营收 20.9 亿，同比+32%（营收占 38%）。空气源热泵、商用空调、印度变频家电需求旺盛带动板块快速增长，智能卫浴稳健发展。2）电源产品：22 年营收 18.8 亿，同比+25%（占 34%），全年总订单大幅增加。电源已从投入期步入收获期，服务器、通信电源海外订单高增、国内服务器厂商也获得准入；光伏&储能核心部件 ODM 业务大幅增长，充电桩从模块到整机布局国内外；显示电源、PC 电源稳健增长。3）交通：22 年营收 5.3 亿，同比+95%（占 10%）。业务摆脱北汽单一大客户局面，新增哪吒、零跑等整车客户，产品也拓展至壁垒更高的热管理、线材等；新能源车外，两轮车等车辆电动化也有投入。4）工业自动化：22 年营收 3.8 亿，同比+41%（占 7%）。品类逐步丰富，除变频器、伺服、PLC 推出新一代产品外，聚焦机电液解决方案、工程机械电动化、风电变桨驱动器等新领域探索。5）智能装备：22 年营收 3.0 亿，同比-21%（占 5%）。受国内经济下行影响，智能焊机、微波和采油设备需求不足。6）精密连接：22 年营收 2.7 亿，同比+109%（占 5%）。包括各类电磁线及 FFC、FPC，不仅优化公司内部磁性元件供应，同时实现对外销售，其中应用于新能源车动力/储能电池包中的安全信号连接组件，已与知名动力电池厂建立合作，后续有望大规模放量。盈利预测与投资评级：公司 Q1 业绩超预期，且多板块订单高增、利润率有望逐步回升，我们上调 2023-2024 年归母净利润为 6.74 亿（+0.50）/8.82 亿（+0.28），预计 2025 年归母净利润为 11.34 亿，分别同比+43%/+31%/+29%，对应现价估值分别为 22x、17x、13x，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济下行、电动车销量不及预期、竞争加剧、原材料涨价超预期等。

（证券分析师：曾朵红 研究助理：谢哲栋）

鹏辉能源（300438）：2022 年报及 2023 年一季度报点评：业绩略好于市场预期，全年出货翻倍以上增长

投资要点 年报符合市场预期、一季度业绩略好于市场预期。公司 22 年营收 91 亿，同增 59%，归母净利 6.3 亿，同增 244%，其中 22Q4 营收 26 亿，同环比+43%/+5%，归母净利 1.9 亿，同环比+905%/-7%；23 年 Q1 营收 25 亿元，同环比+50%/-2.7%，归母净利 1.8 亿元，同环比 101%/-1.5%，一季度淡季情况下营收利润环比基本持平，业绩略好于市场预期。Q1 储能出货环比微增、全年出货超 130% 增长。出货方面，22 年看，储能预计出货 6GWh（户储+便携 71%，大储 20%，通信 9%），对应收入 50 亿左右，同增 180%+，其中 Q4 储能预计出货 1.8-2GWh，环增 25% 左右；23 年看，Q1 储能预计出货超 2GWh，环比小幅增长，Q2 出货预计环增 50%，此外 17gwh 产能 Q3 起陆续投产，全年储能出货预计超 14GWh（户储+便携超 60%，大储 30%，通信近 10%），实现同比 130% 以上增长。公司户储持续加深与阳光、德

业、三晶、古瑞瓦特等头部客户的合作，大储稳固与阳光、南方等大客户的合作，新增三峡、电工、电建、中节能、西电、南瑞等优质客户。海外大储占比提升、盈利水平保持稳定。盈利方面，22 年看，公司全年毛利率 18.7%，其中户储毛利率超 20%，大储毛利率约 15%，Q4 实现毛利率 18.2%，若加回股权费用、商誉减值共计 0.34 亿费用影响，公司盈利水平稳定 8%左右，23 年看，原材料价格下行，储能电池价格下降 10-20%，但价格联动机制保证单位利润稳定，Q1 实现毛利率 20.0%，全年户储毛利率保持稳定，大储海外占比提升至 20-30%，毛利率提升至 17%+，整体毛利率预计维持 19%左右，净利率维持 8%左右。Q1 存货较年初小幅降低、资本开支同比高增。22 年公司期间费用 8.9 亿，费用率 9.8%，同减 1.7pct，23Q1 期间费用 2.4 亿，期间费用率 9.8%，同环比+0.36pct/-0.56pct。22 年底存货 26 亿，较 22 年初增长 63%，Q1 末存货 24 亿，较 23 年初降低 6.6%；22 年经营活动现金流 7.2 亿，同增 252%，Q1 经营活动现金流 0.18 亿，同比转正；22 年资本开支 12 亿，同增 91%，23Q1 资本开支 5 亿，同环比+331%/0.6%。盈利预测与投资评级：我们维持 23-25 年公司归母净利润预测 13.5/20.1/26.9 亿元，同比增长 115%/49%/34%，对应 PE 为 18x/12x/9x，考虑到公司钠电池业务放量在即，产品结构进一步优化，给予公司 23 年 27 倍 PE，目标价 79 元，维持“买入”评级。风险提示：电芯价格竞争超预期等。

(证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕 证券分析师：岳斯瑶)

至纯科技 (603690)：2023 年一季报点评：订单加速验收，业绩实现快速增长

事件：公司发布 2023 年一季报。高纯工艺订单加速验收确认，Q1 收入端实现快速增长。2023Q1 公司实现营收 7.84 亿元，同比 +43.16%，基本符合我们预期。我们判断主要系在手订单较多，随着疫情放开，高纯工艺订单加速确认收入，驱动营收端实现高速增长；2022 年下半年以来美国制裁影响晶圆厂投产节奏，半导体清洗设备交付受到一定影响，我们推测 Q1 收入同比表现一般。2023Q1 公司新增订单 21 亿元，在手订单持续创新高，其中制程设备新增订单 2.12 亿元，半导体设备新接订单相比去年有一定下降，我们判断主要系部分 3 月份在谈订单在 Q1 未能签订合同，延后到二季度。展望 2023 年全年，公司预计新增订单 52-57 亿元，其中制程设备订单为 20-25 亿元。随着相关订单陆续交付&确认收入，公司收入端有望延续高增长。公允价值变动收益同比大幅改善，Q1 净利率略有提升。2023Q1 公司实现归母净利润 6268 万元，同比 +186.28%；实现扣非归母净利润 5766 万元，同比 +48.96%。2023Q1 销售净利率和扣非销售净利率分别为 7.69% 和 7.35%，分别同比 +2.41pct 和 +0.28pct。1) 毛利端：2023Q1 销售毛利率为 33.93%，同比 -1.29pct，我们判断主要系合肥零部件工厂正处于扩张期，前期人员&固定资产投入较大。2) 费用端：2023Q1 期间费用率为 26.02%，同比 +1.23pct，其中销售、管理、研发和财务费用率分别同比 -1.00pct、+0.74pct、+0.01pct 和 +1.49pct。3) 2023Q1 公允价值变动净收益为 298 万元，2022Q1 为 -2252 万元，对利润端表现产生较大积极作用。半导体清洗设备充分受益进口替代，布局耗材&服务打开成长空间。公司清洗设备具备持续扩张潜力，同时积极布局炉管、涂胶显影等领域。1) 半导体清洗设备：公司可满足 28nm 全部湿法工艺，且全工艺机台均有订单，核心工序段累计订单量近 20 台，14nm 及以下也有 4 台订单交付，国产替代驱动下有望延续快速发展。2) 其他半导体设备：公司积极研发拓展炉管和涂胶显影设备，

8英寸炉管设备已有数台订单,12英寸炉管设备即将进入客户验证阶段,8英寸涂胶显影设备已交付客户验证。此外,公司积极布局耗材&服务,进一步打开成长空间。1)晶圆再生:合肥一期产能7万片/月已投产,是国内首条投产的12英寸晶圆再生产线,预计2023年达产,二期规划产能14万片/月。2)大宗气体:正在投资建设半导体级的大宗气体工厂,为用户提供至少15年的高纯大宗气体整厂供应。3)零部件:2022年募投新增单片湿法工艺模块、核心零部件研发及产业化项目,研发高阶半导体湿法工艺模块、单片式腔体、高纯度阀等,适用于14nm及以下的逻辑及高密度存储芯片制造工艺及产业化。盈利预测与投资评级:我们维持公司2023-2025年归母净利润预测分别为5.71、7.86和10.11亿元,当前市值对应动态PE分别为24、17和13倍。基于公司较高的成长性,维持“买入”评级。风险提示:新产品研发不及预期,订单客户突破不及预期等。

(证券分析师:周尔双 证券分析师:黄瑞连)

百诚医药(301096):2023一季报点评:业绩略超预期,长期增长动能强

投资要点 事件:公司公布2023一季报,公司2023Q1实现收入1.61亿元(+68.0%);归母净利润3507万元(+79.6%);扣非净利润3455万元(+115.4%);业绩略超预期。项目储备充足,持续的研发投入不断提高业绩增长势能。公司不断增强研发能力,2022年研发费用1.66亿元(+105%),研发费用率27.3%(+5.7pct)。2022年公司注册申报项目115项,获得批件41项,其中15个药品为全国前三申报,8个药品为全国首家申报。在自主立项方面,公司立项未转化的项目达到250项,小时阶段177项,完成中试放大阶段64项,在验证生产阶段17项;2022年研发成果技术转化71个。截至2022年底,公司有销售分成项目73个,其中获批6个;2022年缙沙坦项目获得分成5692万元。在研的创新药项目共8项,其中BIOS-0618已获得临床批件,已进入临床I期研究。赛默项目成果初显,CDMO业务拓展为公司带来长期增量。截至2022年底,公司完成项目验证200多个,申报注册项目78个,受理69个。赛默产能储备丰富,目前建面180亩,GMP厂房和实验室10万平米,可生产制剂、原料药等14个品种。赛默不仅有利于加快百诚内部项目的研发进度,充分的产能为承接客户的CDMO订单奠定基础,打开业绩长期增长天花板。盈利预测与投资评级:我们维持公司2023-2025年归母净利润预测2.86/3.92/5.16亿元,2023-2025年对应PE估值分别为25/18/14倍;公司各业务管线高增速,研发项目储备丰富,我们看好公司成长空间,维持“买入”评级。风险提示:药物研发失败风险;市场竞争加剧风险;仿制药一致性评价业务增速放缓或减少的风险;制药企业仿制药研发投入下降风险等。

(证券分析师:朱国广 证券分析师:周新明 证券分析师:徐梓煜)

科美诊断(688468):2022年报及2023一季报点评:短期受疫情影响,看好全年恢复

投资要点 事件:公司2022全年实现营业收入4.65亿元(-1.2%),归母净利润1.53亿元(+7.0%),扣非归母净利润1.20亿元(-3.9%),经营性现金流净额2.45亿元(+29.5%),业绩符合预期。公司2023年一季度实现营收1.01亿元(-16.5%),归母净利润3484万元(-10.9%);业绩基本符合预期。公司LICA系列维持高增速:公司LICA系列产品在2022年疫情干扰下仍保持高增速,2022年实现收入同比增长39.68%,在全国各级医疗机构中,以高性价比推进对进口厂商

的进口替代，业绩动力强劲。研发持续投入，产品不断收获：公司注重研发投入，2022 年研发费用 6889 万元，研发费用率同比增加 2.12pct 至 14.81%。2022 年公司新获 II、III 类医疗器械注册证 8 项，研发管线中 15 项进入药监局审核阶段，5 项进入临床阶段，产品涵盖传染病、甲状腺功能、生殖健康、风湿免疫、过敏原检测等。海外方面，新增欧盟 CE 认证 13 项，并完成欧盟注册，包括甲状腺功能检测 1 项、肿瘤标志物检测 11 项、心脏标志物检测 1 项。公司继续推进各类产品在国内知名三甲医院及研究机构的多系统多中心进行临床验证，包括高敏肌钙蛋白、人绒毛膜促性腺激素、雌二醇在内的多个项目受到临床认可。第四代发光技术，纳米高分子微球+均相反应，检测质量高速度快：公司自主研发的光激化学发光 LiCA 平台为第四代化学发光，对比传统发光方法学，采用独创的纳米级微球，反应迅速且充分，在检测精度、灵敏度、特异性等方面具备独特优势，尤其是在激素等小分子检测领域。且光激发光为均相检测，无需清洗过程，避免了结合状态标记物被洗脱而造成检测误差，且检测速度更快，通量高，无需清洗液等耗材，成本更低。盈利预测与投资评级：我们将 2023-2024 年归母净利润预期由 2.30/3.25 亿元调整为 2.00/2.90 亿元，预计 2025 年归母净利润为 3.96 亿元；2023-2025 年 P/E 估值分别为 21/15/11X；基于公司 1) LiCA 平台装机加速，2) DRGs 等政策推进进口替代，3) 光激发光技术优势明确；维持“买入”评级。风险提示：集采风险、装机不及预期、研发不及预期等。

(证券分析师：朱国广 证券分析师：周新明 证券分析师：徐梓煜)

华亚智能 (003043)：2022 年报&2023 年一季报点评：半导体零部件国产化加速，看好结构件龙头长期成长性

事件 1：公司发布 2022 年报：2022 年公司实现营收 6.2 亿元，同比增长 17%，归母净利润 1.5 亿元，同比增长 35%。事件 2：公司发布 2023 年一季报：2023 年 Q1 公司实现营收 1.2 亿元，同比下降 12%，归母净利润 2288 万元，同比下降 16%。投资要点 半导体零部件国产化加速，基本面有望回暖 2022 年公司国内营收 2.3 亿元，同比增长 6%，海外营收 3.9 亿元，同比增长 24%。产品仍主要服务于海外客户，海外营收占比达 62%。2022 年上半年海外半导体零部件需求旺盛，公司收入稳步增长。Q3 以来地缘政治、海外半导体周期下行等因素影响下游需求，加上公司两大在建项目施工进度不及预期，产能紧张，收入增速放缓。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，公司业绩增速有望逐步回暖。产品结构、汇兑损益短期影响盈利水平 2022 年公司销售毛利率、销售净利率分别为 37.7%、24.3%，同比分别 1 下降 1.8pct、提升 3.3pct。利润率上行系美元升值确认汇兑收益。2022 年公司期间费用率为 5.8%，同比下降 6.8pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.9%/6.6%/3.4%/-6.1%，同比变动-0.13/0.29/0.23/-7.18pct，除财务费用外基本持平。2023 年 Q1 公司销售毛利率、净利率分别为 32.0%、19.5%，同比分别下降 2.7pct、1.1pct，利润率短期受规模效应减弱、半导体业务占比下降影响。IPO、可转债两大项目待落地，业绩增速有望修复 公司两大扩产项目有望于 2023 年底投产，贡献较大业绩弹性：(1) 2021 年 IPO 项目：总投资 3.5 亿元，用于金属结构件扩产，满产年产值约 4.1 亿元。(2) 2022 年可转债项目：总投资 3.4 亿元，投向半导体设备等领域结构件，满产产值约 4.6 亿，主要服务于国内客户。公司两个项目达产后产能有望翻倍，有望迎来黄金发展期。根据我们测算，公司主营的精密金属结构件约占半导体设备价值量的 6%，2022

年全球市场规模约 400 亿元人民币，公司份额不足 1%，成长空间广阔。公司已切入 AMAT、LAM 等全球半导体设备龙头供应链体系，后续随海外半导体景气回暖、国内零部件进口替代加速，公司新建项目产能释放，基本面有望逐步回暖。盈利预测与投资评级：我们预计 2023-2025 年公司归母净利润为 1.4/2.1/3.3 亿元，当前市值对应 PE 为 36/23/15 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）

徐工机械（000425）：2022 年报&2023 年一季报点评：业绩持续优于行业，看好利润及估值双升

事件 1：公司发布 2022 年报：2022 年公司营业收入 938 亿元，同比下降 20%，归母净利润 43 亿元，同比下降 48%。根据经营计划，公司 2023 年收入增长目标 10%。事件 2：公司发布 2023 年一季报：2023 年 Q1 公司营业收入 239 亿元，同比下降 10%，归母净利润 15 亿元，同比下降 26%。

投资要点 业绩持续优于行业，全球化战略进入兑现期 2022 年挖掘机行业同比下滑 24%，2023 年一季度同比下滑 26%，公司收入相对行业具备明显阿尔法。分产品看，2022 年公司拳头产品起重机械、土方机械、混凝土机械分别实现营收 239、236、95 亿元，同比下降 28%、25%、15%，新兴板块高机、矿机分别实现营收 66、51 亿元，同比增长 33%、44%，增速亮眼。2022 年公司国内营收 660 亿元，同比下滑 33%，海外营收 278 亿元，同比增长 51%，占营收比重提升 14pct 至 30%。根据我们测算，2022 年海外工程机械市场空间约 5000 亿人民币，公司份额不到 6%，国际化长期增长潜力可观。公司出口板块为成长板块、周期较弱、利润率高于国内，分布估值下有望迎来估值中枢上移。国内市场低谷期应享有更高估值，2023 年起公司业绩有望开启筑底反弹，迎来利润及估值双升。工程机械龙头业绩有望筑底回暖，新徐工估值提升弹性较大。由于钢材、海运价格高企及规模效应下降，2022 年工程机械企业利润率大幅下滑，2023 年上述因素压力减弱，预计利润率开启修复过程。2022 年主要企业净利率仅 5% 左右，基于当前钢材价格水平，我们预计 2023 年主要企业有望提升约 3 个点，带来利润端 50% 以上增长弹性，业绩有望触底回暖。此外，按照七至八年更新周期，2024-2025 年内销工程机械市场有望迎新一轮更新周期，叠加出口增长、利润率修复，工程机械有望困境反转。目前工程机械开工保持较高水平，随着二季度开始行业销量走向低基数，预计全年行业增速前低后高，工程机械龙头业绩有望筑底回暖。公司业绩表现持续优于行业、资产质量提升，目前估值水平相对同行偏低，若后续业绩增长及盈利能力提升逻辑兑现，估值提升弹性较大。整体上市落地注入优质资产，利润率提升有望迎价值重估。2022 年公司销售毛利率 20.2%，同比下降 1.3pct，其中国内市场毛利率 19.3%，同比下降 2.1pct，海外市场毛利率 22.3%，同比提升 0.6pct。海外毛利率高于国内约 3pct，公司海外营收占比提升部分对冲原材料价格上涨影响。销售净利率 4.6%，同比下降 2.5pct。2022 年公司期间费用率 13.8%，同比基本持平，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 7.2%/2.4%/4.4%/-0.2%，同比变动 -0.9/0.5/0.9/-0.6pct。2023 年 Q1 公司销售毛利率 22.63%，同比提升 1.3pct。公司过去毛利率相对同行偏低，整体上市注入优质资产后利润率中枢有望上移。限制性股票激励核心团队，彰显发展信心 2023 年 2 月公司发布限制性股票激励计划草案，拟授予董事、高管等不超过 2000 名核心员工约 1.2 亿股限制性股票，占公告时公司股本

1%，三个解除限售期的业绩考核分别为 2023-2025 年归母净利润不低于 53/58/65 亿元，或 2023-2025 年累计归母净利润不低于 53/111/176 亿元，彰显发展信心。盈利预测与投资评级：公司吸收徐工有限增厚业绩，我们上调公司 2023-2024 年归母净利润为 68（原值 50）/86（原值 59）亿元，预计 2025 年归母净利润为 119 亿元，当前市值对应 PE 为 12/9/7 倍，维持“买入”评级。风险提示：行业周期波动、全球化拓展不及预期、汇率波动风险。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：罗悦 研究助理：韦译捷）

昆仑万维（300418）：2023 年一季报点评：业绩符合预期，经营性净利润同比高增，拥抱 AI 加码新一轮增长

投资要点 事件：2023Q1 公司实现营收 12.17 亿元（yoy+2.04%，qoq-8.99%）；实现归母净利润 2.12 亿元（yoy-43.33%，qoq-42.03%）；扣非归母净利润 1.66 亿元（yoy-59.68%，qoq-40.70%）；经营性净利润 1.7 亿元（yoy+70%），业绩符合我们预期。主业延续稳健表现，经营性净利润高增。2023Q1 公司归母及扣非归母净利润同比及环比有所下滑，主要是受投资业务收益波动影响，具体来看，2022Q1 及 2022Q4 公允价值变动收益分别为 2.77、3.00 亿元，而 2023Q1 因所投项目无新融资活动发生，公允价值变动收益仅为 0.86 亿元。剔除投资业务影响，2023Q1 公司经营性净利润同比高增 70% 至 1.7 亿元。展望未来，公司经营性主业有望延续稳健增长态势，分业务来看，我们看好闲徕互娱不断丰富产品形态，平稳贡献利润，ArkGames 新游《圣境之塔》（已有版号）有望年内上线中国大陆地区，贡献业绩增量，StarMaker 及 Opera 增长潜力有望持续兑现。Opera：业绩再超预期，合作 OpenAI 深化 AIGC 布局。2023Q1 Opera 实现营收 8705 万美元，yoy+21.61%，营收同比增速已连续 9 个季度超过 20%；实现经调整 EBITDA 2174 万美元，yoy+195.80%，营收及利润均超过此前指引，主要受益于 Opera 持续向高价值用户地区转移，商业化水平稳步提升，2023Q1 Opera 年化 ARPU 同比提升 30.12% 至 1.08 美元。我们看好公司聚焦高 ARPU 值地区的战略持续验证，同时我们看好 Opera 浏览器集成生成式 AI 服务，全面合作 OpenAI，推出“AI Prompts”等原生功能，重塑浏览器交互方式，有望打开未来增长空间。元宇宙业务方面，用户规模及内容生态丰富度持续提升，截至 2023Q1 Opera GX 浏览器 MAU 已达 2200 万，GX.games 上线游戏超过 4000 款。整合资源 All in AI，前瞻布局持续落地。通用大模型方面，2023 年 4 月 17 日公司已开启对标 ChatGPT 的双千亿级大语言模型“天工 3.5”的邀请测试，根据发布会内容及我们的测试，“天工 3.5”整体处于国内同类产品领先水平，公司前瞻布局领先优势明显。AI+应用方面，公司推进内部资源整合，已将 StarX 与 ArkGames 合并升级为 StarArk，以音乐 AI 与游戏 AI 为主要发展方向。音乐 AI 方面，公司对内不断丰富 StarMaker 平台的 AIGC 音乐内容供给，对外提供定制化 AIGC 音乐产品与服务，探索 B 端及 C 端商业化路径；游戏 AI 方面，公司推动游戏开发运营的各个环节的 AI 化，有望提升游戏研运效率。盈利预测与投资评级：公司 AI+应用落地稳步推进，逐步探索商业化，我们上调此前盈利预测，预计 2023-2025 年 EPS 分别为 1.23/1.50/1.70 元（前为 1.23/1.47/1.66 元），对应当前股价 PE 分别为 53/44/38 倍。我们认为公司兼具大模型及应用能力，看好其不断迭代升级大模型，并持续落地 AI+应用，打开长期成长空间，维持“买入”评级。风险提示：新游延期风险，市场竞争加剧风险，国际政治形势变动风险。

（证券分析师：张良卫 证券分析师：周良玖 研

究助理：陈欣)

中国软件(600536): 2022年年报和2023年一季度报点评: 麒麟业绩韧性十足, 国产OS龙头地位稳固

事件: 2023年4月27日, 公司发布2022年年报和2023年一季度报。2022年, 公司实现营收96.40亿元, 同比减少6.87%; 归母净利润0.45亿元, 同比减少40.02%; 扣非归母净利润-0.38亿元, 同比减少180.39%。2023年一季度公司实现营收12.18亿元, 同比减少20.07%; 归母净利润-1.99亿元; 扣非归母净利润-2.00亿元。业绩符合市场预期。 投资要点 自主软件产品营收平稳增长, 行业解决方案及服务化行业毛利率上升: 分业务来看, 2022年, 公司自主软件产品业务实现营收15.96亿元, 同比增长1.37%, 实现毛利率71.21%, 同比减少2.05pct。行业解决方案业务实现营收57.91亿元, 同比减少10.00%, 实现毛利率9.74%, 同比增长1.21pct。服务化行业业务实现营收22.24亿元, 同比减少3.69%, 实现毛利率58.51%, 同比增长0.11pct。主营业务整体毛利率实现31.23%, 同比增长1.67pct。麒麟软件业绩逆势增长, 彰显国产商业OS龙头地位: 业绩方面, 2022年, 信创行业招标显著下滑, 公司子公司麒麟软件顶住压力, 实现营收11.56亿元, 同比增长1.94%, 净利润3.29亿元, 同比增长逆势22.76%。2023Q1实现营收2.18亿元, 同比增长1.87%, 净利润0.70亿元, 同比增长250%, 盈利能力大幅提升。产品及生态方面, 麒麟软件2022年发布银河麒麟桌面操作系统V10 SP1 2203、银河麒麟高级服务器V10 SP3、银河麒麟嵌入式操作系统V10、星光麒麟万物智联操作系统1.0四款产品, 联合众多合作伙伴共同成立中国首个桌面操作系统根社区openKylin。截至2023年4月, 麒麟软件生态适配数量已突破180万款, 合作厂商超过6600家。信创招标下滑影响营收增速, 国产传统数据库龙头达梦稳步扩张: 达梦数据2022年实现营收6.88亿元, 同比减少7.40%, 净利润2.65亿元, 同比减少39.50%, 主要系信创行业招标下滑所致。达梦在重点行业领域应用持续突破, 并基于数据库技术打造全栈产品能力。2023年4月, 达梦数据与中国移动签署战略合作协议, 至此, 达梦的产品已成功应用到100+重大行业中。达梦立足“信创+交通”, 抢先布局高速公路收费系统数据库建设, 为2022年江苏省收费站上线的“国产化新一代收费系统”提供底层数据支撑。盈利预测与投资评级: 麒麟软件在国产操作系统市场龙头地位稳固, 我们预期二季度信创订单放量, 麒麟软件2023年业绩有很大提升空间。但由于疫情和信创推进节奏变化, 我们下调2023-2024年归母净利润预测为2.82(-1.42)/5.64(-1.42)亿元, 给予2025年归母净利润预测为10.86亿元, 维持“买入”评级。风险提示: 政策推进不及预期; 技术研发不及预期; 行业竞争加剧。

(证券分析师: 王紫敬 研究助理: 王世杰)

利元亨(688499): 2022年报&2023年一季度报点评: Q1业绩表现低于预期, 锂电&光伏平台化布局有望实现业绩稳步增长

投资要点 受疫情造成的设备验收周期拉长等因素影响, 公司2023Q1盈利能力略微下滑。2022年公司实现营业收入42.0亿元, 同比+80.3%; 归母净利润2.9亿元, 同比+36.4%; 其中股份支付费用为1.0亿元, 剔除股份支付因素影响后的归母净利润为3.9亿元, 同比+80.4%; 扣非归母净利润2.6亿元, 同比+26.7%。其中2022Q4季度实现营收12.7亿元, 同比+88.3%; 归母净利润602.7万元, 同比-89.1%; 扣非归母净利润-650.8万元, 同比-112.3%。2023Q1单季实现营业收入12.7亿元, 同比+57.4%; 归母净利润-0.7亿元, 同比-184.2%; 扣非归母净利润-0.7亿元, 同比-196.3%。设备成本高于预期, 动力锂电及智能仓

储销售规模增加拉低毛利率水平。2022 年利元亨综合毛利率为 34.6%，同比-4.0pct；销售净利率为 6.9%，同比-2.2pct。期间费用率为 27.9%，同比-3.1pct，其中销售费用率为 4.9%，同比-0.3pct；管理费用率（含研发）为 22.7%，同比-2.2pct；财务费用率为 0.3%，同比-0.5pct。Q4 毛利率为 31.1%，同比-10.2pct，环比-4.9pct；销售净利率为 0.5%，同比-7.8pct，环比-9.1pct。2023Q1 毛利率为 26.9%，同比-8.9pct，环比-4.3pct；销售净利率为-5.3%，同比-15.2pct，环比-5.8pct。合同负债&存货保持较高水平，公司战略调整助力新签订单质量提高、结构进一步优化。截至 2022 年底公司合同负债 20.7 亿元，同比+52.3%；存货为 30.5 亿元，同比+84.0%；截至 2023Q1 末公司合同负债 19.5 亿元，同比+18%；存货为 33.0 亿元，同比+72%；2022 年经营活动净现金流为 2.2 亿元，同比+1679.1%，2023Q1 经营活动净现金流为-6.8 亿元。我们预计，2022 年公司新签订单近 100 亿元，2023Q1 新签订单在 15 亿左右，且其中海外订单占比有明显提升；预计 2023 年公司新签订单 80-100 亿元，订单规模略有收拢。

锂电领域：壮大国内外客户群体，提升业务规模，坚决打赢核心技术攻坚战。利元亨是全球锂电池制造装备龙头企业之一，在锂电设备领域已覆盖全产业链。客户方面，公司优选优质客户并坚持国际化布局，夯实国内外客户基础。产品方面，公司将坚持加大技术研发的投入，未来有望进一步建立技术壁垒，提高产品技术竞争力。

光伏领域：全面切入光伏设备领域，聚焦行业发展热点，打开成长空间。公司聚焦光伏行业发展热点，重点推进 HJT 技术路线布局。2022 年围绕 HJT 核心工艺设备、光伏组件及光伏自动化设备展开布局，通过内生+外延的方式在工艺性设备方面横向扩展，目前已在丝网印刷机、单晶硅棒机加自动化生产线陆续获得客户订单，HJT 整线工艺设备研发布局顺利推进，助力公司在 HJT 领域抢占先发优势。

盈利预测与投资评级：考虑到订单验收节奏影响，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润预测值为 3.9（前值 7.2，下调 46%）/4.8（前值 12.2，下调 61%）/5.9 亿元，当前股价对应动态 PE 为 22/18/14 倍，维持“买入”评级。

风险提示：竞争格局恶化，下游扩产不及预期。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：刘晓旭）

三一重能 (688349): 三一重能 22 年报&23 年一季报: 盈利优势显著, 23 年份额再上台阶

投资要点 事件: 公司发布 22 年报和 23 年一季报, 符合预期。22 年营收 123.3 亿元, 同增 21%; 归母净利 16.5 亿元, 同增 2.8%; 毛利率 23.55%, 同降 5.0pct。其中 22Q4 营收 59.8 亿元, 同/环比 30.9%/164.2%; 归母净利 6.05 亿元, 同/环比 17.5%/147%。23Q1 营收 15.64 亿元, 同/环比-23.7%/-73.8%; 归母净利 4.82 亿元, 同/环比-19.2%/-20.3%。22 年风机市占率快速提升, 在手订单充足支撑 23 年份额进一步扩大: 22 年风机出货约 4.5GW, 同增+39%。根据 CWEA, 公司陆风市占率快速提升, 从 21 年的 7.8%提升至 22 年的 10.1%、排名从第 8 跃升至第 5。23Q1 风机出货约 500MW, 同/环比-31%/-76.0%, 主要系一季度淡季, 项目尚未大量开工, 而截至 22 年底公司在手订单(含中标未签合同的订单)合计 9.25GW, 全年出货高增有保障, 预计 8GW+, 同比+78%, 高于行业吊装增速(预计 50%左右)。据我们不完全统计, 截至 23 年 4 月底, 陆上风机定标(含开标)超 42GW, 公司中标(含开标)4GW, 占比约 9.5%, 排名第四, 全年订单有望再创新高。陆风价格下行趋势下, 公司盈利阿尔法显著: 22 年陆风价格持续下行, 公司制造毛利率保持 23.25%, 测算单瓦净利 0.13-0.15 元, 远高于行业平均。23Q1 毛利率 29%, 同/环比+3.1pct/+8.2pct, 主要系 Q1 高毛

利率的发电业务占比较高，而风机制造毛利率预计也有 22-24%，主要系通过大型化、供应链管理等手段持续降本，与行业拉开差距。双海战略持续推进、优化产品结构，提升盈利能力：22 年公司海外订单实现突破，在哈萨克斯坦获取 98MW 订单，十四五继续重点布局亚太、拉美、欧洲市场，凭借三一海外渠道优势，有望成为“中国风电走出去”的排头兵；23Q1 海风机组在东营基地下线，即将进军海风市场。海外和海上风机毛利率预计高于国内陆风，带动综合毛利率稳中有升。滚动开发风电场，转让增厚利润：22 年公司对外转让风电场 318MW（21 年 240MW，同比+33%），实现投资收益约 9.4 亿元，同比+82%，其中 22Q4 转让一个标准风电场，环比持平。截止 22 年底，公司存量风电场规模 412MW，在建风场 823MW，并签署了 550MW 外部风电 EPC 项目。23Q1 实现投资收益 4.1 亿元，我们预计出售了 2 个风场（150MW），包括已公告转让的一个 100MW 风电场（贡献利润总额约 2.86 亿元）。盈利预测与投资评级：预计 23-25 年归母净利润 21.52/28.41/35.76 亿元（23-24 年前值 23.3/30.4 亿元，考虑陆风价格下降，小幅下调盈利预测），同比+31%/32%/26%，对应 PE 19/14/11 倍。公司陆风市占率持续提升、双海从 0 到 1，成长性强，给予 23 年 25 倍 PE，对应目标价 45 元，维持“买入”评级。风险提示：价格竞争加剧、行业需求不及预期、双海战略推进不及预期等。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：陈瑶）

捷佳伟创（300724）：2022 年报&2023 年一季报点评：业绩符合预期，多技术路线并行

投资要点 受益于下游高景气，业绩稳定增长：2022 年公司实现营业收入 60.1 亿元，同比+19%；归母净利润 10.5 亿元，同比+46%；扣非归母净利润 9.7 亿元，同比+47%。分产品来看，工艺设备收入 49.6 亿元，同比+18%，占比 83%，自动化配套设备 5.8 亿元，同比-15%，占比 10%，配件 4.6 亿元，同比+180%，占比 8%。2022Q4 单季度实现营收 17.5 亿元，同比+34%，环比+11%；归母净利润 2.3 亿元，同比+92%，环比-28%。2023Q1 单季实现营业收入 19.3 亿元，同比+42%；归母净利润 3.4 亿元，同比+23%；扣非归母净利润 3.0 亿元，同比+22%。由于 TOPCon 新签订单多集中于 2022 年下半年，公司业绩有望迎来高速增长。23Q1 盈利能力略有下滑，看好后续订单结构改善提升盈利能力：2022 年公司综合毛利率为 25.4%，同比+0.8pct，其中工艺设备毛利率为 24.4%，同比-1.9pct，自动化配套设备为 13.2%，同比+3.8pct；净利率为 17.4%，同比+3.3pct；期间费用率为 5.1%，同比-2.9pct，其中销售费用率为 1.8%，同比+0.4pct；管理费用率（含研发）为 6.8%，同比+0.1pct；财务费用率为-3.6%，同比-3.5pct。2022Q4 毛利率为 25.4%，同比+4pct，表现较为平稳；净利率为 13.0%，同比+4pct，主要系 Q4 计提部分存货和应收账款减值准备影响。2023Q1 公司毛利率 22.8%，同比-4.4pct，净利率为 17.4%，同比-2.6pct；2023Q1 毛利率有所下滑受三方面因素影响：（1）公司承担 2022 年疫情影响下泵、阀、电源等关键零部件的替换物料费用；（2）第一批批量 TOPCon 的 PE-Poly 订单调试成本较高，尚未形成规模效应；（3）2021 年底至 2022 年初部分 PERC 低毛利率订单影响。我们认为后续低毛利率的 PERC 收入占比将持续降低，预计 2023Q2-Q3 将完成 PERC 尾单验收，高毛利的 TOPCon 核心设备收入占比提升，叠加规模效应，盈利能力有望逐步提升。合同负债&存货高增，保障业绩增长：截至 2023Q1 末，公司合同负债为 77.9 亿元，同比+132%，存货为 87.8 亿元，同比+111%，表明公司在手订单大幅增长，保障未来业绩；2023Q1 经营活动净现金流为 11.3 亿元，同比+234.4%，回款情况良好。多技术路线并行，

光伏&半导体双布局: (1) TOPCon 快速放量: 公司已具备整线设备交付能力, 核心设备 PE-Poly、硼扩散、MAD (复合气相氧化铝淀积炉) 等设备已成功交付客户量产运行。我们预计 2023 年 TOPCon 扩产有望达到 300-400GW, 公司作为 TOPCon 设备龙头, 市占率达 50% 以上, 我们预计公司 2023 全年新签订单有望达到 200 亿元以上。(2) HJT: 公司下属子公司常州捷佳创建的 HJT 中试线量产转换效率已持续稳定达到 25% 以上。(3) 钙钛矿: 公司在大尺寸钙钛矿、全钙钛矿叠层、HJT/TOPCon 叠层钙钛矿领域的设备销售持续放量, 设备种类涵盖 RPD、PVD、PAR、CVD、蒸发镀膜及精密狭缝涂布、晶硅叠层印刷等。(4) 半导体设备: 公司全资子公司创微电子自主开发了 6 吋、8 吋、12 吋湿法刻蚀清洗设备, 获得批量订单; 同时针对第三代半导体大功率器件领域, 公司在研高温退火炉/氧化炉等。盈利预测与投资评级: 受益于 TOPCon 持续扩产, 公司新签订单有望高增, 我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 14.1 (前值 12.6, 上调 12%) / 18.9 (前值 16.1, 上调 17%) / 27.7 亿元, 当前股价对应动态 PE 分别为 25/19/13 倍, 维持“增持”评级。风险提示: 下游扩产不及预期, 新品拓展不及预期。

(证券分析师: 周尔双 证券分析师: 刘晓旭)

厦门象屿 (600057): 2022 年年报及 2023 年一季报点评: 业绩符合预期, 业务结构改善增长后劲充足

投资要点 业绩简评: 2022 年, 公司实现收入/ 归母净利润/ 扣非净利润 5381/ 26.4/ 26.6 亿元, 同比+16%/ +20%/ +22%; 2023Q1, 公司实现收入/归母净利润/ 扣非净利润 1292/ 5.5/ 0.45 亿元, 同比+13%/ +15%/ -94%。公司非经常项主要包含对冲套保的损益, 因此归母净利润更能反映实际盈利。总体上看, 公司 2022 年年报及 2023 年一季报业绩均符合预期。业务结构优化, 净利率呈现趋势性改善: 2022 年销售毛利率/净利率分别为 2.13%/0.70%, 同比-0.05pct/+0.11pct; 2023Q1 公司销售毛利率/净利率分别为 2.12%/ 0.59%, 同比-0.58%/ -0.03pct。随着公司业务结构改善, 公司 2022 年净利润率明显提升。2023Q1 在计提 1.48 亿元哈农商行投资亏损的情况下净利率仍持平, 公司净利率改善的趋势仍在持续。 新能源、铝等新产业链高增验证横向复制能力: 公司供应链业务板块新产业链实现高增, 2022 年公司铝产业链毛利润同比增长 102%, 新能源产业链毛利润同比增长 163%。公司将成熟模式横向复制到新产业链, 而 2022 年铝、新能源等产业链的高增验证公司横向复制的成长模式。 大客户数量提升改善经营稳定性: 2022 年底公司客户数量达 1.4 万家, 2020~22 年 CAGR 达 13%; 其中中年业务规模大于 3 亿元的客户达 408 家, 2020~22 年 CAGR 达 32%。与大型客户的合作更稳定、经营风险更低, 也更能发挥公司一体化供应链服务的优势。 维持较高比例分红的分红政策: 公司计划向全体股东每 10 股分红 6.1 元 (含税), 分红率达 56%, 静态股息率 (对应 4 月 28 日收盘价) 为 5.7%。公司 2019 年以来每年的分红率都在 50% 或以上。 盈利预测与投资评级: 公司是国内大宗供应链龙头企业, 2022 年公司市占率仅 1%。公司管理能力和团队激励机制优秀, 并具备行业领先的物流资源壁垒和数智化能力, 我们看好公司未来市场份额继续提升。考虑到 2023Q1 哈农商行减值产生的投资亏损, 我们将公司 2023~24 年归母净利润预期从 35.0/ 42.2 亿元调整至 34.6/ 42.2 亿元, 预计 2025 年公司归母净利润预测为 49.2 亿元, 同比增速为 31%/ 22%/ 17%, 对应 4 月 28 日收盘价为 7/ 6/ 5 倍 P/E, 维持“买入”评级。 风险提示: 定增落地时间, 宏观经济, 极端天气等。

(证券分析师: 吴劲草 证券分析师: 阳靖)

志特新材 (300986): 2022 年年报、2023 年一季报点评: 收入增长亮眼, 净利率阶段性承压

投资要点 事件: 公司披露 2022 年年报和 2023 年一季报, 2022 年全年实现营业总收入 19.30 亿元, 同比增长 30.3%, 实现归母净利润 1.77 亿元, 同比增长 7.9%。2022Q4/2023Q1 单季度实现营业收入 6.28 亿元/3.80 亿元, 同比+32.6%/+44.9%, 实现归母净利润 4989 万元/185 万元, 同比-16.7%/-64.5%, 盈利低于预期。公司拟每 10 股派发现金红利 2 元, 拟以每 10 股转增 5 股。 收入同比增速持续加快, 反映国内外市场布局、品类延伸成效。(1) 分品类来看, 2022 年铝模/防护平台/装配式预制件分别实现收入 12.93 亿元/2.02 亿元/1.92 亿元, 分别同比+13%/+54%/+382%, 国内/海外收入分别同比+22%/+109%。Q1 收入高速增长也得益于铝模租赁在国内市场加速布局下的高增长与海外市场的放量。(2) 2022 年毛利率基本稳定, 全年铝模毛利率 33.8% (同比-1.0pct), 但 2022Q4、2023Q1 毛利率阶段性承压, 分别为 28.4%/24.1%, 预计主要因爬架收入确认受疫情等因素影响, 但折旧持续计提, 有望随着爬架出租率回升、项目施工节奏恢复正常而出现改善。 期间费用率基本稳定, 净利率受坏账损失、毛利率拖累。(1) 公司 2022 年全年/2023Q1 期间费用率为 18.0%/25.6%, 分别同比-1.2pct/-0.4pct, 主要得益于销售、管理费用率的压缩, 2022 年全年销售费用率/管理费用率分别同比-0.3pct/-0.5pct 至 6.7%/4.5%, 2023Q1 销售费用率/管理费用率分别同比-0.9pct/-1.7pct 至 7.9%/5.6%, 但 2023Q1 研发费用率同比+0.9pct 至 8.2%, 主要因研发材料支出明显增加。此外因应收账款余额增加和部分款项单项计提坏账准备, 公司 2022 年全年信用减值损失同比多减 0.41 亿元。(2) 2022Q4/2023Q1 净利率分别为 9.5%/-0.2%, 分别同比-2.3pct/-2.6pct。 现金流受地产下行和客户结构调整影响, 结存铝模板、爬架体量较快增长。(1) 公司 2022Q4/2023Q1 经营活动产生的现金流量净额为-0.54 亿元/0.14 亿元, 分别同比-1.73 亿元/-0.13 亿元, 主要是公司应收账款周转天数拉长所致, 与公司主动调整客户结构增加央国企客户比重以及地产下行背景下客户账期拉长有关。(2) 出租用铝模板系统、防护平台 2022 年分别购置 1.10 亿元/0.05 亿元, 2022 年账面原值分别同比增加 24%/92%至 18.73 亿元/3.57 亿元, 反映公司结存铝模板、爬架体量延续较快增长。(3) 公司 2023 年一季报资产负债率为 62.9%, 同比+5.5pct, 有所上升。 盈利预测与投资评级: 铝模板行业中长期渗透率将持续提升, 供给侧经历出清, 公司作为快速成长的铝模板租赁龙头, 上市后加速国内外布点、扩张产能, 延伸爬架、PC 构建等品类提升客单价, 且在信息化系统赋能下精细化管理能力、客户服务能力位居业内优秀水平, 驱动收入、利润高速增长。基于毛利率阶段性承压, 我们预计 2023-2025 年归母净利润 2.30 (下调 15%) /2.96 (下调 18%) /3.89 (新增) 亿元, 4 月 28 日收盘价对应市盈率 24/18/14 倍, 维持“增持”评级。 风险提示: 市场竞争程度超出预期、地产信用风险暴露、铝价大幅度上涨的风险。

(证券分析师: 黄诗涛 证券分析师: 房大磊 证券分析师: 石峰源)

国联证券 (601456): 2023 年一季报点评: 自营业务驱动业绩稳增长, 外延并购打开增长空间

投资要点 事件: 国联证券发布 2023 年一季报, 公司 2023 年一季度实现营收 6.78 亿元, 同比+6.66%; 实现归母净利润 2.07 亿元, 同比+9.79%。 自营业务引领业绩提升, 两融市占率稳定增长: 2023Q1, 国联证券营收同比+7% (环比+19%) 至 6.78 亿元, 归母净利润同比

+10%（环比+68%）至 2.07 亿元，整体业绩稳中有升。公司 2023Q1 年化 ROE 达到 4.87%，较 2022Q1+0.29pct，较 2022 全年+0.24pct。1) 市场行情重回升势，自营业务收入高增。2023Q1 市场行情逐步回暖（上证指数/深证成指/创业板指涨跌幅分别为 +5.94%/+6.45%/+2.25%），叠加公司自营规模提升（2023Q1 交易性金融资产较年初+7%至 3.48 亿元），带动公司自营业务收入同比+75%至 3.73 亿元。2) 两融市占率稳步提升，利息支出增长致使利息净收入下滑。截至 2023Q1 末，全市场两融余额同比-4%至 16067 亿元，国联证券融出资金同比+1%至 101 亿元，两融市占率较上年同期+0.03pct 至 0.63%。公司利息净收入同比-24%至 0.55 亿元，主要系利息支出同比+20 至 3 亿元。交投情绪仍待提振，轻资产业务相对承压：1) 股基成交额下滑拖累经纪业务。2023Q1 全市场日均股基成交额同比-9%至 9895 亿元，导致公司经纪业务收入同比-19%至 1.12 亿元。2) 市场 IPO 规模下滑导致公司投行业务表现不佳。2023Q1 全市场 IPO 募资额同比-64%至 651 亿元，公司未有 IPO 项目发行，导致投行业务收入同比-46%至 0.89 亿元。3) 证券行业资管规模缩水导致公司资管业务收入下滑。截至 2022 年 2 月末，证券行业资管规模同比-22%至 6.57 万亿元，下滑之势未见扭转。受此影响，2023Q1 公司资管业务收入同比-9%至 0.32 亿元。外延并购稳步推进，长期发展前景可期：1) 收购中融基金落地在即，公募业务版图逐渐清晰。2023 年 4 月 21 日，国联证券公告称收购中融基金 75.5% 股权事项已获证监会核准。在已经持有中海基金 33.41% 股权的基础上，公司公募基金业务“一参一控”业务版图逐渐清晰，在财富管理赛道的综合服务能力有望进一步提升。2) 控股股东竞得民生证券 30% 股权，长期成长具备想象空间。2023 年 3 月 15 日，国联证券控股股东国联集团成功竞得民生证券 30.3% 股权。从业务层面来看，民生证券投行业务优势显著（2022H1 民生证券/国联证券投行业务收入分别为 7.24/2.45 亿元，排名行业第 11/27 位），未来国联证券有望通过与民生证券的资源整合快速提升投行业务体量，实现跨越式发展。盈利预测与投资评级：基于一季度市场情况及公司经营业绩，我们调整公司 2023-2025 年归母净利润预测至 9.19/12.53/14.28 亿元（前值为 10.24/13.28/15.02 亿元），对应同比增速分别为 19.73%/36.36%/13.98%，对应 2023-2025 年 EPS 分别为 0.26/0.35/0.40 元，当前市值对应 2023-2025 年 PB 分别为 1.47/1.42/1.36 倍。我们依旧看好公司在财富管理方面的独特优势以及外延并购赋予公司的成长空间，维持“买入”评级。风险提示：1) 市场交投活跃度下滑；2) 宏观经济复苏不及预期。

（证券分析师：胡翔 证券分析师：朱洁羽 证券分析师：葛玉翔）

鱼跃医疗（002223）：2022 年报及 23 年一季报点评：业绩稳健增长，期待全年新品放量

投资要点 事件：公司 2022 年实现收入 71.02 亿（+3.01%，表示同比，下同），归母净利润 15.95 亿（+7.60%），扣非归母净利润 12.51 亿（-5.19%）。23Q1 实现收入 27.03 亿（+48.41%），归母净利润 7.14 亿（+53.79%），扣非后归母净利润 7.03 亿（+79.18%），业绩符合我们预期。22 年常规产品销售势头良好，剔除涉疫订单海内外销售规模提升明显。公司 22 年常规销售业务发展良好，呼吸治疗解决方案板块实现收入 22.39 亿（-14.62%），其中制氧机产品剔除 21 年同期海外涉疫订单影响，销售规模提升明显，雾化产品销售收入同比增长近 30%，呼吸机产品销售收入同比增长超 20%；家用类电子检测及体外诊断业务实现收入 15.21 亿（+5.06%），康复及临床器械实现收入 14.08

亿(+14.70%)，感控业务实现收入 11.84 亿(+32.57%)，糖尿病护理解决方案实现收入 5.30 亿(+16.04%)，急救业务实现收入 1.51 亿(-17.33%)。费用控制良好，期待全年在新品陆续推出下快速增长。2022 年期间费用 18.52 亿(+5.79%)，其中研发费用 4.96 亿(+16.62%)，公司通过降本增效及费用控制，有效抵挡上游原材料价格波动及疫情导致产品结构变化带来的不利影响，2022 年实现毛利率 48.13%，同比 2021 年仅下降 0.16pct，净利率实现 22.15%，同比 2021 年提升 0.62pct。我们预计随着新一代 CGM、半自动体外除颤器国内上市推广，国内相关板块收入有望进一步加速。盈利预测与投资评级：考虑到公司新品上市有望带来业绩加速，我们将 2023-2024 年归母净利润 17.51/20.81 亿上调至 18.53/22.08 亿，2025 年归母净利润为 26.57 亿，当前市值对应 2023-2025 年 PE 分别为 17/14/12 倍，维持“买入”评级。风险提示：销售推广不及预期，降本增效不及预期，新品上市进度不及预期等。

(证券分析师：朱国广)

电科网安(002268)：2022 年年报和 2023 年一季度报点评：数据安全国家队，新业务快速成长

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 34.38 亿元，同比增长 16.35%；实现归母净利润 3.07 亿元，同比增长 21.99%。2023 年 Q1 公司实现营收 4.13 亿元，同比下滑 36.57%；归母净利润亏损 0.37 亿元，同比下滑 2.49%，业绩基本符合市场预期。投资要点 经营质量持续提升：公司 2023 年 Q1 营收同比下滑主要由于 2022 年同期多个信创、高密项目集中验收，基数较高影响。公司毛利率稳定，积极实施降本增效，2022 年净利率提升至 8.92% (同比+0.38pct)，经营质量持续提升。数据安全新业务快速成长：2022 年公司数据安全业务营收 2.19 亿元，同比增长 135.40%，毛利率 38.03% (同比+3.98pct)。公司围绕重要数据和个人信息保护、数据安全流通等数据安全重要方向，重点布局隐私计算，从秘密分享、同态加密等底层密码技术、隐私计算安全产品、数据共享商业模式等多个层面同时推进。公司 2022 年 1) 全新发布密立方数据安全流通体系，主导或参与了十余项最新数据安全国家标准和政策制定；2) 聚焦互联网企业的个人信息合规利用，打造数据安全合规服务 SaaS 平台和网络安全运营服务平台，实现业内首个互联网游戏场景下的数据安全标杆项目的落地。公司以“3+2+N”网络安全运营服务为抓手，成功实现了中车、中海油等项目落地，我们预计未来数据安全、合规等业务模式将有望在互联网行业以及其他重要场景持续落地。密码核心能力持续优化：公司率先推出在线密码服务平台，并持续优化迭代平台功能，能够向用户提供层次化、可定制、应用合规的密码服务。公司拓展电子政务、金融、能源、交通等领域市场，已经实现央企跨境、智慧船舶、智能充电等领域新业务布局；并创新打造数字货币、风能发电、空间测绘、互联网政务服务等业务应用密码融合系统。公司密码服务平台项目 2022 年在全国多地落地建设，标杆示范效应良好，我们预计随着高密市场发展，公司密码业务将保持稳健增长。盈利预测与投资评级：我们维持公司 2023-2024 年 EPS 预测为 0.48/0.62 元，预测 2025 年 EPS 为 0.79 元。公司作为数据安全国家队，将充分受益于个人信息保护等相关政策在互联网等行业落地以及数据要素市场化推进。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)

周大生(002867)：2022 年报&2023Q1 点评：2023Q1 恢复强劲，黄

金产品消费景气度高

投资要点 2022年归母净利润同比-11%:公司2022年营收111亿元,同比+21%,归母净利润10.9亿元,同比-11%,扣非归母净利润10.25亿元,同比-14%,单拆Q4公司收入21.8亿元,同比-19%,归母净利润1.6亿元,同比-27%,扣非归母净利润1.56亿元,同比-32%,分渠道来看2022年公司线下自营收入10.7亿元,同比-15%,加盟收入83.0亿元,同比+27%,线上业务收入15.5亿元,同比+35%。黄金产品销售保持了较好的韧性,镶嵌类终端需求受影响较大。2022年公司自营单店营收451万元,同比-13.7%,其中镶嵌收入46万元,同比-39%,黄金产品收入392万元,同比-7.8%。加盟业务单店平均收入194万元,同比+20%,其中平均镶嵌收入25.4万元,同比-48%,主要由于终端门店镶嵌销售下降使得加盟客户补货需求下降所致,平均黄金产品批发销售收入149万元,同比+65%,主要由于黄金需求增长以及通过展销方式直接向加盟商批发供货使得黄金销售收入大幅增加所致。黄金产品占比提升使得公司整体毛利率有一定下滑。2022年公司整体毛利率20.78%,同比-6.5pct,其中加盟毛利率17.54%,同比-6.7pct,分产品来看,素金类产品毛利率8.18%,同比-2.4pct,镶嵌类毛利率31.45%,同比+1.7pct。公司销售费用率6.73%,同比-0.9pct,管理费用率0.84%,同比-0.2pct。公司终端门店稳步扩张中:截至2022年末,公司门店总数量达到4616家,净增门店114家,其中自营门店主要集中在一二线城市,73%的加盟终端门店分布在三四线及以下线城市。截至2023年3月末,公司门店总数4637家,2023Q1净增21家。2023Q1恢复强劲,黄金产品消费景气度高。2023年Q1公司实现收入41.2亿元,同比+50%,实现归母净利润3.65亿元,同比+26%,实现扣非归母净利润3.56亿元,同比+26.5%。镶嵌类收入2.21亿元,同比+12%,素金类收入35亿元,同比+56%。盈利预测与投资评级:周大生是我国头部的黄金珠宝品牌,渠道规模优势突出,Q1恢复强劲,我们上调公司2023-24年归母净利润从14.1/15.9亿元至14.7/17.55亿元,预计2025年归母净利润20.2亿元,最新股价对应2023-25年PE为13/11/9倍,维持“买入”评级。风险提示:疫情反复,开店不及预期,终端消费恢复不及预期等

(证券分析师:吴劲草 证券分析师:谭志千)

锦泓集团(603518):2022年报及2023Q1业绩点评:22年TW韧性较强,23Q1盈利能力修复促净利大增

投资要点 公司公布2022年报及23Q1业绩:22年业绩承压,23Q1收入回暖、净利大增。1)2022年:营收39.00亿元/yoy-9.83%、归母净利0.71亿元/yoy-68.12%,10派1元。疫情扰动致收入回落,净利降幅超收入主因费用率上升。分季度看,22Q1-Q4收入分别同比+0.73%/-13.92%/+0.50%/-20.79%、归母净利分别同比-56.54%/亏损/+395.04%/亏损,Q2/Q4业绩亏损承压严重。2)23Q1:营收11.67亿元/yoy+8.05%、归母净利1.03亿元/yoy+149.32%,消费场景修复后收入增速回正,净利端大幅增长主要系控折扣+控费推动费用率下降,收入利润均达历史最好水平。疫情期TW表现韧性较强,23Q1各品牌收入及盈利能力均回暖。1)22年:VG/云锦/TW收入分别同比-23.1%/+3.8%/-5.4%、分别占比22.0%/0.6%/77.1%,TW经营韧性较强、疫情期逆势净开店10家,VG下滑较大,主因品牌销售模式以线下直营门店为主、受疫情影响较大,云锦定位高净值人群、目前体量较小、线下渠道仅1家门店,疫情期仍维持正增长。2)23Q1:VG/云锦/TW收入分别同比+4.0%/+132.2%/+8.5%、占比20.4%/0.7%/78.4%,净利率分别同比+2/扭亏/+2pct至2%/15%/12%。各品牌23年国内内容流恢

复后收入增速均回正，折扣控制较好、净利率明显回暖。线上渠道表现较好，公司发力加盟渠道拓展下沉市场。1) 22年：线上/线下收入分别同比+5.6%/-17.5%、占比 38.7%/60.9%，线上持续发力、疫情期逆势提升，TW 女装维持抖音领先地位、天猫/京东平台排名持续提升，男装/童装产品线取得较大突破。线下中直营/加盟收入分别同比-18.4%/-3.3%、占比 57.4%/3.3%，直营受到疫情影响较大。22年末共 1430 家门店（直营 1246+加盟 184 家）、较 21 年末净+1 家（直营-19&加盟+20 家）、同比+0.07%（直营-1.5%&加盟+12.2%），公司通过发力加盟渠道，加速三四线下沉市场渠道拓展，TW 规划 3 年内加盟店铺占比达 50%、销售占比 70%。2) 23Q1：线上/线下收入分别同比+26.2%/-1.0%、占比 37.8%/61.5%，线上增速进一步提升。线下中直营/加盟收入分别同比-3.1%/+51.2%、占比 57.9%/3.6%，23 年 Q1 共 1393 家门店（直营 1208+加盟 185 家）、较 21 年末净-37 家（直营-38&加盟+1 家）、对应同比-2.59%（直营-3.00%&加盟+0.62%），直营下滑主要系门店数量减少、降幅边际改善，加盟提升主要系门店效率优化。22 年费用率提升致净利率受损，23Q1 控折扣下费用率大幅降低、净利率回升。1) 毛利率：22 年/23Q1 同比分别-0.42/+0.24pct 至 69.20%/69.38%，整体变动不大。2) 费用率：22 年同比+5.68pct 至 68.08%，其中销售费用率同比+6.06pct、主因门店等费用较为刚性，财务费用率同比-1.13pct、债务置换后费用改善明显。23Q1 年同比-6.70pct 至 56.47%，其中销售费用率同比-4.45pct、主要系采取控制折扣&减少促销活动所致，财务费用率-1.97pct、主因债务置换及偿还部分本金后利息费用下降。3) 归母净利率：结合毛利率及费用率变动，22 年同-3.35pct 至 1.83%（资产减值损失同增 1507 万元冲减利润）。23Q1 同+4.98pct 至 8.79%（信用减值损失&所得税增加冲减利润）。4) 存货：22 年末存货 11.43 亿元/yoy+11.83%、库存规模有所上升，23Q1 末存货 9.85 亿元/yoy-28.67%、库存消化顺利，22/23Q1 存货周转天数分别同比+75/+3 天至 324/268 天。5) 现金流：22 年经营活动现金流净额 5.49 亿/yoy-12.75%、主要系疫情影响，23Q1 经营活动现金流净额 2.06 亿/yoy-7.15%、环比呈改善。盈利预测与投资评级：公司主营中高档品牌服饰，TW 品牌自 17 年收购以来品牌运营梳理见效、在抖音等渠道建立显著优势，并开始拓展下沉市场、提升市场份额。23 年以来受益疫情放开，1-2 月/3 月/4 月 TW 流水分别同比持平/+27%/+80%、VG 同比+5%/+20%/+50%，增速逐月提升，由于公司直营占比较高，我们预计收入表现与终端流水较为相近，同时折扣控制及经营杠杆下利润端增速有望超越收入。后续终端消费进一步回暖，公司收入净利增速有望继续提升，同时财务结构不断优化，截至 22 年资产负债率同比-15pct 至 49%。考虑 22 年业绩低于预期、费用优化下有望释放较大利润弹性，我们将 23-24 年净利预测 3.3/3.9 亿下调至 2.6/3.1 亿、增加 25 年预测值 3.6 亿，对应 23-25 年 PE14/11/10X，估值较低，上调至“买入”评级。风险提示：疫情反复、渠道拓展不及预期、抖音渠道流量红利消退等。

（证券分析师：李婕 证券分析师：赵艺原 研究助理：郝越）

帝尔激光 (300776): 2022 年报&2023 年一季报点评: 业绩符合预期, 看好新品布局受益于行业扩产

投资要点 受益于光伏行业高景气，公司业绩稳定增长：2022 年公司营收 13.2 亿元，同比+5%，归母净利润 4.1 亿元，同比+8%，扣非归母净利润 3.9 亿元，同比+9%。其中 2022Q4 单季度收入 2.7 亿元，同比-15.7%，Q4 单季收入略低预期，主要反映 2021 年下半年 PERC 扩

产缩水，预计 2023Q2 开始集中验收 TOPCon 订单，业绩环比有望加速提升。2023Q1 业绩符合预期，实现营收 3.5 亿元，同比+12%，环比+28%；归母净利润 0.9 亿元，同比+0.5%，环比+25%；扣非归母净利润 0.9 亿元，同比+2%，环比+27%。毛利率稳中有升，研发费用率提升加强多产品布局：2022 年公司综合毛利率为 47.1%，同比+1.7pct，净利率为 31.0%，同比+0.7pct，期间费用率为 14.2%，其中销售费用率为 3.2%，同比+0.3pct，管理费用率（含研发）为 13.3%，同比+2.5pct，主要系公司加大研发支出，研发费用率为 9.9%，同比+1.7pct；财务费用率为-2.3%，同比-0.5pct。2023Q1 毛利率为 47.1%，同比+0.7pct，净利率为 26.9%，同比-3.0pct。合同负债&存货大幅增长，在手订单充足保障短期业绩：截至 2022 末公司合同负债为 7.3 亿元，同比+62%，存货为 8.6 亿元，同比+29%。截至 2023Q1 末公司合同负债为 8.9 亿元，同比+118%，存货为 10.8 亿元，同比+60%，表明公司在手订单大幅增长。2022 年经营活动产生的现金流量净额为 5.1 亿元，现金流状况良好。TOPCon SE 设备累计中标量超 300GW，光伏激光设备龙头强者恒强：TOPCon SE 一次硼掺设备利用激光能量推动硼原子在硅片内扩散，实现选择性发射极 SE 结构，从而获得更高的短路电流、开路电压和填充因子，可提高 0.25% 以上光电转换效率。随着 2023 年 TOPCon 扩产加速，我们预计公司累计 TOPCon SE 一次硼掺设备订单超 300GW，光伏 PERC 激光龙头在 TOPCon 时代强者恒强。一般新品的验收周期稍长，我们预计公司的 TOPCon SE 一次硼掺设备在 2023Q1 集中交付，在 2023Q2 开始集中验收。目前公司还在开发 TOPCon 的新工艺，可以与 SE 叠加，是综合开膜、掺杂、表面处理的技术，预计可实现提效 0.2%，且单 GW 价值量比 SE 高。盈利预测与投资评级：公司充分受益于 TOPCon 扩产，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 7.0/10.0/12.9 亿元，对应当前股价 PE 为 25/17/13 倍，维持“买入”评级。风险提示：光伏装机低于预期，新品研发低于预期。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：刘晓旭）

伟星股份（002003）：2023 年一季报点评：业绩环比改善、加大海外市场拓展，预计 23 年前低后高

投资要点 公司公告 2023 年一季报：业绩环比改善。23Q1 营收 6.97 亿元/yoy-3.60%、归母净利 5365 万元/yoy-17.74%、扣非归母净利 5150 万元/yoy-18%。由于外需延续疲弱态势，23Q1 公司营收延续 22Q4 的下滑态势、但下滑幅度环比收窄；净利受销售及财务费用率（主要为汇兑损失）提升影响，下滑幅度大于收入端、但较 22Q4 净亏损环比大幅改善。持续推进智能制造+国际化战略，一定程度抵御外部环境波动，23Q1 在上游同行中业绩表现相对领先。得益于近年来持续在智能制造和国际化战略方面的布局，公司品牌客户认可度持续提升、尤其是国际客户得到有效拓展，当前穿透至终端国际客户贡献收入占比达到 60%-70%。22 年下半年以来海外经济降温、部分服装箱包品牌进入去库周期，对国内上游供应商订单普遍形成影响。公司面对外部环境波动保持了相对稳健的业绩，在上游同行中表现靠前，体现公司智能制造和国际化战略下综合竞争力增强，行业地位、品牌影响力发展向好。从结构上，我们判断 23Q1 公司国际客户贡献好于国内客户、拉链收入增速因基数较高略低于纽扣。进入 4 月，公司订单降幅持续收窄，我们维持对公司 23 全年业绩前低后高特征判断。毛利率略降，加大海外拓展促费用率上升，净利率降低。1) 毛利率：23Q1 毛利率同比-0.21pct 至 37.70%、持平略降，因公司采取成本加成定价策略、毛利率保持相对稳定。2) 期间费用率：23Q1 同比+1.67pct

至 28.82%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比 +1.59/-0.40/-0.95/+1.43pct 至 9.82%/12.46%/4.11%/2.43%，销售费用率、财务费用率上升较多，其中销售费用增加主因放开后公司加大海外客户拓展投入、相关职工薪酬费用增加，我们认为短期费用投入的增多对公司业务扩张而言是一个积极信号、期待中长期业绩持续稳健增长，财务费用增加主因利息费用以及汇兑净损失增加。3) 其他损益项目：总体波动较小，其中 23Q1 资产处置收益 110 万元/yoy-154%、主因固定资产处置收益减少，信用减值损失 55.8 万元/yoy+142.36%、主因计提的应收账款坏账准备和其他应收款坏账准备增多。4) 归母净利率：综合上述变化，23Q1 归母净利率同比-1.32pct 至 7.70%。盈利预测与投资评级：公司为国内服饰辅料龙头，近年来持续推进智能制造+国际化战略，综合竞争力、品牌影响力持续提升。23Q1 受外需延续疲弱态势影响收入小幅下滑、加大海外拓展导致费用率提升拖累净利下滑高双位数，但总体表现在上游同行中领先、相对稳健。公司越南工厂预计 24 年初开始启用，将对海外客户开拓带来较大便利。4 月以来公司订单降幅收窄、业绩环比有望持续改善，预计 23 年前低后高，我们维持 23-25 年归母净利润 5.40/6.18/7.2 亿元的预测，对应 PE 分别为 18/15/13X，看好公司长期稳健增长，维持“买入”评级。风险提示：疫情反复、海外经济衰退、汇率波动、地缘政治风险等。

(证券分析师：李婕 证券分析师：赵艺原)

安克创新 (300866)：2023Q1 点评：归母净利润+54%超预期，新品发布巩固成长性

投资要点 事件：2023 年 4 月 27 日，公司发布 2023 年第一季度报告。公司 2023 年第一季度实现收入 33.7 亿元，同比+17.5%符合预期；归母净利润 3.06 亿元，同比+53.8%，超出我们对公司全年利润增速的预期；扣除权益投资公允价值变动等非经常损益后，扣非净利润为 2.4 亿元，同比+54.5%。国内及海外收入同步增长，线上增速快于线下：2023 Q1 公司境内收入为 1.32 亿元，同比+20.64%；境外收入为 32.33 亿元，同比+17.34%，海外业务仍然是公司的主战场。2023Q1 公司线上/线下渠道收入为 23.31/ 10.35 亿元，同比+21.8%/8.7%。本季度线上占比的提升使得公司的毛利率、应收款、存货周转率均有所好转。本季度利润超预期的主要原因是利润率的好转：2023 Q1 公司毛利率/净利率分别为 41.54%/9.19%，分别同比+3.38pct/+0.88pct。盈利能力改善主要原因是：(1) 国际运费成本下降；(2) 内部提效降本；(3) 日元外的主要结算币种汇率上升。2023Q1 公司期间费用率为 34.41%/+3.19pct，其中销售费用/管理费用/研发费用/财务费用率同比分别+0.59pct/-0.02pct/+1.08pct/+1.53pct，研发费用提升系研发人员数量和工资的提升，财务费用提升主要为汇兑损益。公司持续推新，产品设计获业内认可：2023 Q1 公司推出一系列新品，在智能清洁方向推出扫拖一体拖地机器人，在音频方向推出派对音箱，在智能办公硬件方向推出无线蓝牙麦克风产品，在户外储能方向推出移动储能冰箱。2023 年 4 月，公司斩获 8 项德国红点设计奖、5 项 IF 设计奖项，优秀的产品设计能力屡次获得认可。具备竞争力的新产品上线后有望继续增厚公司的业绩。盈利预测与投资评级：安克创新是跨境电商赛道中品牌力突出的稀缺龙头。随着海外消费的恢复，公司海外业务需求有望复苏。我们将公司 2023-25 年归母净利润预测从 12.4/ 14.3/ 16.4 亿元上调至 13.2/ 14.8/ 16.4 亿元，同比+15%/ +12%/ +11%，4 月 28 日收盘价对应 P/E 为 23x/ 20x/ 18x，维持“买入”评级。风险提示：汇兑损益，新品不及预期，海外消费能力及跨境贸易风险等

(证券分析师：吴劲草 证券分析师：阳靖)

盛通股份(002599): 2023年一季报点评: 归母净利润同比基本持平, 静待线下教学业务逐步恢复

投资要点 2023年Q1公司归母净利润基本持平, 静待线下教学业务逐步恢复: 公司2023年4月28日晚披露2023年一季报, 2023Q1公司实现收入5.96亿元, 同比+16.3%, 实现归母净利润亏损2438万元, 同比+1.75%, 实现扣非归母净利润亏损2591万元, 同比+4%。公司此前披露了2022年年报, 2022年全年公司实现收入22.4亿元, 同比下滑6.9%, 实现归母净利润483.5万元, 同比下滑93%。2022年公司业绩受到不可抗力影响, 线下教学业务开展受限, 2023年Q1公司经营已经企稳, 后续期待业绩逐步爬坡恢复。 素质类培训一直是政策鼓励的方向, AI浪潮下编程相关培训的必要性有望得到更多家长认可: 1) STEM素质类培训一直是政策鼓励的方向。为提升青少年科学素质、培养科技创新型后备人才, 我国从2017年开始在基础教育各阶段逐步增加了编程、科学等科技创新相关课程内容。2) 2021年我国K12阶段有2.2亿人, “双减”下, STEM素质类培训目前仍处于发展的早期, 未来或有望替代部分之前的学科类校外培训, 增长空间广阔。3) AI浪潮下, 学习如何与AI沟通, AI相关培训热度或有望得到提升, 思维训练, 编程培训等的必要性均有望被更多青少年家长认可。 公司围绕STEM素质类青少年编程培训, 不断完善产品矩阵, 覆盖2B+2C业务, 其中机器人编程素质培训有望顺应AI发展浪潮快速发展。盛通自2017年收购乐博乐博进入教育赛道以来, 先后入主多家科技教育和AI人工智能头部企业, 包括面向教学机构研发与销售机器人的中鸣数码, 提供青少年编程能力等级测评考试服务的中少童创, 战略投资线上编程VIPCODE等。成立盛通教育集团, 业务涵盖青少年编程培训与测评、机器人编程教育销售、以及编程教育校园服务等领域。其中乐博乐博2022年品牌门店数约在600-700家, 2021年收入规模达到3.8亿元, 仍在门店爬坡期, 我们认为未来随着AI的迅速成长, 公司的机器人培训课程需求也有望得到明显增长。 盈利预测与投资评级: 公司是我国A股青少年机器人培训第一股, 旗下乐博乐博品牌享有较好口碑, AI浪潮下, 公司机器人编程课程未来有望享有更广阔的增长空间, 我们基本维持公司2023-2024年归母净利润为1.6/2.2亿元, 预计2025年归母净利润2.9亿元, 最新收盘价对应公司2023-25年PE分别为23/17/13倍, 维持“买入”评级。 风险提示: 疫情反复, 开店不及预期, 终端消费恢复不及预期等

(证券分析师: 吴劲草)

宋城演艺(300144): 22年报&23年一季报点评: 稳健经营渡过低谷, 23Q1曙光初现

事件: 公司发布2022年报和2023年第一季度报告。2022全年实现营业收入4.6亿元/yoy-61.4%, 归母净利润965.8万元/yoy-96.9%; 23Q1实现营收2.3亿元/yoy174.8%; 归母净利润6030.8万元/yoy256.29%。受疫情影响业绩承压, 降本控费显成效: 22年营收分产品来看, 1) 现场演艺实现营收4.0亿元/yoy-60.3%, 毛利率43.9%/yoy+0.71pct。其中杭州/三亚/丽江/九寨/桂林千古情景区营收分别2.08/0.55/0.85/0.21/0.32亿元, 同比-57.1%/-63.1%/-26.7%/-53.8%/-65.3%。张家界/西安/上海项目营收0/2.69/1.81万元, 受疫情影响长期处于闭园状态。2) 轻资产旅游服务业22年实现营收0.6亿元/yoy-67.6%, 毛利率94%/yoy-2.3pct。其中电子商务手续费/设计策划费收入4028/1647万元, 同比-44.9%/-83.9%。22年公司整体毛利率50.14%, 同比-0.94pct。销售/管理/研发费用率分别为4.9%/85.6%/4.1%, 同比-0.7pct/+64.0pct/+0.6pct, 管理费用率大幅增长

主因将闭园期间的营业成本列入管理费用。行业低谷期行稳致远，彰显经营韧性：疫情冲击下，公司始终按照自身节奏打造产品。1) 打磨项目：22 年全面升级西安项目，上海项目经过改善即将重新推向市场，佛山项目亦有望于今年亮相。2) 提升运营能力：项目数、剧院数、座位数等指标迈上新台阶，接待能力大幅提升；空间布局、硬件配套、路线动向等进一步优化，有利于提升客单价。3) 精简架构：垂直管理、四部一团的管理架构逐渐定型，管理流程数字化。经营活动恢复正常，23Q1 业绩快速修复：23Q1 实现营业收入 2.34 亿元/yoy+174.82%；归母净利润 6030.84 万元/yoy+256.29%。单季度毛利率 51.0%/yoy+8.8pct。销售/管理费用率分别为 3.4%/11.6%，分别同比 -6.9/-43.6pct。经营性现金流净额 1.66 亿元，同比+688.14%。春节黄金周期间旗下景区演出场次同比+70%，可比口径下恢复至 2019 年的 85%；游客接待量达到 2022 年的近 3 倍，可比口径下恢复至 2019 年的近 90%。盈利预测与投资评级：伴随文旅消费复苏，客流回升+存量项目扩容+新项目爬坡，公司业绩弹性显著。我们预计 2023-25 年归母净利润为 9.3/13.8/16.9 亿元，同比+9492/+49/+23%，对应最新收盘价 2023-2025 年动态 PE 为 41/28/23 倍，首次覆盖给予“增持”评级。风险提示：产品效果不及预期；项目爬坡速度不及预期；公共卫生事件风险。

(证券分析师：汤军 证券分析师：李昱哲)

九洲药业 (603456)：2022 年报及 2023 一季报点评：业绩符合预期，CDMO 订单丰富，产能释放顺利

投资要点 事件：公司 2022 全年实现营业收入 54.45 亿元 (+34.0%)，归母净利润 9.21 亿元 (+45.3%)，扣非归母净利润 9.27 亿元 (+61.7%)，经营性现金流净额 12.26 亿元 (+80.9%)；公司 2023 年一季度实现营收 17.51 亿元 (+27.5%)，归母净利润 2.80 亿元 (+35.1%)；业绩符合预期。各管线保持良好增长，公司盈利能力不断加强：公司 2022 年 CDMO 业务实现收入 34.17 亿元 (+47.84%)，毛利率 39.69% (+1.11pct)；原料药收入 16.37 亿元 (+24.9%)，毛利率 30.5% (-2.0pct)。公司 2022 年毛利率同比增加 2.24pct 至 34.66%，2023Q1 毛利率持续提升至 36.90%，随着优质订单的放量，毛利率不断提升。期间费用率总体保持稳定，其中研发投入 3.35 亿元 (+77.85%)，研发费用率增加 1.01pct 至 5.28%，长期研发投入将支撑长期稳健发展。综合来看，公司 2022 净利率提升 1.3pct 至 16.91%，盈利能力不断加强。CDMO 订单丰富，支撑业绩高增速：公司 CDMO 订单丰富，2022 年公司承接项目 851 个 (+30.7%)，其中上市项目 26 个 (+30%)，III 期项目 61 个 (+24.5%)；完成 1 个 NDA 新药项目 NMPA 原料药上市前现场核查，同时成功助推我国首个治疗抑郁类的自研 1 类新药上市。丰富的订单和强大的研发能力持续助力业绩高增速。产能是 CDMO 企业的核心之一，公司产能释放节奏优秀：1) 台州瑞博 I 期 1700 立方米新基地产能有序推进；2) 苏州瑞博已经完成中试车间的主体建设，开始设备安装，且多肽 GMP 生产线已建成；3) 美国瑞博已完成 GMP 多功能中试车间；4) 药物科技完成一期扩建工作。此外，公司积极外购产能，1) 2022 年收购康川济医药 51% 股权，康川济医药 2022 年完成了 2600 平方的研发场地扩建工作；2) 2022 年下半年收购瑞华中山 100% 股权。自建外购产能有序释放，支撑业绩快速增长。盈利预测与投资评级：考虑到订单交付波动，我们将公司 2023-2024 年归母净利润预测由 12.6/16.4 调整为 12.5/16.2 亿元，预计 2025 年归母净利润为 20.4 亿元，2023-2025 年对应 PE 估值分别为 23/18/14X；考虑到公司 CDMO 业绩持续释放，并受益于与诺华、Teva 等大药企

的深入合作，维持“买入”评级。风险提示：产能扩张不及预期，产品导入不及预期，汇兑损益风险等。

(证券分析师：朱国广 证券分析师：周新明 证券分析师：徐梓煜)

地素时尚 (603587): 2022 年报及 2023Q1 业绩点评: 22 年疫情扰动业绩承压, 23Q1 改善迹象显现、全年业绩修复可期

投资要点 公司公布 2022 年报及 23Q1 业绩: 1) 2022 年: 营收 24 亿元/yoy -17.16%、归母净利 3.85 亿元/yoy -44.23%，业绩低于预期，10 派现金 7 元、分红率 86.11% (若考虑股份回购则为 104.28%)、股息率 4.41%。收入下滑主因疫情影响销售，利润端降幅超收入主因毛利率下滑、费用率上升。分季度看，22Q1-Q4 收入分别同比 -9.09%/-27.63%/-7.81%/-22.06%、归母净利分别同比 -23.07%/-47.85%/-25.12%/-93.21%，在疫情反复环境下各季度业绩均承压，其中 Q2 和 Q4 受冲击程度较重。2) 23Q1: 营收 6.1 亿元/yoy+2.27%、归母净利润 1.64 亿元/yoy+9.34%，疫情放开后市场逐渐复苏，收入、净利增速均已转正。各品牌 22 年疫情扰动致收入均回落，23Q1 呈边际改善、DA/RA 转正。1) 22 年: DA/DM/DZ/RA 收入分别同比 -19.83%/-18.89%/-13.13%/-8.84%、分别占比 54.52%/6.84%/37.12%/1.25%，DA、DM 收入下滑较多，主因门店多位于一二线城市、受疫情影响较大，进行渠道收缩所致 (门店分别 -44/-20 家)。2) 23Q1: DA/DM/DZ/RA 收入分别同比 -0.74%/-14.91%/+9.52%/+12.87%、分别占比 51.37%/6.66%/39.59%/2.11%，消费场景逐渐恢复，各品牌环比均有不同程度回暖、其中 RA、DZ 已实现正增长、RA 增速较快主要得益于期间净拓店 2 家，DA、DM 降幅缩窄。22 年各渠道受疫情影响较大，23Q1 线上增速较高、直营店效显著回暖。1) 22 年: 直营/经销/线上收入分别同比 -19.43%/-13.87%/-20.73%、分别占比 43.32%/43.64%/12.76%，线上受疫情影响程度相对较大主要系公司物流发货受到冲击。22 年末共 1123 家门店 (直营 312&经销 811 家)、较 21 年末净-76 家 (直营-42&经销-34 家)、对应同比-6.3% (直营-11.9%&经销-4%)。受疫情影响，整体店效同比-11% (直营/加盟店效分别同比-9%/-10.3%)。2) 23Q1: 直营/经销/线上收入分别同比 +4.97%/-6.87%/+18.02%、占比 48.72%/35.16%/15.85%，线上/直营收入率先恢复正增、线上增速较高。23Q1 末共 1098 家门店 (直营 302&经销 796 家)、较 22 年末净-25 家 (直营-10&经销-15 家)、对应同比-2.23% (直营-3.21%&经销-1.23%)，线下渠道仍处于调整中。疫情放开后门店店效明显提升，整体店效同比+9%，其中直营门店店效显著回暖、同比+22%，加盟门店店效同比-1%、降幅缩窄。22 年毛利率小幅回落、费用率大幅提升致净利率受损，23Q1 费用率降低、净利率有所提升。1) 毛利率: 22 年同比-1.23pct 至 75.36%，主因疫情下加大折扣促销。23Q1 毛利率 76.65%、同比持平。2) 期间费用率: 22 年同比+6.86pct 至 51.8%，主要系销售费用率同比+5.62pct 所致，收入规模下滑、而门店相关刚性费用导致费用率升高。23Q1 年同比-2.63pct 至 48.49%，主要系销售费用率同比-1.92pct 所致，主因收入增长带来正经营杠杆。3) 归母净利率: 由于毛利率下降，叠加费用率上升，22 年同比-7.77pct 至 16.02%。23Q1 净利率同比+1.74pct 至 26.93% (投资收益减少及资产减值损失增加冲减 2060 万利润)。4) 存货: 22 年末存货 3.78 亿元/yoy+16.76%，库存规模有所上升。23Q1 末存货 4.13 亿元/yoy+14.87%，22/23Q1 存货周转天数分别同比+45/+30 天至 213/250 天。5) 现金流: 22 年经营活动现金流净额 4.96 亿元/yoy-43.2%，

主因零售收入下降所致。23Q1 经营活动现金流净额 1.49 亿元 /yoy+77.83%。截至 22 年末/23Q1 末货币资金 19.76/25.51 亿元，现金充沛。盈利预测与投资评级：公司深耕中高端女装领域，多品牌梯度发展。由于线下占比较高，22 年受疫情冲击较大、整体业绩承压。23Q1 受益于疫情放开，收入增速回正、年初以来直营流水约双位数增长，4 月直营流水加速修复、逐月改善，经营杠杆下利润端增速超越收入。随后续终端消费进一步回暖，公司收入净利增速有望继续提升。考虑到 22 年业绩低于预期、23 年业绩弹性较大，我们将 23-24 年净利预测由 6.3/7.4 下调至 5.8/6.9 亿元、增加 25 年预测值 7.8 亿元，对应 23-25 年 PE 为 13/11/10X，估值较低，上调至“买入”评级。风险提示：终端消费复苏不及预期、疫情反复、新品牌发展不及预期等。

(证券分析师：李婕 证券分析师：赵艺原 研究助理：郝越)

华大智造 (688114)：2022 年报&2023 年一季度报点评：基因测序业务快速增长，海外市场空间可期！

投资要点 事件：2023 年 4 月 24 日晚华大智造发布 2022 年度报告与 2023 年一季度报告，2022 年公司营收 42.31 亿元 (+7.69%)，归母净利润 20.26 亿元 (+319.04%)，扣非归母净利润 2.64 亿元 (-46.43%)；2022 年 Q1 营收 6.19 亿元 (-49.25%)，归母净利润 -1.50 亿元 (-143.78%)，扣非归母净利润 -1.65 亿元 (-149.67%)。新冠业务逐步出清，基因测序业务快速增长：公司 2022 年归母净利润大幅增长主要系与 Illumina 就美国境内所有未决诉讼达成和解并获得 Illumina 3.25 亿美元净赔偿费；2022 年扣非归母净利润同比下降主要系新冠相关产品需求变化，高毛利产品占比下降，使得综合毛利率由 2021 年的 66.4% 下降至 53.6%，尤其实验室自动化业务毛利率由 78.8% 降至 64.9%。同时公司持续加大基因测序仪及配套设备、高密度测序芯片耗材等领域研发投入，2022 年研发费用同比增长 33.88%；2023Q1 收入与利润下降同样系自动化产品需求萎缩，综合毛利率降低，研发投入增加。随着新冠业务出清，我们认为未来毛利率有望企稳。分业务来看，2022 年基因测序业务营收 17.58 亿元 (+37.74%)，实验室自动化业务营收 12.48 亿元 (-43.06%)，新业务营收 12.0 亿元 (+180.59%)。分地域来看，中国区营收 27.0 亿元 (+51.61%)，其他亚太区营收 5.32 亿元 (-4.02%)，欧非区营收 6.91 亿元 (-39.82%)，美洲区营收 2.84 亿元 (-31.34%)。看好公司基因测序业务成长空间，海外业务有望逐步提速：作为全球唯二能量产从 Gb 至 Tb 级低中高不同通量的临床级基因测序仪企业，公司基因测序业务保持快速增长，2022 年国内营收 11.6 亿元，对应国内市占率约为 26.1%，国外营收 6 亿元，基因测序总收入全球市占率约为 5.2%。2022 年公司持续完善测序仪全矩阵产品布局，推出小型化 DNBSEQ-G99 及超高通量 DNBSEQ-T20 × 2，将单人全基因组测序成本降低至 100 美元以内；各型号基因测序仪全球新增装机总数超 600 台，其中国内新增装机总数超 470 台，占 2022 年国内总新增测序仪装机数比例为 39%，首超 Illumina 的 37.3%，目前全球累计装机数量超过 2500 台。2023 年公司全线测序产品在美开售，包括欧洲在内的大部分涉诉国家和地区业务拓展不再受影响，同时 790 人的销售团队中海外员工占比达到 29%，全球服务网络持续完善。此外公司亦持续推进核心原材料自主可控，赋能新领域，开展上下游生态圈建设。基因测序仪下游需求快速增长，壁垒高格局好，国产替代有较大空间，所以我们认为公司基因测序业务有望继续保持强劲增长，且境外业务有望进一步提速。盈利预测与投资评级：考虑到新冠产品需求变化，我们将公司 2023-2024 年营

收预测由 45.42/51.73 亿元调整为 30.55/41.34 亿元，归母净利润分别为 0.44/2.91 亿元，我们预计 2025 年公司营收 54.98 亿元，归母净利润 5.85 亿元，维持“买入”评级。风险提示：海外业务拓展不及预期；专利诉讼风险；市场竞争加剧等

(证券分析师: 朱国广 证券分析师: 周新明 研究助理: 张坤)

沪光股份 (605333): 2022 年/2023 年 Q1 业绩点评: 积极拓展+储备新客户, 提升高压线束市场份额

投资要点 公告要点: 公司公布 2022 年年报及 2023 年一季报, 2022 年业绩符合我们预期, 2023 年 Q1 业绩略低于我们预期。2022 年实现营收 32.78 亿元, 同比+33.91%; 实现归母净利润 0.41 亿元, 同比扭亏为盈; 实现扣非归母净利润 0.32 亿元, 同比扭亏为盈。2022 年 Q4 实现营收 9.51 亿元, 同比+17.73%, 环比+0.57%; 实现归母净利润 0.24 亿元, 同比扭亏为盈, 环比+24.37%; 实现扣非归母净利润 0.21 亿元, 同比扭亏为盈, 环比+12.23%。2023 年 Q1 实现营收 6.55 亿元, 同比-12.72%, 环比-31.12%; 实现归母净利润-0.25 亿元, 同比-453.29%, 环比-202.43%; 实现扣非归母净利润-0.28 亿元, 同比-653.84%, 环比-234.59%。积极拓展新客户推动 2022 年营收高增长, 下游需求减弱导致 2023 年 Q1 营收下滑。2022 年公司积极拓展新客户, 1) 传统燃油车: 落地量产通用昂扬、奥迪 Q6 低压线束等项目; 2) 新能源车: 落地量产赛力斯 M5/M7、理想汽车 L8/L9 高压线束等项目, 助推公司 2022 年营收同比高增长, 2023 年 Q1 公司核心客户上汽大众实现产量 23.3 万辆, 环比-35.7%, 赛力斯实现产量 1.2 万辆, 环比-59.8%, 导致公司营收下滑。持续加码新能源高压线束, 优化公司产品/客户结构。2022 年公司陆续取得理想 W01/X04、智己汽车 S12L、美国 T 公司 MY 车型等高压线束项目定点, 推进高压线束产品纵向延伸落地。同时公司先后接受了长城汽车、长安汽车、沃尔沃汽车、合众汽车等汽车整车厂的潜在供应商资格审核, 后续可以参与其新项目报价, 有望进一步优化公司客户结构。积极推进智能制造, 布局数字化工厂。公司持续推进装配自动化生产落地, 成功实现理想汽车高压线束自动化产线建设。同时成功研发了柔性化开线、插位一体机, 集成多道工序, 目前已经在上汽大众、上汽通用、美国 T 公司的多个项目上应用, 实现了生产全过程的精确追溯。盈利预测与投资评级: 考虑到核心客户销量可能不及预期, 我们将公司 2023-2024 年营收预测从 49.3/81.9 亿元下调至 38.9/53.4 亿元, 2025 年预计为 68.1 亿元, 同比分别+19%/+37%/+27%, 2023-2024 年归母净利润预测从 2.2/4.5 亿元下调至 1.1/2.0 亿元, 2025 年预计为 2.8 亿元, 同比分别+157%/+92%/+40%, 对应 PE 为 65/34/24 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 乘用车产销量不及预期, 新能源渗透率不及预期。

(证券分析师: 黄细里 研究助理: 谭行悦)

保隆科技 (603197): 2022 年/2023 年 Q1 业绩点评: 新业务落地放量, 业绩同比高增长

投资要点 公告要点: 公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报, 业绩符合我们预期。2022 年实现营收 47.78 亿元, 同比+22.58%; 实现归母净利润 2.14 亿元, 同比-20.22%; 实现扣非归母净利润 0.83 亿元, 同比-47.19%。2022 年 Q4 实现营收 15.62 亿元, 同比+47.57%, 环比+35.50%; 实现归母净利润 0.99 亿元, 同比+124.01%, 环比+89.24%; 实现扣非归母净利润 0.03 亿元, 同比-91.19%, 环比-92.97%。2023 年 Q1 实现营收 11.87 亿元, 同比+22.95%, 环比-24.00%; 实现归母净利润 0.93 亿元, 同比+109.58%, 环比-5.87%; 实现扣非归母净利润

0.71 亿元，同比+99.69%，环比+2535.07%。新产品放量增长，推动营收同比高增长。2022 年公司传感器业务实现营收 3.65 亿元，同比+101.4%，实现毛利率 23.7%，空气悬架业务实现营收 2.55 亿元，同比+368.4%，实现毛利率 26.3%，配套产品超过 4.6 万套，并获得多家车企新项目定点。汇兑+股权激励影响全年业绩，出售固定资产提升非经常性收益。2022 年公司因为欧元和美元的汇率波动导致汇兑损失约 3770 万元，股权激励产生股份支付费用约 2600 万元，两者对全年业绩产生负面影响。2022 年 Q4，公司将上海松江区的不动产以 1.3 亿元转让，该事项增加本年税前利润约 9500 万元。新业务放量对冲行业下滑，物流成本下降使得毛利率同比持平。2023 年 Q1 国内乘用车产量 517.6 万辆，环比下降 21.5%，公司因为空气悬挂+传感器等新业务持续放量增长，整体营收环比数据优于行业平均。同期，国际物流费用下降到正常水平，运费同比减少，推动实现毛利率 28.24%，同比基本持平。盈利预测与投资评级：考虑到公司空气悬挂+传感器业务加速落地放量，我们将公司 2023-2024 年营收预测从 56.6/69.9 亿元上调至 61.9/76.5 亿元，2025 年为 94.6 亿元，同比分别+30%/+24%/+24%，归母净利润预测从 2.6/3.4 亿元上调至 3.6/4.7 亿元，2025 年为 6.0 亿元，同比分别+70%/+29%/+28%，对应 PE 为 25/20/15 倍，维持“买入”评级。风险提示：乘用车销量不及预期，空气悬挂推广不及预期。

(证券分析师：黄细里 研究助理：谭行悦)

视觉中国 (000681)：2022 年及 2023Q1 业绩点评：客户拓展顺利，AI 助力版权变现

投资要点 事件：公司发布 2022 年报及 2023Q1 季报。2022 年公司营收 6.98 亿元 (YoY+6.13%)，归母净利润 0.99 亿元 (YoY-35.11%)，扣非归母净利润 0.97 亿元 (YoY-21.79%)。2023Q1 公司营收 1.32 亿元 (YoY-14.87%)，归母净利润 0.57 亿元 (YoY+85.73%)，扣非归母净利润 861.20 万元 (YoY-71.65%)，两口径下利润差异主要由于本期进一步收购成都光厂 31.6% 股份，投资收益同比增加 4465.52 万元。大客户保持高粘性，中长尾客户显著增长：2022 年视觉内容与服务业务收入 6.96 亿元，占比总营收 99.7%。其中来自党政媒体、企业客户、广告营销与服务、互联网平台的收入分别占 36%、31%、21% 和 12%，收入结构比较稳定。分客户量级来看，①公司 KA 大客户保持了高粘性，年销售额 10 万元以上的客户续约率保持在 80% 以上，得益于公司完备的“一站式”服务体系；②通过互联网平台触达长尾用户超 220 万，同比增长超 10%，提升了用户触达的深度和广度。上线 AI 搜索产品，焕活海量合规版权内容 2022 年公司持续投入人工智能、区块链、大数据的产品与服务研发。公司的 AI 智能中台已应用于交易平台、创作者社区、数字资产管理系统等产品，具备以图搜图、绘图搜索、人脸识别、智能标签、画质增强等能力，并通过 API 开放平台提供给第三方平台。2023 年 3 月，公司已在 veer.com 上线 AI 搜索引擎，用户可以使用关键词或自然语言检索，支持图片搜索和视频搜索。公司也在开发 AI 灵感生成功能，当用户未找到所需图片时，借助 AI 生成全新图片。AIGC 变革浪潮中，公司的核心优势在于场景、内容和生态。公司拥有数字内容交易变现场景，拥有海量优质合规的版权内容数据，拥有全球化的创作者内容生态，并已与百度达成合作。截至 2023 年 3 月，公司已在元视觉平台发售 134 个 AIGC 数字藏品。在版权保护方面，公司制定了严格的 AI 辅助创作指南与审核标准，指导签约供稿人依法创作 AI 数字艺术作品；使用可信时间戳为创作者提供确权保护，为鉴别创作者的独创贡献确立技术标准。目前已经

有近百名签约供稿人进入测试名单，共有近万幅作品审核入库，供客户选择使用。盈利预测与投资评级：考虑到 AI 技术研发对成本端的影响，我们将 2023-2024 年公司 EPS 从 0.29/0.34 元调整为 0.24/0.28 元，并预计 2025 年公司 EPS 为 0.31 元，当前股价对应 2023-2025 年 PE 为 69/60/53X，看好公司成长逻辑，维持“买入”评级。风险提示：版权保护风险，内容安全风险，技术变革风险等。

(证券分析师：张良卫 证券分析师：周良玖)

泸州老窖 (000568): 22 年报及 23Q1 业绩点评: 23 年优质开局, 高速增长可期

投资要点 事件: 2022 年公司实现总营收 251.24 亿元, 同比+21.71%, 归母净利润 103.65 亿元, 同比+30.29%。23Q1 公司实现总营收 76.1 亿元, 同比+20.57%, 归母净利润 37.13 亿元, 同比+29.11%, 业绩超预期。国窖品牌保持引领, 量价齐升贡献业绩。22 年酒类收入 247.7 亿元/+21.3%, 其中中高档酒收入 221.3 亿元/+20.3%, 其中量+16.9%, 价+3%, 其他酒收入 26.3 亿元/+30.5%, 其中量+6.5%, 价+22.5%, 分区域看, 境内收入 249.7 亿元/+21.5%, 截至 22 年境内经销商数量 1703 家, 单个经销商平均贡献同比+27%至 1466 万元, 经销商质量进一步提高, 境外收入 1.53 亿元, 同比+84%。全年毛利率同比+0.89pct 至 86.6%, 销售/管理费用率分别同比-3.71pct/0.49pct 至 13.7%/4.6%, 费用率改善推动销售净利率同比+3pct 至 41.4%, 上行趋势延续。23 开局表现亮眼。净利率持续改善。23Q1 总营收同比+20.57%, 归母净利润同比+29.11%, 业绩超预期, 我们预计国窖系列势能充足保持稳定增长。现金流方面, 23Q1 销售收现 80.4 亿元/+7%, 经营性现金流量净额 15 亿元/+33%, 截至 23Q1 合同负债 17.3 亿元/-2.11pct, 利润方面, 23Q1 毛利率同比+1.7pct 至 88%, 我们主系产品结构稳步提升所致, 销售/管理费用率分别同比-1.6pct/-1.1pct 至 9.1%/3.3%, 销售净利率同比+3.1pct 至 48.9%, 主系毛利率提升+费用率下降, 创近三年同期最高水平。22 年初目标圆满完成, 23 年内生发展动力充足。公司圆满地完成董事会于年初提出的“实现营业收入同比增长不低于 15%”的目标, 目前国窖保持控货挺价的策略, 短期淡季动销影响批价略有波动, 但仍在合理区间范围之内, 低度和特曲仍保持较好的增长; 中长期来看, 股权激励落地以后, 士气充足, 高度国窖价格跟随, 多产品线持续开花, 在全年持续复苏的推动下, 规模效应有望进一步推动净利率的提升, 我们预计 23 年业绩有望延续快速增长。盈利预测与投资评级: 公司聚焦“双品牌、三品系、大单品”, 良性发展动力充足, 我们调整 23-25 年归母净利润为 128、155、187 亿元(此前预测 23-24 年为 123、149 亿元), 分别同比+23%、21%、20%(此前预测 23-24 年为 22%、21%), 当前市值对应 PE 为 26/21/18 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 行业竞争加剧、消费复苏不及预期。

(证券分析师: 汤军 证券分析师: 王颖洁)

鼎胜新材 (603876): 2022 年年报及 2023 年一季报点评: Q1 业绩低于预期, 传统业务盈利回落

投资要点 2022 年归母净利 13.82 亿元, 符合市场预期, 23Q1 归母净利 1.55 亿元, 低于市场预期。2022 年公司营收 216.05 亿元, 同比增长 18.92%; 归母净利润 13.82 亿元, 同比增长 221.26%; 扣非净利润 14.36 亿元, 同比增长 276.58%。2023 年 Q1 公司实现营收 45.09 亿元, 同比下降 20.17%, 环比下降 9.1%; 归母净利润 1.55 亿元, 同比增长 28.18%, 环比下降 55.61%, 扣非归母净利润 1.42 亿元, 环比下降 60.82%。我们预计 2023 年电池箔出货 15-18 万吨, 全年单吨利润有望维持稳定。公司 2022 年电池箔出货 11 万吨, 同比接近翻倍,

其中 2022Q4 出货 3.4 万吨左右, 环比增长 6%; 2023Q1 出货 2.5 万吨, 同比增长 15-20%, 我们预计公司 2023 年电池箔出货达 15-18 万吨, 同比增长 40-50%。盈利方面, 我们测算 2022 年单吨利润约 0.6 万元左右, 公司 2023Q1 加工费下调 5% 左右, 且 Q1 产能利用率下降, 我们预计单吨利润 0.5 万元左右, 环比降低 20%, 2023Q1 预计贡献 1.2 亿左右盈利; 后续涂炭铝箔占比提升有望对冲加工费下行, 我们预计公司 2023 年电池箔单吨盈利有望维持 0.5-0.6 万元左右。2022 年包装箔需求旺盛盈利高增长, 2023Q1 包装箔盈利回落。2022 年单双零箔出货 33 万吨左右, 2023Q1 出货 6 万吨, 环比微降, 考虑公司有部分产线转产电池箔, 我们预计全年出货 30 万吨左右; 盈利方面, 2022 年包装箔单吨盈利预计达 0.15-0.2 万元/吨, 2023Q1 单吨利润预计降至 0.05-0.1 万元/吨左右水平, 2023Q1 估计贡献 0.3 亿元左右盈利。2023Q1 空调箔及板带业务维持微利, 贡献少量利润。存货较年初略降, 减值计提相对审慎。23Q1 期间费用 3.6 亿元, 同比降低 8%, 环比降低 6%, 期间费用率 7.9%, 环比增长 0.3pct, 23Q1 计提 0.38 亿资产减值损失, 计提 0.14 亿信用减值损失。Q1 末公司存货 33 亿元, 较年初下降 8%; 23Q1 公司经营活动净现金流净额为 1.3 亿元, 同比降低 22%, 环比降低 12%; 资本开支为 0.8 亿元, 环比降低 64%。盈利预测与投资评级: 由于传统铝箔业务盈利下滑, 我们下修公司 2023-2025 年归母净利润至 12.0/15.9/20.8 亿元 (原预期 23-24 年为 15.1/18.2 亿元), 同比-13%/+32%/+31%, 对应 PE 为 16x/12x/9x, 考虑公司为电池铝箔龙头, 扩产速度领先同行, 给予 2023 年 20xPE, 目标价 49 元, 维持“买入”评级。风险提示: 原材料价格持续上涨, 电池箔扩产不及预期, 竞争加剧。

(证券分析师: 曾朵红 证券分析师: 阮巧燕 证券分析师: 杨件 证券分析师: 岳斯瑶)

天下秀 (600556): 2022 年及 2023Q1 业绩点评: 红人生态日益巩固, 业绩修复可期

投资要点 事件: 2022 年公司实现营业收入 41.29 亿元 (YoY-8.48%), 归母净利润 1.80 亿元 (YoY-49.22%)。2023Q1 实现营业收入 9.55 亿元 (YoY-17.65%, QoQ-6.65%), 归母净利润 0.19 亿元 (YoY-79.58%, 2022Q4 为-0.24 亿元), 业绩低于我们预期。外部逆风致业绩承压, 经营性现金流管控良好。2022Q2-Q4 公司业务节奏及执行落地受外部环境扰动, 对应 2022 年营收同比下滑 8.48%, 其中红人营销平台业务收入 39.55 亿元 (YoY-7.79%), 红人经济生态链创新业务收入 1.73 亿元 (YoY-21.86%)。短期逆风不改公司长期发展信心, 公司维持业务相关人员布局及费用投入, 因此 2022 年各项费用均有所增长, 致 2022 年利润端有所承压。2023Q1, 外部环境对公司红人营销平台业务仍有一定影响, 使得公司整体收入及利润端仍有所承压。公司积极应对宏观因素影响, 加强精细化管理, 现金流改善明显, 2022 年及 2023Q1 公司经营活动产生的现金流量净额分别为 1.96/0.79 亿元, 同比增加 6.34/0.53 亿元。持续优化 WEIQ 平台, 看好红人经济价值稳步释放。2022 年 WEIQ 平台商户端及红人端延续稳健发展: 1) 商户端: 累计注册商家客户数达 19.06 万 (YoY+6.12%), 品牌客户留存率稳步提升, 2020-2022 年分别为 78.0%、79.7%、81.5%。2) 红人端: 截至 2022 年末, 平台注册红人账户数达 237.2 万, 其中职业化红人账户数显著提升至 103.8 万 (YoY+94.02%); 入驻 MCN 机构数增至 1.50 万家 (YoY+35.56%)。公司持续推进 WEIQ 平台优化, 高质量转化商户需求, 2022 年 WEIQ 平台平均订单额已显著提升 3241 元 (YoY+187.58%), 商户需求转化率方面, 2022 年约为 12.7%, 同比

基本持平，我们看好公司持续提升需求匹配效率，进一步释放红人经济价值。积极拥抱 AI，探索 Web3.0 创作者经济。1) 面向客户端，公司元宇宙产品“Honnverse 虹宇宙”已接入 GPT 3.5 模型，且相关功能已可使用。2) 面向红人端，公司积极研发创新的内容辅助生成工具，为创作者提供个性化的创意灵感推荐、商业服务推荐等服务。我们看好公司将积累的海量社交媒体数据、红人资源、品牌资源与 AI 等新技术相结合，有望进一步提升红人商业化变现水平。盈利预测与投资评级：考虑到外部环境对业绩仍有一定影响，我们下调 2023-2024 年并新增 2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年 EPS 分别为 0.13/0.17/0.22 元，对应当前股价 PE 为 60/45/36 倍。我们看好公司作为红人新经济龙头，业绩复苏弹性可期，维持“买入”评级。风险提示：应收账款回收风险，宏观经济不景气，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)

联影医疗 (688271): 2022 年及 2023 年一季报点评: 业绩符合我们预期, 看好国内外市场稳步推进

投资要点 事件：公司 2022 年实现收入 92.38 亿 (+27.36%，表示同比增速，下同)，归母净利润 16.56 亿 (+16.86%)，扣非后归母净利润 13.28 亿 (+13.91%)。2023Q1 实现收入 22.13 亿 (+33.42%)，归母净利润 3.30 亿 (+7.68%)，扣非归母净利润 2.77 亿 (+3.14%)，业绩符合我们预期。各产品线均实现双位数增长，维保服务收入增长迅速。2022 年 CT 设备销售量 1769 台 (-2.48%)，销售收入 37.7 亿 (+10.26%)；MR 设备销售量 425 台 (+26.11%)，销售收入 20.69 亿 (+35.33%)，MI 设备销售量 100 台 (+25.00%)，销售收入 15.32 亿 (+47.23%)，XR 设备销售量 1112 台 (+15.71%)，销售收入 0.57 亿 (+15.95%)，RT 设备销售量 25 台 (+66.67%)，销售收入 0.25 亿 (+80.62%)。维保服务收入 0.75 亿 (+70.44%)，装机量不断增加带来服务收入快速增长。内销实力强劲，公司全线产品销售领先。2022 年国内实现收入 79.46 亿 (+19.74%)，国内市场公司已入驻超过 1000 家三甲医院，根据复旦大学医院管理研究所发布的“2021 中国医院排行榜-全国综合排行榜”，其中全国排名前 10 的医疗机构均为公司用户，排名前 50 的医疗机构中，公司用户达 49 家。2022 年，公司全线产品在新增市场金额和台数占有率均排名前列，中高端以及超高端产品实现重大突破。按 2022 年度国内新增市场金额占有率口径，公司 CT、PET/CT、PET/MR 及 XR 产品均排名行业第一，MR 和 RT 亦属行业前列。国际化拓展顺利，期待全年亮眼表现。2022 年公司海外收入实现 10.78 亿 (+110.83%)，海外收入占比由上年同期 7.15% 提升至 11.94%，发展迅速。目前公司客户群体已覆盖亚洲、美洲、欧洲、大洋洲、非洲等 50 多个国家和地区。2022 年，公司 39 款产品获得欧盟 CE 认证，可销往 60 余个国家和地区；37 款产品通过 FDA 认证，获准在美国销售，销售网络覆盖全球主要发达市场及新兴市场。此外，公司在 27 个国家和地区新获当地产品注册，涉及 42 款产品。盈利预测与投资评级：我们预计 2023-2025 年归母净利润为 19.38/24.54/29.99 亿元，对应当前市值的 PE 分别为 62/49/40 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：市场推广不及预期，新品研发不及预期等。

(证券分析师：朱国广)

中伟股份 (300919): 2022 年年报及 2023 年一季报点评: 业绩符合市场预期, 盈利水平基本稳定

投资要点 2022 年归母净利 15 亿元，同比增长 64%，23Q1 归母净利

3.4 亿元，环比降低 26%，符合市场预期。2022 年公司营收 303.44 亿元，同比增长 51.17%；归母净利润 15.44 亿元，同比增长 64.39%；扣非净利润 11.09 亿元，同比增长 44.28%，与业绩快报基本一致，符合市场预期。2023 年 Q1 公司实现营收 79.03 亿元，同比增加 24.88%，环比降低 1.93%；归母净利润 3.41 亿元，同比增长 33.84%，环比降低 25.69%，扣非归母净利润 2.52 亿元，同比增长 21.77%，环比降低 22.32%。此前预告归母净利 3.2-3.5 亿，位于预告中值偏上，符合市场预期。2023Q1 出货同比增长 10%，2023 年预期 30%左右增长。出货端来看，公司 2022 年总出货 21.6 万吨，同比增长 23%，其中 Q4 出货近 6 万吨，环比基本持平；公司 23Q1 预计出货 5.5 万吨，同比增长 10%，环比持平，好于行业增速，主要系海外客户订单相对稳定，公司 2022 年底达 33 万吨前驱体+3 万吨四钴产能，我们预计 2023 年出货有望达 25-30 万吨，实现 30%左右增长。此外，公司贵州年产 20 万吨磷酸铁项目一期 10 万吨产能 2022 年底开始投产，2023 年逐步释放产能贡献利润。2023Q1 单吨扣非净利近 0.5 万/吨，2023 年镍冶炼开始贡献增量。盈利端来看，公司 2022 年全年单吨扣非利润 0.52 万元，同比增长 15%左右，主要系一体化比例提升。2023Q1 单吨扣非利润近 0.5 万元左右，环比下降 10-20%，公司印尼 5.5 万吨 RKEF 低冰镍项目正常产能爬坡中，有望贡献 2 万吨左右出货，中青镍冶炼产能技术调试中，2023 年镍冶炼产能释放提升镍自供比例，有望开始贡献利润增量。2023Q1 期间费用率控制良好，存货较年初略降。2023Q1 期间费用 5 亿元，同比增长 34%，环比下降 27%，期间费用率 6.5%，同比增长 0.4pct，环比下降 2.3pct。Q1 末公司存货 87 亿元，较年初下降 9%；2023Q1 公司经营活动净现金流净额为-9 亿元，同比增长 68%，环比下降 203%；应收款项融资 11 亿元，环增 466%；资本开支为 17 亿元，同比增长 18%，环比下降 24%。盈利预测与投资评级：考虑下游需求影响，我们下修公司 2023-2025 年归母净利润预测至 20.5/28.0/37.1 亿元（原预期 23-24 年 25.1/35.4 亿元），同增 33%/37%/32%，对应 23-25 年 20x/15x/11xPE，考虑公司为国内第一大前驱体厂商，且 23 年产能释放，量利双升，维持“买入”评级。风险提示：原材料价格波动超市场预期，销量及政策不及预期。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕 证券分析师：岳斯瑶）

百润股份（002568）：22 年报及 23Q1 业绩点评：收入的驱动仍强，利润超预期是锦上添花

投资要点 事件：22 年营收 26 亿元，同比-0.04%，归母净利润 5.2 亿元，同比-22%；23Q1 营收 7.6 亿元，同比+41%，归母净利润 1.88 亿元，同比+105%。22 年强爽爆量的新故事，进一步拉高品牌知名度。鸡尾酒业务 22.57 亿元，同比-1.24%，我们预计微醺全年下滑 30-40%、强爽报表确认超过 7 亿；拆分量价来看，量同比+11%，价同比-11%，我们预计主要系瓶罐产品的结构变化/促销增加所致。全年来看，公司持续加大品牌推广力度，传统渠道方面，虽然全年受制于外部环境影响，公司持续开拓市场和渠道下沉，经销商净增 305 家；品牌宣传方面，公司在抖音等互联网平台有针对性地投放，也造就了去年强爽抖音声量持续提升、销量持续提升。全年来看，强爽从 9 月份起的持续爆量配合公司有针对性地推广和宣传，进一步增强整体品牌的知名度和拉新效率。23Q1 强爽势能延续，微醺销售逐步恢复，利润表现超预期。公司 23Q1 收入 7.6 亿元，同比+41%，香精香料比较稳定，更多增长来源于鸡尾酒的实际增长，强爽延续去年下半年势能持续放量，微醺在持续恢复之中，一季度动销保持小幅正增长。利

润端，归母净利润 1.88 亿元，同比+105%，超市场预期，主要系产品结构+费控，毛利率小幅+3pct 至 65%，销售/管理费用率同比下降 5pct/3pct 至 21%/7%，净利率实现 25%，同比提升 7.7pct。盈利预测与投资评级：公司抓住单品势能持续在市场推广和品类投入上增加，今年势能持续从渠道反馈来看 4 月份清爽热度仍在延续，微醺销售恢复在途；明后年随着烈酒进入销售，有望打造新增长极。净利率方面，公司品类费用增加+精准投放，内部持续降本增效，利润率有望逐年保持持续提升。我们上调 2023-2024 年归母净利润为 8.9、11.9 亿元（前值为 6.8、8.7 亿元），同比增长 71%、33%（前值为 42%、27%），给予 2025 年归母净利润 15.3 亿元，同比+29%，当前市值对应 2023-2025 年 PE 为 48、36、28 倍，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济不及预期、需求恢复不及预期。

（证券分析师：汤军 证券分析师：王颖洁）

金博股份（688598）：2023 一季报点评：热场价格触底，持续推进碳基复合材料平台化布局

投资要点 Q1 热场价格触底，看好未来单吨利润反弹：2023Q1 公司实现营收 3.0 亿元，同比-33%，环比-0.5%；归母净利润 1.2 亿元，同比-42%，环比+117%；扣非归母净利润 0.3 亿元，同比-81%，环比+74%。营收利润同比下滑主要系公司主业热场价格下降所致。2023Q1 出货量约 810 吨，即单吨收入 37 万元，基本已触底，根据我们测算，2023Q1 剔除股份支付费用影响的单吨扣非归母净利润为 4.3 万元。由于政府补贴主要为电力补贴与主业经营相关，且可持续，我们认为在计算公司的单吨利润时可叠加单吨政府补贴，2023Q1 政府补贴合计 0.99 亿元，即单吨政府补贴约 12 万元，叠加政府补贴的单吨利润为 16 万元，后续随着原材料碳纤维价格下降&制造成本降低，单吨利润有望反弹。产品降价影响毛利率，净利率环比提升明显：2023Q1 综合毛利率为 36.0%，同比-17.3pct，环比-3.1pct；净利率为 39.1%，同比-5.8pct，环比+21.2pct。期间费用率为 23.2%，同比+7.6pct，其中销售费用率 4.4%，同比+1.3pct，管理费用率（含研发）为 18.4%，同比+7.3pct，财务费用率为 1.4%，同比-1.0pct。合同负债&存货较为稳定，保障业绩增长：截至 2023Q1 末，公司合同负债为 0.08 亿元，同比+68%，存货 1.8 亿元，同比-4%。2023Q1 的经营性净现金流为 0.54 亿元，同比-67%。长期看好碳基复合材料龙头平台化布局：（1）高纯热场：光伏 N 型硅片热场、SiC 热场对纯度提出更高要求，公司已与宇泽（光伏 N 型热场）、天科合达（SiC 热场）等达成战略合作。（2）碳陶刹车盘：通过不断优化产品成本，提供不同性能等级的碳陶刹车盘，已满足主机厂不同车型的要求，现已收到 4 个定点通知并开始小批量交付，公司目前年产能约 10 万盘并积极扩大产能。（3）锂电负极材料：代加工产线加快建设进度，全年出货 5-6 万吨，公司与多家相关公司持续沟通中，预计 2023Q2 调试。（4）氢能领域：氢气制备与碳纸目前处于产线投建阶段。盈利预测与投资评级：随着热场价格逐步企稳，长期碳基复合材料平台化布局，我们基本维持 2023-2025 年公司归母净利润为 8.8/11.5/15.2 亿元，对应当前股价 PE 为 18/14/11X，维持“买入”评级。风险提示：竞争格局恶化，新品拓展不及预期。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：刘晓旭）

今世缘（603369）：22 年报及 23Q1 季报业绩点评：业绩符合预期，决胜百亿目标

投资要点 事件：2022 年公司实现总营收 78.88 亿元，同比+23.09%，归母净利润 25.03 亿元，同比+23.34%。23Q1 公司实现总营收 38.03 亿元，同比+27.26%，归母净利润 12.55 亿元，同比+25.2%。22 年

目标顺利达成，产品结构持续优化。公司 22 年营收目标 75 亿元，争取 80 亿元；净利润目标 22.5 亿元，争取 23.5 亿元，目标已顺利达成。分产品看，2022 年特 A+类/特 A 类/A 类产品分别实现收入 52/21/3.3 亿元，分别同比+25%/22%/23%，同比+25%/22%/23%，特 A 类快速放量，占收入比重进一步提高至 66.18%，产品结构进一步优化。利润方面，全年毛利率同比+1.98pct 至 76.59%，销售/管理费用率分别为 17.62%/4.09%，同比+2.52pct/+0.06pct，销售费用增长主系消费者培育投入增加所致，销售净利率同比+0.06pct 至 31.74%。22 全年销售收现 96.62 亿元，同比+14%，截至 22 年合同负债 20.4 亿元，同比基本持平。23 年开门红表现稳健，区域市场持续精耕细作。23Q1 白酒业务收入 38 亿元/+27%，其中特 A+类/特 A 类/A 类分别实现收入 24.3/11.1/1.5 亿元，同比+25%/29.2%/32.4%，分区域看，23Q1 省内/省外收入分别为 35.2/2.7 亿元，同增 26.3%/40.3%，省内苏中/苏南增速居前，23Q3 收入分别同增 42.3%/29.4%，省内基本盘不断夯实。利润方面，受益于结构升级，23Q1 毛利率同比+1.09pct 至 75.39%，销售/管理费用率 15.92%/2.08%，分别同比+2.87pct/+0.14pct，销售净利率同比-0.54pct 至 33.01%。升级高端化品牌矩阵，百亿目标坚定。开系提升稳健有力，去年四开国缘焕新成功导入，23 年春糖顺利推出六开占据 800 元价位段；对于 V 系，去年下半年价格逐步回归正轨，今年 1 季度动销反馈较好，V 系作为高端品系将继续强化运作，以 V9 为高端化引领，打造清雅酱香品牌，V3 尽快与竞品形成等量级竞争态势。省外进一步聚焦板块市场的打造，确定 10 个县区市场为省外重点集中投入。思路持续，战略明晰，今年全年百亿目标坚定。盈利预测与投资评级：公司公告 2023 年经营目标为总营收 100 亿元左右，净利润 31 亿元左右。我们基本维持 23-24 年归母净利润 31、38 亿元，同比+25%、21%，给予 25 年归母净利润 45 亿元，同比+19%，当前市值对应 PE 为 24/20/17 倍，维持“买入”评级。风险提示：省内竞争加剧、需求恢复不及预期。

(证券分析师：汤军 证券分析师：王颖洁)

古井贡酒 (000596)：22 年报及 23Q1 业绩点评：业绩韧性凸显，坚定迈向双百亿

投资要点 事件：2022 年公司实现总营收 167.13 亿元，同比+25.95%，归母净利润 31.43 亿元，同比+36.78%。23Q1 实现总营收 65.84 亿元，同比+24.83%，归母净利润 15.7 亿元，同比+42.87%，1 季度业绩超预期。22 年顺利收官，结构升级趋势延续。2022 年白酒业务收入 162 亿元，同比+27%，其中量+14%，价+9%，分产品看，年份原浆系列收入 121 亿元，同比+30%，其中量+22%，价+7%，主系古 8 及以上保持高增，古 16 古 20 销售步伐加快，古井贡酒系列收入 18.7 亿元，同比+16.5%，其中量+9%，价+7%。分区域看，华中地区收入 144 亿元，同比+27%，大本营市场优势明显，华北/华南地区收入 13/10 亿元，同比+24%/+15%，省外市场稳定拓展。利润方面，2022 年毛利率 77.17%，同比+2.07pct，销售/管理费用率分别为 27.93%/6.98%，分别同比-2.27pct/-0.72pct，销售净利率同比+1.57pct 至 19.46%，结构升级+费用管控成效显著，毛利率+净利率实现双提升。23Q1 业绩超预期，利润弹性持续释放。23Q1 总营收同比+25%，归母净利润同比+43%，超市场预期。23Q1 毛利率 79.67%，同比+1.77pct，我们预计主系年份原浆系列占比持续提升，销售/管理费用率分别为 28.83%/5.47%，分别同比-1.33pct/-0.61pct，销售净利率同比+2.8pct 至 24.26%，处于稳定上行通道。截至 23Q1 末有合同负债 47.45 亿元，同比增长 0.53 亿元。全国化+高端化逻辑持续兑现，十四五双百亿

目标坚定。公司披露 23 年计划实现营收 201 亿元，同比+20.26%、利润总额 60 亿元，同比+34.21%，春节期间公司各项活动政策扎实落地，费用持续聚焦次高端产品和省外市场，古 20 引领产品升级，古 8 及古 16 享受宴席市场红利快速放量，势头保持，省外山东、河南、江苏、江西等区域反馈表现较好，都是具备放量市场。公司十三五提前完成百亿目标，十四五双百亿决心坚定，通过持续耕耘向全国化、高端化持续迈进，业绩后劲仍充足。盈利预测与投资评级：产品结构升级+全国化趋势延续，徽酒龙头优势显著，我们调整公司 2023-2025 年归母净利润为 43、51、59 亿元（此前预测 23-24 年 38、45 亿元），同比+36%/20%/16%（之前预测 23-24 年同比+25%、20%），当前市值对应 2023-2025 年 PE 分别为 34/28/24 倍，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济不及预期、省外扩张不及预期。

（证券分析师：汤军 证券分析师：王颖洁）

天顺风能（002531）：22 年报及 23 年一季报：业绩符合预期，23 年海陆双驱量利齐升

投资要点 事件：公司发布 22 年报及 23 年一季报，符合市场预期。22 年营收 67.4 亿元，同降 17.5%；归母净利 6.3 亿元，同降 52.0%，处于业绩预告中值偏上，符合市场预期；其中 22Q4，营收 29.5 亿元，同/环比-0.16%/+68.5%；归母净利 2.4 亿元，同/环比-12%/+88%；23Q1 营收 13.6 亿元，同/环比+87%/-53.8%；归母净利 2.0 亿元，同/环比+507%/-19%。陆塔和叶片产能布局日趋完善、23 年陆风行业高景气、陆塔龙头受益放量：22 年塔筒出货 50 万吨，同降 20%，收入 39.4 亿元，同降 24%，毛利率同比下滑 0.7pct 至 11.4%；叶片/模具出货 1933 片/85 套，同比-28%/+39%，收入 17.1 亿元，同降 4%，毛利率同比下滑 6.7pct 至 10.3%。得益于 90m+超大型叶片迭代加速，模具订单增幅明显。截止 22 年底，陆塔产能 100 万吨/年，叶片产能 1500 套/年，23 年乾安、北海塔筒基地有望投产，叶片也将完善基地布局，实现与塔筒业务协同联动。23 年行业高景气下产能利用率有望明显提升，出货预计 80 万吨+，同比 70%+；叶片+模具 1400 套+，同比 80%+，大叶片占比更高，盈利提升。23 年海工从 0 到 1、订单饱满驱动业绩增长、成长性凸显：公司通过收购江苏长风，已实现海工年产能 60 万吨（射阳、通州湾、汕尾各 20 万吨），订单饱满，全年有望出货 60 万吨，吨净利 800-1000 元，高于陆塔（500 元左右）。目前在建产能包括德国 30-50 万吨、盐城二期 40 万吨，拟建产能包括通州湾二期以及 23Q1 已签约的揭阳和阳江基地，预计 24 年底海工产能达 200 万吨，产品定位单管桩、导管架和升压站，对码头和生产用地要求较高，公司区位优势显著，构筑核心壁垒。新增 600MW 风资源建设指标、持续推进风电场滚动开发、陆风收益率高企贡献利润增长点：乌兰察布兴和县 500MW 风电项目 23 年 1 月全容量并网，公司风场运营规模达 1.38GW，同比+57%。22 年上网电量 19.4 亿千瓦时，同比减少 7.3%，主要系利用小时数同比下降 170h+。22 年 3 月，公司获得湖北省新能源项目建设指标 600MW，预计 23/24 年开工建成/并网。陆风已全面平价，项目投资回报率高筑，公司凭借产业优势，将继续加大资源开发力度，探索滚动开发的轻资产运营模式。盈利预测与投资评级：预计 23-25 年归母净利 17/26/33 亿元（新增 25 年预计 33 亿元），同增 175%/54%/27%，PE15x/10x/8x，海工从 0-1，成长性高，给予 23 年 24 倍 PE，对应目标价 22.6 元，维持“买入”评级。风险提示：行业需求和公司出货不及预期、竞争加剧等。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：陈瑶）

新风鸣（603225）：2023 年一季报点评：盈利能力回升，产能逐渐释

放

投资要点 事件: 2023 Q1, 公司实现营业收入 125.09 亿元(同比+18%, 环比-3%); 归母净利润 1.89 亿元(同比-33%, 环比+139%); 扣非后归母净利润 1.13 亿元(同比-64%, 环比+120%)。毛利率为 5.42%, 同比下降 3.04pct, 环比上升 5.88pct; 净利率为 1.51%, 同比下降 1.18pct, 环比上升 5.32pct。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。需求逐渐回暖, 涤纶长丝盈利有望好转: 国内: 伴随疫情好转, 居民出行及消费需求将快速释放, 国内长丝需求或将迎来反转。海外: 虽然短期有衰退风险, 但长期来看, 伴随海外需求复苏, 长丝出口需求或将持续发力。终端需求预期回暖, 库存压力减少, 公司业绩有望扭亏为盈。定增释放 PTA 产能, 降低原材料成本波动: 2023 年 4 月 24 日, 公司拟向新凤鸣控股和庄奎龙发行股票募集资金总额不超过 10 亿元, 发行股票数量不超过 1.14 亿股, 发行价格为 8.75 元/股, 扣除发行费用后拟全部用于年产 540 万吨 PTA 项目。该项目投产后公司 PTA 产能将突破 1000 万吨, 与公司的涤纶长丝、短纤等产品相匹配, 从而提高 PTA 的自给率, 有利于公司原材料供应稳定和质量统一, 增强公司核心竞争力。盈利预测与投资评级: 由于疫后下游需求的复苏节奏缓于预期, 我们调整公司 2023-2025 年归母净利润预测值为 10、16、20 亿元(此前为 13、20、23 亿元), 同比增速为 593%、60%、21%, 对应 2023-2025 年 EPS(摊薄)为 0.66、1.06 和 1.28 元/股, 按 2023 年 4 月 28 日收盘价对应的 PE 分别为 15.58、9.73 和 8.05 倍。我们看好公司项目投产后产能将进一步扩张, 未来盈利空间可期, 维持“买入”评级。风险提示: 公司新增投产计划终止; 下游需求修复不及预期。

(证券分析师: 陈淑娴 证券分析师: 郭晶晶)

坚朗五金(002791): 2022 年报及 2023 年一季报点评: 经营质量显著改善, 静待需求回暖业绩复苏

投资要点 事件: 公司发布 2022 年报及 2023 年一季报。2022 年实现营收 76.48 亿元, 同比-13.16%; 归母净利 6556 万元, 同比-92.63%。2023Q1 公司实现营收 13.54 亿元, 同比+4.83%; 归母净利-5605 万元, 同比+37.33%。下游需求景气回暖, Q1 收入同比小幅改善。22Q4、23Q1 收入分别同比-21.16%/+4.83%。分产品看, 2022 年与地产相关度较高的门窗五金系统、门窗配套件产品营收分别同比下滑 14.84%/21.93%; 家居类产品同比下滑 5.26%, 其他建筑五金产品同比下滑 4.59%。分区域看, 公司境外业务恢复较好, 2022 年收入同比增长 22.01%。公司积极推进渠道向县城市场下沉及场景式销售开拓, 到 22 年末公司共有国内外销售网点 1000 余个, 销售团队 6870 人(2023 年销售人员人均创收 111 万元, 同比下滑 17.6%), 公司销售模式不断自我升级迭代, 应对客户日益增加的“一站式服务需求”(产品、方案集成+安装服务+售后服务)。毛利率同比改善, 预计随着规模扩大经营效率有望提升。2022 年公司销售毛利率为 30.20%, 同比变动 -5.04pct, 2023 Q1 销售毛利率 30.13%, 同比+1.33pct, 随着原材料成本回落, 毛利率有所改善。分产品看, 2022 年门窗五金/其他建筑五金/家居类产品毛利率分别同比变动-4.09/-8.32/-5.16pct。期间费用率方面, 2023Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别同比 -0.49/-0.51/-0.77/-0.32pct, 期间费用有所摊薄。此外, 2023Q1 公司信

用减值损失 1421 万元。经营性现金流同比大幅改善，收现比提升。2022 年公司经营现金净流量 9.34 亿元，同比增加 71.12%。1) 收现比：2022 年公司收现比 99.73%，同比+18.19pct；2022 年末公司应收账款及应收票据余额 42.32 亿元，同比下降 4.98%。2) 付现比：2022 年公司付现比 73.74%，同比+2.44pct；2022 年末公司应付账款及票据余额 35.68 亿元，同比增长 14.86%。2023Q1 公司经营现金净流量-3.59 亿元，同比增长 48.37%，2023Q1 公司收现比 118.22%，同比+12.89pct。盈利预测与投资评级：坚朗经过长期摸索、不断迭代形成了高效率的多品类产品和零散小 B 客户销售模式。在行业景气下行期公司坚守现金流，逆势积极扩张人员，升级服务能力，迭代销售模式。考虑到需求恢复公司盈利弹性，我们调整公司 2023-2024 年归母净利润预测为 6.12/8.68 亿元；新增 2025 年预测为 11.84 亿元；对应 PE 分别为 37X/26X/19X，维持“买入”评级。风险提示：下游需求不及预期的风险；原材料价格大幅波动的风险；并购整合风险；新品类发展不及预期的风险。

(证券分析师：黄诗涛 证券分析师：房大磊 证券分析师：任婕)

上海机场 (600009)：2022 年报及 2023 一季报点评：实现疫情以来单季最低亏损，境外航线稳步增航

投资要点 事件：2023 年 4 月 28 日晚，上海机场发布 2022 年年度报告和 2023 年第一季度报告。公司 2022 年全年实现营收 54.80 亿元，同比-32.8%；归母净利润-29.95 亿元，扣非归母净利润-30.76 亿元。2022Q4/2023Q1 分别实现营收 13.51/21.54 亿元，同比-34.9%/+18.8%；归母净利润分别为-8.92/-0.99 亿元，扣非归母净利润分别为-9.47/-1.01 亿元。受益出行修复，2023Q1 实现疫情以来单季最低亏损额。2023Q1 全国公路/铁路/民航运送旅客量分别为 9.79/7.89/1.29 亿人次，为 2019 年同期的 29%/93%/80%。得益于居民出行意愿修复，公司机场业务生产经营情况显著改善，单季亏损显著收窄，亏损幅度实现疫情以来单季最低水平，随着 Q2 出行旺季来临有望扭亏转盈。2023 年 Q1 境外航线旅客吞吐量/起降架次恢复程度稳步提升至疫情前同期的 17%/36%。2023 年 Q1 浦东机场+虹桥机场的旅客吞吐量/起降架次分别为 1876 万人次/149.19 万架次。其中境外航线旅客吞吐量/起降架次分别为 165.52 万人次/2.17 万架次，为 2019 年同期的 17%/36%，恢复程度较 2022Q4 水平环比分别提高 12/3 个百分点。随着国际通航逐渐修复，境外航线客流量持续爬坡，将带动机场租金逐步回升。进一步便利中外人员往来措施出台，所有来华人员持抗原检测代替核酸检测，将助境外航线数量进一步提升。3 月 26 日至 10 月 28 日，全国民航执行 2023 年夏秋航季航班计划，上海虹桥机场和浦东机场的国际、港澳台客运航班量均显著提升，预计恢复至 2019 年同期的 62.4%。外交部近期宣布自 2023 年 4 月 29 日起，所有来华人员可以登机前 48 小时内抗原检测替代核酸检测，航空公司不再查验登机前检测证明，出境游门槛的逐步降低有望推动境外航班及旅客量进一步提升。盈利预测与投资评级：作为中国最大口岸，上海机场是国际通航复苏核心标的。国际复航、出行复苏将在 2023-2024 年集中兑现带动业绩逐年提升，长期受益于免税行业的繁荣及长三角一体化发展。基于更新的财务数据，微调上海机场 2023/2024 年盈利预测及新增 2025 年盈利预测，预期上海机场 2023-2025 年归母净利润分别为 24.94/48.58/69.78 亿元 (2023/2024 年前值为 25.16/47.30 亿元)，对应 PE 为 54/28/19 倍，维持“增持”评级。风险提示：国内及国际疫情反复影响居民出行意愿的风险、宏观经济走弱影响居民消费意愿的风险等。

(证券分析师: 吴劲草 证券分析师: 石旻瑄)

海天味业 (603288): 2022 年报及 2023 一季报点评: 经营复苏持续, 行稳方能致远

事件: 公司发布 2022 全年及 2023Q1 公告, 2022 年营收 256.1 亿元 (yoy+2.4%), 归母净利 62.0 亿元 (yoy-7.1%), 其中 Q4 单季营收 65.2 亿元 (yoy-7.1%), 归母净利 15.3 亿元, (yoy-22.0%)。2023Q1 单季营收 69.8 亿元 (yoy-3.2%), 归母净利 17.2 亿元 (yoy-6.2%)。2022 年产品量减价增, 线上渠道实现较快增长, 2023Q1 需求环比改善持续。1) 分产品看, 公司 2022 年酱油/调味酱/蚝油/其他产品实现收入 138.6/25.8/44.2/29.3 亿元, 同比-2.3/-3.1/-2.5/+32.6%, 其中酱油/调味酱/蚝油单价同比+3.9/5.4/6.7%, 主要系产品提价及 B 端餐饮受损低单价产品占比降低所致。2023Q1 酱油/调味酱/蚝油/其他收入同比-8.9/-6.8/+3.3/+13.8%, 增速环比 22Q4 有所改善, 考虑春节错位影响, 经营符合我们预期。2) 分渠道看, 2022 年公司线下/线上渠道分别实现收入 228.1/9.9 亿元, 同比-0.4%/+40.4%, 线上收入占比 4.2% (yoy+1.2pct)。2023Q1 线下/线上渠道收入同比-3.5%/-17.7%, 主要系高基数影响; 截至 2023Q1 末经销商达 6,869 家, 较 2022 年底净减 303 家, 经销商结构持续优化。3) 分地区看, 2022 年餐饮占比较大的东部地区由于疫情反复有所下滑, 其余各部相对稳健, 东部/南部/中部/北部/西部收入同比-2.6/+2.9/-0.7/+2.8/+2.1%。2023Q1 东部/南部/中部/北部/西部区域收入同比-5.4/-8.6/+0.1/-6.6/+3.2%。2022 年成本高企致毛利率承压, 费控稳健, 23Q1 盈利能力逐步改善。1) 2022 年毛利率 35.7% (yoy-3.0pct, 直接材料占比收入+1.73pct); 主要系大豆及包材成本上行, 此外疫情下部分产品促销及产能利用率降低亦对毛利率造成一定影响。2022 年费控稳健, 销售/管理/研发/财务费用率同比-0.05/+0.1/-0.2/-0.5pct。2) 2023Q1 公司销售毛利率 36.9% (yoy-1.2pct, 较 2022 全年+1.2pct), 归母净利率 24.6% (较 2022 全年+0.4pct)。盈利预测与投资评级: 参考公司 2023 年收入/利润双 10% 增长指引, 我们下调公司 2023-2025 年归母净利至 68.3/77.4/87.0 亿元 (2023-24 年原值为 77.6/88.5 亿元), 三年同比增速 10/13/12%, 当前股价对应动态 PE 为 48/42/38x。2023 年 Q1 报表质量有所提升 (现金回款快于收入增速, 库存优化, 存货同比下降为 2018 年三季报以后首次出现), 同时利润弹性亦将伴随餐饮端收入复苏、原材料成本下降而逐步释放。在强品牌及渠道持续精细化管理之下, 我们看好公司核心品类稳健成长与“零添加”&食醋&料酒等系列产品中长期快速增长潜力, 维持“增持”评级。风险提示: 疫情反复; 产品需求复苏、渠道拓展不及预期; 行业竞争加剧; 食品安全及舆论风险; 原材料成本上涨风险。

(证券分析师: 汤军 证券分析师: 李昱哲)

中国石油 (601857): 2023 年一季报点评: 成品油与天然气贸易高增, 盈利能力持续稳健

投资要点 事件: 2023Q1, 公司实现营业收入 7324.71 亿元, 同比下降 6%, 环比下降 7%; 归母净利润 436.30 亿元, 同比上升 12%, 环比上升 50%; 扣非归母净利润 441.21 亿元, 同比上升 12%, 环比上升 7%; 毛利率 21.22%, 同比上升 1.24pct; 净利率 6.62%, 同比上升 1.02pct。国内成品油需求稳步复苏, 贸易业务带动公司盈利增长。伴随一季度国际油价震荡下行, 国内成品油市场稳步复苏, 公司抓住市场时机, 加强精准营销, 组织国际贸易, 不断提升产业链整体效益。2023Q1 公司销售成品油 3757.5 万吨, 同比增长 6.5%, 其中国内销售成品油 2729.0 万吨, 同比增长 9.5%。销售业务经营利润 81.56 亿元, 同比增长 79.0%。持续优化天然气资源结构, 国产气销售与终端零

售业务增长显著。公司持续优化资源结构，控制进口天然气采购成本，国产气销售及终端零售业务利润增长显著。2023Q1，天然气销售业务经营利润 101.36 亿元，同比增长 13.3%，国内销售天然气 623.92 亿立方米，同比增长 2.9%。稳油增气加大开发力度，推动油气与新能源协同发展。公司坚持油气与新能源精细勘探、效益开发，促进油气与新能源融合发展，不断扩大新能源业务规模。2023Q1 公司实现油气当量产量 452.0 百万桶，同比增长 4.9%，油气和新能源业务经营利润 409.96 亿元，同比增长 5.7%。高端产品开发+成本费用控制，不断提升炼化产品经营竞争力。炼化与新材料业务坚持市场导向，推动高端高附加值产品开发，加强成本费用控制，不断提升炼化产品经营竞争力。炼油业务：一季度经营利润 93.96 亿元；加工原油 326.9 百万桶，同比增长 8.1%；生产成品油 2775.4 万吨，同比增长 5.7%。化工业务：一季度化工产品商品量 849.1 万吨，同比增长 3.5%。受下游需求低迷影响，一季度化工业务出现亏损。盈利预测与投资评级：基于国内成品油市场复苏情况，我们调整公司 2023-2025 年归母净利润分别为 1387、1456 和 1546 亿元（此前 2023-2025 年预期为 1389、1417、1481 亿元），同比增速分别为-7%、5%、6%，EPS（摊薄）分别为 0.76、0.80 和 0.84 元/股，2023 年 4 月 28 日收盘价对应的 A 股 PE 分别为 10.41、9.92 和 9.34 倍，A 股 PB 分别为 1.00、0.95 和 0.90 倍。考虑原油价格持续高位保障上游业绩，2023-2025 年公司业绩增长提速，维持“买入”评级。风险提示：地缘政治风险；宏观经济波动；成品油需求复苏不及预期。

（证券分析师：陈淑娴 证券分析师：郭晶晶）

凯伦股份（300715）：2022 年报及 2023 年一季报点评：经销渠道快速扩张，23Q1 毛利率水平改善

投资要点 事件：公司发布 2022 年报及 2023 年一季报。2022 年公司实现营收 21.28 亿元，同比-17.72%；归母净利-1.59 亿元，同比-321.09%。2023Q1 公司实现营收 5.07 亿元，同比+55.72%；归母净利 3437 万元，同比+300.26%。渠道调整显效，23Q1 收入同比大幅增长 55.72%。分季度看，2022Q1-4 公司营收分别同比变动 -26.85%/-23.08%/-12.93%/-10.41%，主要系行业需求景气及疫情因素影响。伴随着下游需求回暖及渠道开拓成效渐显，2023 年 Q1 营收同比增长 55.72%。未来公司持续加大经销渠道开拓力度，预计 2023 年、2024 年，公司每年将新开发经销商客户 1000 家，到 2024 年累计经销商客户数量将达到 3000 家，渠道收入占比将达到 60%。分产品看，公司 2022 年防水卷材实现营收 13.48 亿元，同比下滑 24.60%；防水涂料 5.19 亿元，同比下滑 9.94%；防水施工 2.13 亿元，同比增长 18.27%。盈利水平见底回升，23Q1 毛利率已有明显改善。2022 年公司销售毛利率 19.49%，同比变动-10.85pct，主要系原材料成本高位及规模下滑产能利用率不足等影响。分产品看，防水卷材毛利率 20.37%，同比-14.10pct，主要系沥青等原材料价格大幅上涨。防水涂料毛利率 19.43%，同比+2.01pct。2023Q1 公司销售毛利率 22.68%，同比变动+2.14pct，随着成本下行，盈利端已有明显修复。期间费用率方面，2022 年销售/管理/研发/财务费用率分别同比变动 +0.29/+1.86/+0.77/+0.38pct，管理费用率增加较多主要系 2022 年公司股权激励注销，股份支付等增加所致。2023Q1 销售费用率同比+1.25pct，主要系公司销售人员薪酬以及营销策划费等增加所致；财务费用率同比+2.85pct，主要系报告期内公司银行贷款利息支出增加所致。此外，2023Q1 其他收益 3380 万元，主要系 23Q1 公司收到政府补贴增加所致。现金流同比改善显著，收现比提升。2022 年公司

经营活动现金净流量 4637 万元，同比增长 113.66%，主要系公司应收账款收回增加所致。1) 收现比：2022 年公司收现比 105.22%，同比变动+43.57pct；2022 年末公司应收账款及应收票据余额 19.50 亿元，同比下滑 3.4%。2) 付现比：2022 年公司付现比 105.36%，同比变动+21.65pct；2022 年末公司应付账款及应付票据余额 8.78 亿元，同比下滑 8.08%。2023Q1 公司经营活动现金净流量 1630 万元，同比增长 107.72%。盈利预测与投资评级：公司在高分子防水卷材上差异化竞争，不断加大研发投入提升技术实力，随着防水标准提高，高分子防水卷材持续渗透，产品需求占比有较大提升空间。考虑到下游需求回暖及公司经销渠道开拓力度，调整公司 2023-2024 年归母净利润为 1.43/2.39 亿元（前值 1.27/2.41 亿元），新增 2025 年预测 3.49 亿元，对应 PE39X/23X/16X，维持“增持”评级。风险提示：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；股权质押风险。

（证券分析师：黄诗涛 证券分析师：房大磊 证券分析师：任婕）

扬杰科技（300373）：2022 年报点评：22 年业绩符合预期，持续优化产品结构，静待需求回暖

事件：公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报 22 年全年业绩符合预期，23Q1 消费电子等下游需求疲软影响短期业绩。22 全年，公司实现营收 54.0 亿元，YoY+23%，归母净利润 10.6 亿元，YoY+38%；23Q1，公司实现营收 13.1 亿元，YoY-8%，QoQ+33%，归母净利润 1.8 亿元，YoY-34%，QoQ+38%。22 年业绩稳健增长，但因全球消费电子、工业等领域对比上年同期均较低迷，公司 23Q1 业绩同比下降、环比有所回升。未来，公司新品拓展、海外渠道建设打开成长天花板，IDM 一体化布局下公司成本优势显著，有望维持业绩稳健增长。持续优化产品结构，研发 IGBT、SiC 等新品，拓展新能源领域客户。产品拓展方面，公司持续开发 IGBT 模块新品；持续优化提高 Trench MOS、SGT MOS 系列产品性能，加强车规级产品开发；针对新能源领域开发 SiC 新品，1200V 40mohm 产品处于客户验证阶段，1200V 17mohm 芯片正用于自产车载主驱模块的开发测试。应用领域拓展方面，22 年公司汽车电子、新能源领域业绩增长均超 4 倍，在各领域、海内外 TOP 客户端进展顺利，与 SMA、SolarEdge 等客户持续扩大合作，取得安波福、博格华纳、联合电子等客户认证及订单。推进湖南楚微、扬州碳化硅产线建设，强化 IDM 模式布局。公司于 22H1 收购湖南楚微 40% 股权，并于 23Q1 完成对其另外 30% 股权的收购，实现控股、纳入合并报表，未来伴随楚微有序扩产，公司 MOS、IGBT 等中高端功率器件布局将得到强化。同时，公司于扬州投资新建 6 英寸碳化硅晶圆产线项目，项目全部建成投产后，将形成碳化硅 6 英寸晶圆产能 5000 片/月，从而强化公司在 SiC 业务方面的 IDM 能力。盈利预测与投资评级：新品拓展、海外渠道建设打开成长天花板，IDM 一体化布局下公司成本优势显著。我们维持公司 23/24 年的盈利预测，23-25 年归母净利润为 12.21/14.58/16.65 亿元，当前市值对应 PE 分别为 20/17/14 倍，维持“买入”评级。风险提示：特种业务增长不及预期；新建 12 英寸产线投产不及预期；市场竞争加剧。

（证券分析师：马天翼 证券分析师：唐权喜 研究助理：李璐彤）

东鹏控股（003012）：2022 年报及 2023 年一季报点评：Q1 瓷砖业务快速增长，盈利能力有望逐步修复

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 69.30 亿元，同比-13.15%；归母净利 2.02 亿元，同比+31.50%。2023Q1 实现营收 11.44 亿元，同比+18.46%；归母净利 118 万元，同比+101.53%。行业需求逐步回暖，23Q1 瓷砖业务维持高增。分行业看，2022 年公司瓷砖业务实现营收 57.66 亿元，同比下滑 13.57%，洁具业务实现营收 9.39 亿元，同比下滑 10.30%。分渠道看，2022 年公司直销模式营收 27.16 亿元，同比下滑 13.85%；经销模式营收 41.05 亿元，同比下滑 12.74%。2023Q1 公司瓷砖事业部零售渠道同比增长 46.47%，工程市场中心业绩同比增长 90.48%。多项降本控费措施之下 23Q1 毛利率改善、期间费用率优化。2022 年公司销售毛利率 29.73%，同比变动+0.16pct。2023Q1 公司销售毛利率 24.84%，同比提升 1.39pct，公司持续落实多项成本优化措施，盈利能力已有改善。同时公司持续优化产品结构，2023Q1 毛利率相对高的中大规格产品在零售渠道占比提升至约 55%。期间费用率方面，2022 年由于收入规模下滑费用摊薄减少，销售/管理费用率分别同比+2.29pct/+2.5pct。2023Q1 公司销售/管理费用率分别同比变动-6.35pct/-4.72pct，公司在费用端得到优化。2023Q1 公司计提资产减值损失 2169 万元，主要系报告期计提存货跌价准备增加。23Q1 现金流同比改善。2022 年公司经营活动现金净流量 4.16 亿元，同比减少 53.30%，主要是由于本期营业收入下降，支付供应商货款增加，使得现金流入减少。1) 收现比：2022 年公司收现比 123.56%，同比+4.51pct；2) 付现比：2022 年公司付现比 132.46%，同比+23.57pct；2022 年末公司应付账款及应付票据余额 31.07 亿元，同比下降 21.80%。2023 年 Q1 公司经营活动现金净流量 1.17 亿元，同比增长 113.67%。盈利预测与投资评级：公司是国内瓷砖卫浴领军企业，具有强大的 C 端经销网络，同时在开拓小微工程中也具备优势，经销为主的渠道结构为公司提供了较好的利润与现金流。随着成本、需求、疫情等多重压力影响之下行业出清逐步进入阶段性尾声，我们预计公司将会迎来收入和业绩端的修复。我们维持预计公司 2023-2024 年归母净利润为 7.15/9.65 亿元；新增 2025 预测为 12.04 亿元，对应 PE 分别为 14X/10X/8X，维持“增持”评级。风险提示：市场竞争加剧风险、原材料及能源价格大幅波动风险、下游需求波动风险。

(证券分析师：黄诗涛 证券分析师：房大磊 证券分析师：任婕)

华新水泥(600801): 2023 年一季报点评: 非水泥主业贡献增长动能, 看好利润筑底回升

投资要点 事件: 公司披露 2023 年一季报, 实现营业收入 66.3 亿元, 同比+7.1%, 归母净利润 2.5 亿元, 同比-63.1%, 基本符合我们的预期。非水泥主业推动收入增长, 水泥均价下滑导致毛利率下行: (1) 23Q1 营业收入同比+37.7%, 23Q1 全国 P.O42.5 水泥均价同比下降 86 元/吨, 全国水泥产量同比+4.1%, 公司表现明显优于行业, 我们预计主要是由于骨料、混凝土等非水泥主业以及海外业务贡献增量; (2) 23Q1 实现毛利率 20.2%, 同比下滑 6.1pct, 预计主要是水泥销售均价下滑的影响。期间费用率提升, 盈利水平或已筑底。(1) 23Q1 期间费用率为 12.8%, 同比+1.3pct, 其中销售/管理/研发/财务费用率 5.6%/6.0%/0.2%/1.0%, 同比分别+0.5/+0.6/+0.1/+0.2pct; 公司各项期间费率均有所提升, 其中销售/管理费率提升较大, 我们预计主要是由于差旅费等费用增加; (2) 23Q1 实现净利润 2.8 亿元, 销售净利率为 4.3%, 同比下滑 6.5pct, Q1 水泥均价下行导致净利率承压, 预计盈利水平已经筑底。经营性现金流同比转正, 资产负债率小幅提升: (1) 23Q1 实现经营活动净现金流 3.3 亿元, 同比 22Q1 转正, 且高于公司

一季度净利润水平；(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 11.3 亿元，同比-31.3%；截至一季度末公司带息债务为 187.5 亿元，环比 22Q4 增加 12.7 亿元，资产负债率 52.4%，环比 22Q4 提升 0.4pct。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，公司水泥及熟料主业盈利有望稳步改善，非水泥+海外业务有望贡献新的增长点。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 34.3/40.0/45.1 亿元（预测前值为 39.2/46.2/49.7 亿元），4 月 28 日收盘价对应市盈率 9.0/7.7/6.9 倍，维持“增持”评级。风险提示：水泥需求恢复不及预期；非水泥+海外业务扩张不及预期；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）

南微医学（688029）：2022 年报及 23 年一季报点评：22 年受疫情影响业绩短期承压，23Q1 业绩稳步恢复

投资要点 事件：公司 2022 年实现收入 19.80 亿元（+1.72%，表示同比增速，下同），归母净利润 3.31 亿元（+1.80%），扣非后归母净利润 2.99 亿元（+8.64%）。2023Q1 实现收入 5.50 亿元（+24.26%），归母净利润 1.01 亿元（+133.98%），扣非归母净利润 0.99 亿元（+131.00%）。疫情影响下 22 年全年业绩短期承压，23Q1 业绩稳步恢复，符合我们预期。海外销售推进顺利，期待今年亮眼表现。分区域看，国内销售收入 11.45 亿（-4.58%），国际销售收入 8.28 亿（+11.64%），公司在美洲市场优化销售团队，引入麦肯锡团队就美国公司未来发展进行战略咨询，为未来发展制定切实可行调整计划，2022 年美洲市场收入增长 14.63%。欧洲、中东及非洲（EMEA）市场业绩实现 6.08% 的同比增长。我们认为随着海外产品获证逐步丰富，公司海外销售收入有望进一步加速。注重产品创新，创新产品进入收获期。2022 年研发费用 1.65 亿（+8.13%），公司国内一次性内镜业务收入 1.90 亿，毛利率提升 7.08pct 至 41.86%，收入占比逐步提升。聚焦消融业务的康友医疗收入同比增长 10.32%，南微纽诺首款上市产品三叉神经压迫球囊装置产品推广迅速，于 2022 年 7 月开始贡献收入。盈利预测与投资评级：考虑 2023 年手术逐步恢复，我们将 2023-2024 年归母净利润 4.35/5.69 亿调整至 4.70/6.42 亿，2025 年归母净利润为 8.54 亿，当前市值对应 2023-2025 年 PE 分别为 36/26/20 倍，维持“买入”评级。风险提示：集采后出厂价降幅超预期风险；新品推广不及预期风险；手术量恢复不及预期风险等。

（证券分析师：朱国广）

广发证券（000776）：2023 一季报点评：泛财富管理业务短期承压，仍为公司业绩重要支撑点

事件：公司发布 2023 年一季报，2023 年一季度公司实现营业收入 64.77 亿元，同比+35.69%；归母净利润 21.57 亿元，同比+65.58%。投资要点 受益于指数上行，重资本业务相对稳健：1) 大盘指数上行，自营业务表现亮眼。2023 年一季度，上证指数/创业板指/沪深 300 涨跌幅分别为+5.94%/+2.25%/+4.63%，推动公司投资收益、公允价值变动收益大幅增长，自营业务收入同比+177%至 15 亿元（占比营收

23%)。2) 市场规模缩减+公司业务市占率下降, 影响资本中介业务小幅下滑。截至 2023 年 3 月末, 市场两融余额同比-3.95%至 1.61 万亿元; 公司融出资金同比-15%至 828 亿元, 市占率下滑 0.66pct 至 5.15%; 行业因素叠加公司业务市占率下滑, 影响公司利息净收入同比-5%至 9 亿元(占比营收 14%)。泛财富管理业务收入下滑: 1) 预计业务规模缩减, 影响资管业务收入下滑: 2023Q1 基金市场整体赎回情绪较强, 新发基金份额同比-41%至 387 亿份, 公司资管及基金管理业务收入同比-11%至 21 亿元(占比营收 32%), 我们预计资管业务收入下滑, 主要系公司资管净值规模降低所致(2022 年公司资管净值合计规模-45%至 2712 亿元)。2) 市场交易量萎缩, 影响经纪业务收入下滑: 2023Q1 市场日均股基成交额同比-9%至 9,895 亿元, 市场交投活跃度仍然不佳, 公司经纪业务收入同比-13%至 14 亿元(占比营收 22%)。3) 投行业务短期承压, 预计风险可控: 据 Wind, 2023Q1 市场 IPO/再融资/债承规模分别同比-64%/+72%/+5%至 651/2,515/26,619 亿元, IPO 承销总规模下滑幅度较大; 2023Q1 公司承销总额同比-4%至 432 亿元, 公司投行业务收入同比-33%至 1.01 亿元(占比营收 2%)。受公司投行历史问题影响, 投行业务表现相对承压, 但公司近期仍有 IPO 项目落地(2023/4/18 公司助力北方长龙实现创业板 IPO), 我们预计公司投行业务整体风险可控。公募龙头发展稳健, 财富管理空间广阔: 居民财富的持续增长和多元的需求为公司财富管理业务提供了广阔空间。公司持续夯实主动管理、渠道营销等核心能力, 不断完善运作机制, 进一步夯实“财富管理+资产管理”的核心业务特色和差异化竞争优势。且公司参股公募行业龙头, 其稳定的表现为公司持续贡献利润: 截至 2023 年 3 月, 易方达、广发基金资产规模分别同比+7.49%/+11.72%至 1.71/1.30 万亿元(合计占比公募基金总规模 11.27%), 行业内排名第 1/第 2。盈利预测与投资评级: 公司整体业绩增速复苏, 自营业务回暖, 经纪业务增长明显, 公司旗下两大公募基金地位稳定, 因此我们基本维持对公司的业绩预期, 预计公司 2023-2025 年的归母净利润为 99/112 /131 亿元, 当前市值对应 2023-2025 年 PB 为 1.01/0.95/0.88 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 证券市场系统性, 行业竞争加剧, 证券业务恢复不及预期。

(证券分析师: 胡翔 证券分析师: 朱浩羽 证券分析师: 葛玉翔)

海螺水泥(600585): 2023 年一季报点评: 收入增长彰显龙头实力, 中期景气有望回升

投资要点 事件: 公司披露 2023 年一季报, 实现营业收入 313.7 亿元, 同比增长 23.2%, 归母净利润 25.5 亿元, 同比下滑 48.2%, 基本符合我们的预期。23Q1 收入同比+23.2%, 毛利率同比-14.9pct, 主因或为水泥业务量增价减: (1) 23Q1 营业收入同比+23.2%, 收入增长或因水泥销量增加, 根据国家统计局, 一季度全国水泥产量同比+4.1%, 公司重点市场华东、华中等区域韧性较强, 预计公司销量表现优于行业整体; (2) 23Q1 实现毛利率 16.5%, 同比下滑 14.9pct, 考虑到今年一季度上游煤价基本稳定, 叠加公司节能技改成果显著, 我们预计毛利率的下行主要是水泥销售均价下行所致, 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。费用管控能力突出, 销售均价下降导致利润水平承压: (1) 23Q1 公司期间费用率为 7.1%, 同比略降 0.1pct, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.5%/4.7%/0.8%/-0.9%, 同比-0.2/-0.4/-0.1/+0.6pct, 除财务费用率外其他费率均有一定下降, 体现了公司跨越周期的优秀费用管控能力; (2) 23Q1 实现净利润 26.7 亿元, 同比下滑 47.7%,

归母净利润 25.5 亿元，销售净利率 8.5%，同比下滑-11.5pct，预计主要是水泥销售均价下降导致利润水平承压。现金流水平表现优秀，资本开支有所缩减：（1）23Q1 实现经营活动净现金流 30.9 亿元，同比+7.7%，环比 Q4 明显改善，在盈利下滑的背景下公司经营性现金流仍保持强劲，体现了公司优质的现金管控能力；（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 32.7 亿元，同比-49.6%；截至一季度末公司带息债务为 223.4 亿元，环比四季度末+2.0 亿元，资产负债率为 18.5%，环比四季度末-1.2pct。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：行业景气底部回升，公司在行业下行期彰显成本领先等综合竞争优势，产业链上下游业务扩张为公司提供新的增长动能。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 163.5/203.9/219.1 亿元（前值为 170.2/206.2/219.1 亿元），4 月 28 日收盘价对应市盈率为 8.7/7.0/6.5 倍，维持“增持”评级。风险提示：水泥需求恢复不及预期；产业链上下游扩张不及预期；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）

五粮液（000858）：22 年年报及 23Q1 季报业绩点评：业绩符合预期，稳中有进韧性强

投资要点 事件：2022 年公司实现总营收 739.69 亿元，同比+11.72%，归母净利润 266.91 亿元，同比+14.17%。23Q1 公司实现总营收 311.39 亿元，同比+13.03%，归母净利润 125.42 亿元，同比+15.89%，业绩符合预期。22 年圆满收官，盈利能力稳步提升。22 年酒类业务收入 675.6 亿元，同比+9.45%，其中五粮液收入 553.4 亿元，同比+13%，其中量+12%，价+0.4%，系列酒收入 122.3 亿元，同比+61%，其中量同比-38%，价同比+56.6%，分区域看，东/西/中部营收 190/215/111 亿元，同比+1%/27%/1%，截至 22 年有五粮液经销商 2489 家，单个经销商销售额 2223 万元，同比-7%；系列酒经销商 655 家，单个经销商销售额 1867 万元，同比-11%。截至 22 年合同负债 123.8 亿元，同比-5.2%，应收票据 1.2 亿元，同比-100%，侧面反映实际回款质量明显提升，销售收现 818 亿元，同比+1%，经营性现金流净额 244 亿元，同比-8.8%。毛利率 75.42%/同比+0.07pct，酒类毛利率 81.88%，同比+1.6pct，销售/管理费用率为 9.3%/4.2%，同比-0.57pct/-0.3pct，销售净利率 37.81%，同比+0.79pct，盈利能力稳步提升。23 年稳定开局，实际动销反馈积极。23Q1 营收同比+13%，归母净利润同比+16%，符合市场预期，盈利能力方面，毛利率 78.39%，同比基本持平，销售/管理费用率分别同比-0.6pct/0.04pct 至 6.8%、3.5%，费控效果良好推动净利率同比+0.81pct 至 42.09%。公司反馈春节期间整体动销实现两位数增长，普五动销持续表现，业绩韧性强。稳中求进，高质量发展规划清晰。22 年普五动销表现优秀，23 年轻装上阵；短期淡季动销较弱，公司持续加强市场查价、部分控货，五粮液整体批价较为稳定在 940-950 元之间。公司明确表示坚持八代五粮液动态减量、坚持计划量稀缺性及合同执行严肃性、传统渠道不增量，更多向差异化规格装和个性化产品倾斜投放，产品矩阵投放思路清晰，随着全面复苏的推动，渠道利益链条有望逐步回到正循环的轨道中。长期来看五粮

液品牌稀缺性及成长性兼具，当前低估值也有较好的安全支撑，长期相对收益确定性更高。盈利预测与投资评级：公司 23 年稳中求进，我们调整 23 年-25 年归母净利润 316、364、413 亿元(此前预测 23-24 年为 324、376 亿元)，同比+18%/15%/14%（此前预测 23-24 年为 19%、16%），当前市值对应 PE 分别为 21/18/16 倍，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济不及预期，消费需求恢复不及预期。

（证券分析师：汤军 证券分析师：王颖洁）

华熙生物（688363）：2023 年一季报点评：医美业务高速增长，看好全年降本提效趋势

投资要点 2023Q1 营收同增 4.0%，归母净利润同增 0.4%，扣非归母净利润同减 17.4%：2023Q1 公司实现营收 13.1 亿（同比+4.0%，下同），实现归母净利润 2.0 亿（+0.4%），实现扣非归母净利润 1.5 亿（-17.4%），营收、业绩增速基本符合市场预期。2023Q1 公司非经常性损益为 4949.5 万元，同比增长 193%，主要系政府补助增加。毛利率略降，看好全年降本提效趋势：2023Q1 公司毛利率/净利率分别为 73.8%/15.4%，分别同比-3.3pct/-0.4pct。毛利率有所下降，主要系化妆品级、食品级原料毛利率同比有所下降，未来随着产能利用率提升，毛利率有望有所恢复。2023Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别同比变化+1.3pct/+0.3pct/-0.1pct/-0.2pct。从全年来看，看好公司随着规模化效应发挥、数字化转型和组织能力提升，呈现降本提效趋势。医疗终端业务保持高增，原料增长稳健，年初疫情影响化妆品增速：（1）医疗终端板块：我们预计整体保持高速增长，其中医美针剂增速更快，润致微交联和润致填充占比提升；（2）原料板块：我们预计保持稳健增长，尤其是医药级原料持续快速增长；（3）功能性护肤板块：我们预计受年初疫情逐步恢复、行业淡季和新品尚未推出影响，2023Q1 增速短暂承压。随着 2023Q2 以来新品上市以及 618 大促即将到来，行业景气有望持续回升，我们预计公司功能性护肤板块增速有望提升。研发体系扎实，加码合成生物，聚焦六大类物质：公司研发体系扎实，2022 年研发人员同比增加 256 人至 827 人。公司在合成生物学方面克服了传统的产研脱节、成果转化率低的问题，形成了合成生物学研发平台、中试成果转化平台、数字化制造平台和市场转化平台的全产业链平台优势。在开发方向上，主要聚焦于功能糖、蛋白质、多肽、氨基酸、核苷酸和天然活性化合物六大类物质，有望在长期为公司提供持续发展驱动力。盈利预测与投资评级：公司是全球透明质酸产业龙头，“四轮驱动”下一体化优势稳固，2023 年公司原料、医疗终端、化妆品有望实现全面恢复，且盈利能力有望持续改善。我们维持 2023-25 年归母净利润分别为 13.08/17.34/22.51 亿元，分别同增 35%/33%/30%，当前市值对应 2023~25 年 PE 为 37x/28x/21x，维持“买入”评级。风险提示：市场竞争加剧，研发进展不及预期等。

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：张家璇 证券分析师：汤军）

王府井（600859）：2023 一季报点评：有税业务走出底部，万宁免税项目正式投运

投资要点 事件：2023 年 4 月 28 日晚，王府井发布 2023 年第一季度报告。公司 2023 年一季度实现营业收入 33.67 亿元，同比+2%；归母净利润 2.26 亿元，同比-40%；扣非归母净利润 2.24 亿元，同比+145%。居民出行意愿恢复助力有税业务走出底部。2023 年 Q1 全国公路/铁路/民航运送旅客量分别为 9.88/7.9/1.3 亿人次，为 2019 年同期的 29%/93%/80%。居民出行意愿修复助力零售百货行业景气度复苏，公司有税业务走出底部。2023 年 Q1 公司营业收入环比+44%，景气度恢

复显著。我们预计，随着居民出行意愿的持续恢复，公司有税业务有望进一步修复。毛利率和扣非归母净利率显著回升，三费率有所下行。2023年Q1公司毛利率为42.8%，同比提升1.9个百分点；三大费用率为29.5%，同比下降2.3个百分点；归母净利率为6.7%，同比下降4.6个百分点，主要系去年同期收购北京王府井购物中心管理公司股权所致；扣非归母净利率为6.7%，同比提升3.9个百分点，主要原因是2023Q1毛利率提升和费用率下行，带动扣非归母净利率显著提升。万宁王府井国际免税港于4月9日正式开业，有望为全年贡献可观免税收入。公司万宁项目于2022年10月获准经营离岛免税业务，王府井国际免税港于2023年1月试运营，4月9日一期正式开业。该项目计划分三期开业，采取有税+免税购物模式。根据公司披露2023Q1经营数据，免税业务试运营期间实现营收0.56亿元，毛利率14.7%。预计正式投运后免税收入将持续爬坡，有望为全年贡献可观的免税收入。盈利预测与投资评级：王府井作为全国连锁的老牌标杆百货零售集团，获批免税全牌照后，万宁离岛免税项目“王府井免税港”投运，打造特色免税业务。在出行和消费快速复苏的背景下，离岛免税有望持续放量，未来市内免税店落地拓宽想象空间，公司营收和利润前景向好。基于更新的财务数据，我们微调王府井2023/2024年及新增2025年盈利预测，2023-2025年归母净利润分别为9.78/14.61/17.89亿元（2023/2024前值为9.78/14.42亿元），对应PE估值为26/17/14倍，维持“增持”评级。风险提示：国内及国际疫情反复影响居民出行和消费意愿的风险、免税项目业绩不及预期的风险、市场竞争加剧的风险

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：石旻璿）

中金公司 (03908.HK): 2023 一季报点评: 自营业务拉升整体业绩, 看好轻资产业务长期发展

事件：公司发布2023年一季报，2023Q1公司实现营业收入62.09亿元，同比+22.44%；归母净利润22.57亿元，同比35.95%。投资要点 投资收益依然可观，自营收入表现亮眼：2023Q1，上证指数/创业板指/沪深300涨跌幅分别为+5.94%/+2.25%/+4.63%，市场情绪高涨推动公司投资收益同比+141%至24亿元，拉动自营收入同比+143%至36亿元（占比营收58%），自营业务为公司业绩的主要支撑点。受市场影响，轻资产业务整体表现不佳：1）经纪业务表现承压。2023一季度市场日均股基交易额同比-9%至9,895亿元，公司经纪业务净收入同比-7.76%至12.36亿元（占比营收20%）。2）市场IPO规模整体下滑致投行业务表现不佳。据Wind数据，2023Q1市场IPO/再融资/债承销规模分别同比-64%/+72%/+5%至651/2,515/26,619亿元，市场IPO承销总规模下滑幅度较大，影响公司投行业务收入同比-60%至6.01亿元（占比营收10%）。3）资管规模下滑、业绩报酬降低。2023Q1基金市场整体赎回情绪较强，新发基金份额同比下滑41%至387亿份；公司资管业务收入同比-6.32%至3.26亿元（营收占比5%）；我们预计资管业务收入下滑主要系业务规模下降，业绩报酬降低。做市交易和财富管理并驾齐驱，拓宽利润增量空间：1）获批做市交易业务，利好利润增长。2023/04/18，中金公司上市证券做市交易业务已获证监会批准，该项业务的推进能够为公司带来资本中介费和交易所的流动性佣金两部分收入，增量业务带来增量利润空间。2）科技赋能财富管理。2022年，中金财富攻坚用户体验，强化数字赋能，中金财富APP9.0版本升级全天候服务、资产全景视图和统一账户体系以及首位“数字员工”，投顾平台E-SPACE焕新；同时，2022年中金财富管理业务落子新加坡开启业务新航线，迈出国际化重要一步。我们预计

两项突破将进一步巩固公司未来在财富管理模式和规模上的领先地位。盈利预测与投资评级：随着资本市场改革与注册制全面推行，公司投行业务和财富管理步入良好发展；同时，未来资本的注入将全面加速中金各业务发展，未来发展前景广阔。我们维持对公司的盈利预测，2023-2025 年归母净利润为 106/120/134 亿元，当前市值对应 2023-2025 年 PB (H) 为 0.62/0.55/0.49 倍。我们依旧看好公司长期在投行及财富管理业务方面的优势，维持“买入”评级。风险提示：市场成交活跃度下降，股市波动冲击自营投资收益。

(证券分析师：胡翔 证券分析师：朱洁羽 证券分析师：葛玉翔)

国林科技 (300786)：2022 年年报&2023 年一季报点评：乙醛酸爬坡进行时，半导体臭氧贡献新成长

投资要点 事件：公司发布 2022 年年报与 2023 年一季报，2022 年实现营收 2.93 亿元，同减 40.95%；归母净利润 0.18 亿元，同减 76.31%。扣非归母净利润 0.17 亿元，同减 77.09%，低于我们预期。2023 年一季度实现营收 0.66 亿元，同增 4.62%；归母净利润 0.01 亿元，同减 64.48%。扣非归母净利润 0.01 亿元，同减 66.90%。乙醛酸爬坡进行时，半导体臭氧贡献新成长。2022 年整体经济形势以及新疆 2.5 万吨/年高品质晶体乙醛酸项目试生产带来折旧和期间费用大幅增加，影响公司收入利润。分业务来看，2022 年 1) 臭氧发生器：大型臭氧发生器营收 2.08 亿元，同减 41.50%，毛利率 34.64%，同升 0.88pct；中型臭氧发生器营收 0.14 亿元，同减 16.15%，小型臭氧发生器营收 0.05 亿元，同减 34.94%。2) 制氧机：营收同减 88.88%至 746.5 万元；3) 配件及其他：营收同增 28.79%至 0.49 亿元。随经济形势向好，公司传统设备业务逐步恢复。乙醛酸项目爬坡形成销售叠加臭氧系统拓展下游至半导体及生命健康，公司步入新发展阶段。关注臭氧设备发展新动能。公司引领臭氧设备行业拓展，寻找成长新动能，主要来自设备切入产品——设备龙头纵深高品质乙醛酸与拓展新下游——横向拓展半导体、生命健康等领域。从产品来看，随着新疆 2.5 万吨/年高品质晶体乙醛酸项目建成投产，公司成为国内唯一掌握高品质乙醛酸成规模制备企业。从新下游来看，公司半导体专用电子级高纯臭氧水机和臭氧气体设备产品系列化推出，产品验证及市场导入进程加快，设备技术壁垒提高，打造新的利润增长点。半导体臭氧单元国产化率约 10%，即将实现突破。2021 年半导体清洗用臭氧设备国产化率 10%左右，假设核心零部件国产化率快速提升，至 2025 年国产化率达 48%，我们预计 2025 年中国大陆半导体用臭氧发生器国产替代空间 3.9 亿美元 (27.6 亿元人民币，美元兑人民币汇率维持 7)，较传统臭氧下游市场空间弹性超 100%。半导体应用对于臭氧的浓度、清洁度、自动化程度、稳定性都提出了远高于传统领域应用的要求。2022 年 7 月，国林科技样机已进入下游主机厂稳定性测试阶段，即将实现突破，实现产品销售。盈利预测与投资评级：公司乙醛酸项目加速爬坡，半导体、生命健康拓展臭氧设备新下游。我们下调 2023-2024 年归母净利润从 1.5/2.2 亿元至 1.0/1.7 亿元，预测 2025 年归母净利润 2.7 亿元，对应 2023-2025 年 PE33/20/12x，维持“买入”评级。风险提示：项目投产进度不达预期，国产化率提升不及预期，竞争加剧

(证券分析师：袁理 证券分析师：任逸轩)

森马服饰 (002563)：2023 年一季报点评：收入降幅收窄、净利大增，业绩超预期

投资要点 公司公告 2023 年一季报：23Q1 收入 30.02 亿元/yoy-9.29%、归母净利润 3.11 亿元/yoy+48.85%、扣非归母净利润 2.92 亿元

/yoy+58.34%。随国内疫情影响减小、消费环境回暖，23Q1 公司收入下滑幅度较 22 年的双位数下滑环比收窄；净利实现大幅增长、表现好于收入，主因毛利率提升、费用率下降、其他损益项目同比改善。流水逐月改善趋势明显，23Q1 巴拉表现好于森马。1)分月度看，1/2/3/月公司全渠道零售额分别同比-10.8%/+1.3%/+6.9%、累计同比-4%，4月前 27 天同比+24%，逐月改善趋势明显。整体来看零售表现好于报表营收，主因 23Q1 批发收入同比下滑高个位数（23Q1 的批发业务货品为 22Q4 提前预定）、拖累报表营收。2)分品牌看，23Q1 巴拉表现好于森马、森马品牌环比延续净关店，截至 23Q1 末公司门店 8127 家（森马 2738+巴拉 5389 家）、较 22 年末环比净减 13 家（森马-13 家、巴拉持平），公司预计 23 年随消费环境回暖、有望恢复净开店（200-300 家）。毛利率提升、费用率下降，归母净利率明显提升。1)毛利率：23Q1 毛利率同比+1.69pct 至 44.34%，主因市场环境回暖、公司折扣减轻，同时在全域融合战略推进下、线上线下同款同价产品占比提升、带动毛利率改善。2)期间费用率：23Q1 同比-1.55pct 至 28.11%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比-0.70/-0.15/-0.06/-0.65pct 至 23.40%/4.28%/1.36%/-0.93%，其中销售费用率下降主因 23Q1 净关店幅度较 22Q1 缩小、相关费用损失减小，管理费用率下降主因公司员工规模收缩，财务费用率下降主因贴现利息减少。3)其他损益项目：23Q1 资产减值损失 8130 万元/22Q1 为 1.5 亿元、主因库存减少；信用减值损失冲回 1545 万元/22Q1 为-3468 万元、主因应收账款减少；其他收益 1382 万元/yoy+226%，主因政府补助增加。4)归母净利率：综合上述变化，23Q1 归母净利率同比+4.05pct 至 10.36%。存货下降，经营活动现金流净额同比转正，营运情况优化。1)存货：截至 23Q1 末存货 33.7 亿元/yoy-16.8%，较 22 年末的 38.5 亿元明显降低。截至 23Q1 存货周转天数 194 天、较 22Q1 增加 3 天、较 22 年末增加 13 天，存货周转有待进一步优化。2)现金流：23Q1 经营活动现金流净额 3.89 亿元/较 22Q1 的-561.5 万元同比转正，主因采购货款及费用支出减少。截至 23Q1 末货币资金 70.44 亿元/yoy+10.59%，资金充沛。盈利预测与投资评级：公司为国内童装+休闲装双龙头，22 年受疫情冲击业绩承压，23Q1 随疫情放开收入下滑幅度收窄、净利端在各项盈利指标改善下同比大幅增长。Q1 零售流水表现好于收入端，且呈逐月改善趋势，反映服装终端消费环境持续回暖、公司复苏趋势向好。考虑 23Q1 业绩超预期，我们将 23-25 年归母净利润从 9.8/12/14 亿元上调至 10.5/14.1/16.3 亿元，对应 PE 为 17/13/11X，维持“买入”评级。风险提示：国内疫情反复，经济疲软。

（证券分析师：李婕 证券分析师：赵艺原）

正海生物 (300653)：2022 年报及 23 年一季报点评：疫情影响业绩短期承压，看好全年恢复性增长

投资要点 事件：公司 2022 年实现收入 4.33 亿（+8.26%，表示同比增速，下同），归母净利润 1.85 亿（+10.02%），扣非后归母净利润 1.73 亿（+7.29%）。2023Q1 实现收入 1.09 亿元（-7.35%），归母净利润 0.53 亿元（-2.95%），扣非归母净利润 0.53 亿元（-2.71%）。疫情影响下 22 年全年及 23Q1 业绩短期承压，符合我们预期。在研管线逐步丰富，创新驱动公司长期稳步发展。2022 年研发费用 0.38 亿（+6.74%），2022 年，公司自酸蚀粘接剂、活性生物骨、硬脑（脊）膜补片陆续在国内获批上市，进一步壮大公司产品梯队。2023 年 2 月，公司研发项目“宫腔修复膜”完成首例受试者随机入组，正式进入临床试验。预计 Q2 全国种植牙集采陆续执行，关注相关配套耗材进口替代加速机会。1 月 11 日，口腔种植体系统集采产生拟中选结果，拟中选产品平

均中选价格降至 900 余元，与集采前中位采购价相比，平均降幅 55%。本次集采汇聚全国近 1.8 万家医疗机构的需求量，达 287 万套种植体系统，约占国内年种植牙数量（400 万颗）的 72%。四川省宣布 4 月 20 日开始执行种植牙集采，我们认为随着种植体集采，手术量增加将有利于公司口腔修复膜和骨修复材料使用量和市场占有率提升。盈利预测与投资评级：考虑疫情导致公司短期业绩承压，我们将 2023-2024 年归母净利润 2.95/4.00 亿调整至 2.36/3.11 亿，2025 年归母净利润为 4.04 亿，当前市值对应 2023-2025 年 PE 分别为 35/27/21 倍，维持“买入”评级。风险提示：集采后出厂价降幅超预期风险；新品推广不及预期风险；手术量恢复不及预期风险等。

（证券分析师：朱国广）

比音勒芬（002832）：22 年报及 23 年一季报点评：衣中茅台业绩持续靓丽，23 年强势开局、领跑行业

投资要点 公司公布 2022 年报&2023 年一季报：1) 22 年：营收 28.85 亿元/yoy+6.06%、归母净利 7.28 亿元/yoy+16.50%。疫情下收入仍保持增长，利润增速高于收入主因毛利率持平略升、费用率下降。分季度看，22Q1-Q4 收入分别同比+30.16%/-14.33%/+20.10%/-12.16%、归母净利分别同比+41.29%/-13.40%/+30.42%/-6.88%，Q2/Q4 受疫情影响业绩下滑。2) 23Q1：营收 10.79 亿元/yoy+33.13%、归母净利 3.01 亿元/yoy+41.36%，受益疫情放开、收入利润均较 22Q4 大幅好转、增速领跑行业。22 年线上&加盟收入快速增长、直营小幅下滑，全渠道毛利率提升。22 年线上/直营/加盟收入分别同比+37.02%/-7.01%/+37.11%、分别占比 6%/62%/32%。1) 线上：基数较小，22 年在增加线上布局、加强与电商平台合作带动下实现较快增长，毛利率同比+12.49pct 至 63.42%、我们判断主因线上折扣提升。2) 直营：直营为公司主要销售渠道且以高线城市为主，受疫情影响收入同比下降，外延开店弥补了部分店效损失，截至 22 年末直营门店 579 家/净开 47 家/同比+8.83%（估算店效同比-15%）。22 年直营渠道毛利率同比+0.99pct 至 82.10%，“衣中茅台”的品牌力持续强化、高毛利水平进一步提升。3) 加盟：加盟渠道主要分布在低线城市，22 年受疫情影响相对较小，内生外延共促加盟渠道收入增长，截至 22 年末加盟门店 612 家/净开 44 家/同比+7.75%（估算店效同比+27%）。22 年加盟渠道毛利率同比+2.07pct 至 70.97%。毛利率提升、费用率下降、归母净利率提升。1) 毛利率：22 年/23Q1 毛利率分别同比+0.71/+0.23pct 至 77.40%/75.71%，22 年虽相对低毛利的线上渠道占比增加、但全渠道毛利率提升、促 22 年毛利率稳中有升，23Q1 继续保持高毛利水平。2) 期间费用率：22 年期间费用率同比-1.98pct 至 45.91%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比-2.35/+1.04/+0.41/-1.07pct 至 35.92%/6.78%/3.47%/-0.27%，费用管控力优秀，财务费用率下滑主因可转债全部转股、利息支出减少。23Q1 费用率同比-2.30pct 至 40.42%、进一步优化。3) 净利率：结合毛利率/费用率变动，22 年/23Q1 归母净利率分别同比+2.26/+1.62pct 至 25.22%/27.87%，盈利能力持续提升。运营效率、经营质量优秀。1) 存货：22 年末存货 7.46 亿元/yoy+12.93%，存货周转天数同比+28 天至 388 天，疫情扰动下库存有所增加；23Q1 末存货 6.53 亿元、较 22 年末下降近 1 亿元，终端销售快速增长有效缓解库存压力、存货周转优化。2) 应收账款：22 年/23Q1 应收账款周转天数分别同比-5/-5 天至 33/24 天，营运能力持续提升。3) 现金流：22 年/23Q1 经营活动现金流净额分别同比+4.98%/+8.65%至 9.42/5.07 亿元、净现比分别达 1.3/1.7，经营质量表现优秀；截至 23Q1 末账上资金 25 亿元、资金充

沛。盈利预测与投资评级：公司为高端运动时尚服饰龙头，22年Q2/Q4受疫情扰动业绩短期出现下滑，但全年收入与净利保持增长，且盈利能力进一步提升、经营质量&经营效率稳中有升。22年起公司将高尔夫系列单独开店、23年预计延续这一趋势。23Q1随疫情放开，公司收入净利增长强劲、表现持续领跑同行。4月公司收购国际知名奢侈品牌CERRUTI 1881和KENT&CURWEN，有助进一步提升品牌影响力及国际知名度，打开中长期增长空间。我们维持23-24年归母净利9.45/11.8亿元的预测、增加25年预测值14.4亿元，对应PE为22X/17X/14X，维持“买入”评级。风险提示：疫情反复、消费低迷。

(证券分析师：李婕 证券分析师：赵艺原)

杰瑞股份(002353)：2023年一季报点评：业绩符合预期，受益油气增储上产及海外高速拓展

事件：公司发布2023年一季报。2023年Q1公司实现营收23亿元，同比增长25%，归母净利润3.5亿元，同比增长61%，位于业绩预告下区间，扣非归母净利润3.4亿元，同比增长85%，与业绩预告中值一致，符合市场预期。投资要点 业绩符合预期，利润增速显著强于营收 受益于国内增储上产和海外业务拓展，2023年Q1公司收入增速稳健，毛利率提升明显，利润增速显著强于营收。2023年Q1公司销售毛利率、销售净利率分别为36.1%、15.9%，同比分别增加5.6pct、3.9pct，我们判断系高毛利率的钻完井设备收入占比提升。2023年Q1公司期间费用率15.5%，同比下降0.1pct，基本持平。其中销售/管理/研发/财务费用率分别为6.0%/4.5%/2.7%/2.3%，同比分别变动0.8/-0.1/-0.1/-0.6pct。远期来看，公司电驱及涡轮压裂设备利润率高于柴驱，在电驱及涡轮压裂设备替代柴驱设备趋势下，利润率仍有上行空间。2023年Q1公司经营回款改善，经营活动净现金流1.2亿元，2019年以来首次转正。国内增储上产+海外高速拓展，公司有望持续受益 2022年公司在手订单饱满，业绩增速向好：2022年新签订单127亿元，剔除科威特大单影响后，同比增长5%。截至2022年末，公司存量订单达85亿元，位于历史高水平，合同负债11亿元，同比增长20%。2023年公司订单有望维持较高增速：(1)非常规油气开采为十四五工作重心，中石油大规模电驱压裂设备采购计划陆续落地，23年采购量有望增长。(2)全球油气行业景气上行背景下，公司中东、北美等海外订单有望维持较高增速，北美压裂设备处于更新迭代期，而电驱/涡轮渗透率仅8%，成长空间大，公司技术领先深度受益。前期订单有望逐步兑现业绩，业绩趋势向好。锂电负极材料项目逐步落地，打造第二成长曲线 2021-2022年公司陆续启动石墨、硅基两大负极材料项目，确定“油气+新能源”双主业战略。石墨负极材料项目位于甘肃天水，达产后公司将拥有10万吨石墨负极材料年产能。硅基负极材料项目分两期，一期建在厦门，达产后公司将拥有100吨硅碳纯品、500吨氧化亚硅纯品、6000吨硅基复合负极的年产能。二期建在天水，达产后公司将拥有300吨硅碳纯品，900吨氧化亚硅纯品，12000吨硅基复合负极的年产能。截至2022年末，石墨项目(天水)已点火试运行，硅基项目一期(厦门)已建成硅碳中试线、硅碳量产线和硅氧量产线，有望自2023年为公司贡献收入。盈利预测与投资评级：我们维持2023-2025年归母净利润预测27/35/42亿元，当前市值对应PE为10/8/7倍，维持“买入”评级。风险提示：油气价格大幅波动；原材料价格上涨；新业务拓展不及预期。

(证券分析师：周尔双 证券分析师：罗悦 研究助理：韦译捷)

桐昆股份 (601233): 2023 年一季报点评: 产能扩张叠加需求复苏, 盈利拐点将至

投资要点 事件: 2023 年第一季度, 公司实现营业收入 159.13 亿元, 同比上升 22%, 环比下降 50%; 归母净利润-4.90 亿元, 同比下降 133%, 环比下降 73%; 扣非归母净利润-5.21 亿元, 同比下降-135%, 环比下降 72%。公司实现净利润-4.73 亿元, 同比下降 131%, 实现基本每股收益-0.20 元, 同比下降 132% 炼化板块价差收窄, 公司盈利短期承压: 成本端: 2023 年第一季度布伦特原油均价 82.10 美元/桶, 环比下降 7%, 但仍高于 2020-2021 年单季度水平。需求端: 2023 年第一季度国内经济处于缓慢复苏中, 涤纶长丝下游需求有所回暖, 但增速缓于预期。炼化板块价差收窄, 公司盈利短期承压。 长丝景气度修复, 市场反弹在即: 国内方面, 2023 年第一季度随着国内疫情防控措施愈发宽松, 居民出行及下游消费需求持续回暖, 涤纶长丝实现价格回弹。库存有望得到释放。海外出口方面, 中国出口集装箱运价综合指数已从 2022 年初的 3433 点回落至 2023 年 4 月的 934 点附近, 海外航线运输费用恢复正常水平, 待海外需求复苏后, 长丝出口市场同样具有广阔空间。 产能迅速扩张, 业绩潜力待释放: 2022 年末公司 PTA 产能约为 720 万吨/年, 聚合产能约为 910 万吨/年, 涤纶长丝产能约为 960 万吨/年。2023 年上半年公司南通生产基地计划投产一套 250 万吨 PTA 项目。公司沐阳生产基地也预计在 2023 年上半年实现 1 万套纺织设备投产。2023 年公司产能将持续扩张, 业绩潜力待释放。盈利预测与投资评级: 长丝行业景气度逐渐修复, 公司产能不断释放, 我们调整公司 2023-2025 年归母净利润分别 35、51 和 67 亿元 (此前 2023-2025 年预期为 35、50、66 亿元), 同比增速分别 2578%、46%、32%, EPS (摊薄) 分别为 1.45、2.11 和 2.78 元/股, 2023 年 4 月 28 日收盘价对应的 A 股 PE 分别 8.92、6.10 和 4.64 倍。公司盈利能力显著, 成本管控优异, 维持“买入”评级。 风险提示: PX 和 MEG 产能投放不及预期, 上游原材料价格上涨。

(证券分析师: 陈淑娴 证券分析师: 郭晶晶)

振华科技 (000733): 2022 年年报及 2023 年一季报点评: 业绩增长稳健, 看好军用电子龙头发展前景

事件: 公司发布 2022 年年度报告和 2023 年一季度报。公司 2022 年实现营收 72.67 亿元, 同比上升 28.48%; 归母净利润 23.82 亿元, 同比上升 59.79%。2023Q1 实现营收 21.02 亿元, 同比上升 11.46%; 归母净利润 7.35 亿元, 同比上升 20.96%。 投资要点 2022 年净利润同增 59.79%, 盈利能力稳健提升。受益于十四五期间军工电子元器件需求旺盛和公司稳定的高新供应链产业链, 2022 年全年公司实现营收 72.67 亿元, 同比上升 28.48%; 归母净利润 23.82 亿元, 同比上升 59.79%; 毛利率 62.72%, 同比提升 1.90pct, 归母净利率 32.79%, 同比提升 6.32pct。公司 Q1 业绩仍呈稳步增长趋势, 实现营收 21.02 亿元, 同增 11.46%; 归母净利润 7.35 亿元, 同增 20.96%; 毛利率 63.53%, 归母净利率 34.95%, 均比上年同期有所提升。 定增 25.18 亿元已获深交所审核通过, 积极布局半导体分立器件。公司定增申请已通过审核, 投资项目聚焦半导体分立器件的产能提升和纵向延伸机电路板相关产业链。公司作为国内电子元器件龙头, 深耕相关技术研发超 20 年, 高端产品处于国际领先水平, 其中二极管产品市占率高达 60%, 在研发投入与专利数量上均处于行业领先地位。随着定增投资项目的投产, 将进一步提升核心竞争力。 存货高达 22.88 亿元, 电子元器件库存同比下降 41.57%。公司为满足订单交付提前备货, 2022 年存货 22.88 亿元, 同比增长 23.95%。公司主营产品库存量为 52044.26

万只，同比下降 41.57%；此外，公司绩效奖励增长，薪酬同比增加 2326 万元，体现公司相关产品在市场上需求和竞争力较高，公司销售策略和业绩取得非常大的突破。盈利预测与投资评级：考虑下游装备的放量节奏，我们预计 2023-2025 年归母净利润为 29.94 (-0.20) /36.93 (+0.70) /45.42 亿元，对应 PE 分别为 16/13/10 倍，维持“买入”评级。风险提示：1) 下游需求及订单波动；2) 原材料价格上涨；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)

智明达(688636): 2022 年年报及 2023 年一季报点评: 短期业绩承压, 看好长期发展前景

事件：公司发布 2022 年年度报告和 2023 年一季度报。公司 2022 年实现营收 5.41 亿元，同比上升 20.35%；归母净利润 0.75 亿元，同比下降 32.40%。2023Q1 实现营收 0.68 亿元，同比下降 32.18%；归母净利润-0.01 亿元，同比下降 114.83%。投资要点 2022 年营业收入同增 20.35%，在手订单超 6 亿元。2022 年全年公司机载、弹载，和其他场景的嵌入式计算机分别实现营收 3.16 亿元 (+5.69pct)、1.24 亿元 (+93.51pct)、0.98 亿元 (+15.13pct)，各项业务均保持增长，其中弹载类产品营收增幅超 90%，有望成为公司新的业绩增长点。由于原材料价格上涨、国产化、公司人员薪酬及福利费用增加等因素导致公司归母净利润下降 32.40%。随着人员成本投入逐渐产生规模优势、供应链趋于稳定、6.4 亿在手订单收入的确认，公司盈利能力有望得到持续改善。连续两年实行股权激励，重视人才梯队建设培养。公司于 2021 年向 98 名激励对象授予合计 104.77 万股限制性股票；公司 2022 年仍计划向 25 名中基层管理人员及技术骨干授予第二类限制性股票不超过 11.59 万股，约占公司股本总额的 0.23%。两次股权激励计划均涵盖中基层与技术骨干，将增强员工归属感、激发创造力，稳定核心团队，实现公司与员工共同发展，为股东带来更多价值实现空间。研发费用达 1.14 亿元，积极推动新技术平台竞争力。公司高度重视研发投入，研发费用占营收比例高达 21.10%，以提升市场竞争力。此外，研发人员数量同增 21.50%，薪酬同增 30.10%，占研发费用的 75%，体现公司对研发人才的重视。通过推进新技术平台核心竞争力和人才引进培养，公司在计算控制、AI 网络模型信号处理、大容量存储和图形图像等多个技术方向上取得显著进展。截至 2022 年底，公司通过自主研发取得专利 41 项、软件著作权 163 项，形成大量拥有自主知识产权且经过客户使用验证的关键核心技术，为赢得客户信赖、业务拓展，和获取更多订单提供强大支撑。盈利预测与投资评级：基于下游装备的放量节奏，我们将 2023-2025 年归母净利润调整为 1.31 (-0.99) /1.72 (-1.52) /2.12 亿元；对应 PE 分别为 32/24/20 倍，维持“买入”评级。风险提示：1) 下游需求及订单波动；2) 原材料价格上涨；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)

鸿远电子(603267): 2023 年一季报点评: 短期业绩向下波动, 中长期需求依旧看好

事件：公司发布 2023 年一季度报，2023 年 Q1 公司实现营业收入约 4.35 亿元，同比下降 38.06%；归属于上市公司股东的净利润 1.01 亿元，同比下降 60.07%。投资要点 2023 年 Q1 归母净利润同比下降 60.07%，预计中长期可恢复。Q1 公司实现营业收入回落，同比下降 38.06%，原因是下游市场短期景气度趋弱，自产及代理业务客户需求

回落。归母净利润同比下降 60.76%，比营收下降幅度更大，系人工成本上升，同时公司为巩固市场份额增加了业务相关费用支出所致，中长期来看公司有定力熨平短期营收、利润下降的波动。2023 年 Q1 合同负债增长 7.6%，下游需求即将回暖。报告期内合同负债为 347 万元，较 2022 年末增长 7.6%，预示下游需求回暖，未来收入增加。报告期内公司综合毛利率为 49.91%，在 2022 年度公司自产业务毛利率达 80.91%，代理业务毛利率为 10.78%，自产电子元器件下游为航天航空、兵器、电子信息等高可靠领域，为公司带来稳健的收入和利润保障。深化产业布局，积极拓展市场空间，彰显发展决心。公司围绕瓷介电容器、滤波器、微波模块为核心打造产品体系，加强拓展市场规模。公司在已有瓷介电容器的业务优势上，横向拓展了薄膜微带电路、阻容网络等产品，在军民领域均拓展了市场空间；公司的滤波器产品系列齐全，基本覆盖目前电源用抗干扰滤波器的类型，多款产品可以替代进口产品；微波模块产品、微控制器、微处理器形成系列产品，能够组成各种应用场景的控制单元，技术均处于行业前列水平。公司围绕主营业务深化产业布局，不断拓展市场边界，彰显发展决心。盈利预测与投资评级：考虑到下游装备的放量节奏，我们预计 2023-2025 年归母净利润为 9.92/12.06/13.72 亿元，对应 PE 分别为 17/14/12 倍，首次覆盖，给予“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)

睿创微纳 (688002)：2022 年年报和 2023 年一季度报点评：2023 年 Q1 归母同增 471%，两大业务境内外布局持续推进。

事件：公司发布 2022 年报和 2023 年一季度报。2022 年营收 26.46 亿元，同比增长 48.62%，归母净利润 3.13 亿元，同比-32.05%。2023Q1 营收 7.90 亿元，同比增长 77.45%，归母净利润分别为 0.82 亿元，同比+471.33%。投资要点 2022 盈利短期承压，2023 年 Q1 营收盈利高增长。公司 2022 年营收 26.46 亿元，同比增长 48.62%，归母净利润分别为 3.13 亿元，同比-32.05%，主要系销售产品的结构变动所致。2023Q1 营收 7.90 亿元，同比增长 77.45%，归母净利润分别为 0.82 亿元，同比+471.33%，营收及净利润均高增，主要是公司拓展销售渠道、销售订单增加所致，同时说明公司已经克服产品结构变动的影响，未来有望实现订单持续放量。产品结构调整毛利率下滑，费用管控总体稳健。2022 年整体毛利率为 46.58%，同比下降 11.76pct，净利率为 10.83%，同比下降 14.95pct，红外热成像/微波射频业务毛利率分别为 50.5%/24.8%，主要系销售产品结构变化导致。费用率方面，2022 年期间费用率同比增加 0.1pct 至 34.5%，销售/管理/研发费用率分别同比+1.3pct/+2.1pct/-3.2pct 至 5.7%/8.8%/20.3%，财务费用率为-0.3%，去年同期为-0.1%。销售费用率增加主要系人工成本及售后维修费用增加所致，管理费用率增加主要系人工成本、折旧摊销费及股权激励费用增加所致，财务费用率为负主要系汇兑收益增加所致。红外微波双增长，境内境外深布局。公司已形成红外业务为主，微波、激光等多维感知领域逐步突破的新格局。公司在非制冷红外领域处于国内领先，国际先进的技术地位，目前公司红外热成像业务主要布局海外市场，2022 年境外收入 13.28 亿元，同比高增 78.47%。公司在 2021 年收购无锡华测后，以 T/R 组件、相控阵子系统及雷达整机切入微波领域，在微波领域已建立完整产业链，同时在底层的微波半导体方面持续建设核心竞争力，无锡华测净利润从 2021 年的 177 万元高增至 2022 年的 2594 万元。盈利预测与投资评级：考虑到下游装备的放量节

奏，我们将 2023-2025 年归母净利润调整为 5.06 (-3.72) / 6.54 (-4.58) / 8.14 亿元，对应 PE 分别为 46/35/28 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)

湘电股份(600416): 2022 年年报和 2023 年一季度报点评: 积极实现“双碳”转型, 业绩迎来拐点

事件: 公司发布 2022 年年报和 2023 年一季度报, 2022 年公司营收 44.52 亿元, 同比增长 10.58%, 归母净利润为 2.55 亿元, 同比增长 221.23%; 2023 年 Q1 营收 11.51 亿元, 同比增长 10.09%, 归母净利润 1.02 亿元, 同比增长 103.67%。投资要点 积极实现“双碳”转型, 业绩迎来拐点。2022 年公司实现营业收入 44.52 亿元, 同比增长 10.58%, 迎来营收连续 5 年下降之后的首次正增长, 同时 2023Q1 继续保持增长势头, 实现营业收入 11.51 亿元, 同比增长 10.09%, 表明公司“双碳”战略已取得阶段性成果, 配合收入增长、利润快速提升, 公司将步入发展新阶段。优化内部管理, 财务费用降低、毛利率提升。2022 年公司综合毛利率为 24.11%, 提升 4.96pct, 公司加快智慧车间建设, 生产效率明显提升。费用端, 公司积极推进银行贷款降利率, 贷款利率由年初 4.08% 下降到 3.27%, 2022 年财务费用同比下降 16.49%, 取得优化成效。公司在积极应对宏观经济下行的压力下, 取得了稳中趋优的态势。非公开募集资金 30 亿元, 加强产业化能力。2022 年 10 月, 公司非公开发行 1.7 亿股, 募集资金 30 亿元, 资金主要用于车载特种发射装备系统产业化建设、轨道交通高效牵引及节能装备产业化建设, 并收购湖南湘电动力 29.98% 股权, 进一步增厚公司“电磁能+电机+电控”核心产业发展基础。拥有船舶综合电力系统核心技术, 乘海军装备转型之东风。中国海军正处于装备放量高峰期, 从数量和总吨位跨向技术更先进、能力更全面的远洋战略力量, 公司拥有船舶综合电力推进系统和特种发射两大核心技术, 相关产品市场占有率为 100%, 公司以此为依托布局海军装备为牵引的军工发展格局, 围绕船舶、海洋领域构建新一代电磁电气技术产业链。盈利预测与投资评级: 基于十四五军工行业高景气, 并考虑公司在电磁推进系统的垄断地位, 我们预计 2023-2025 年归母净利润为 4.77 (+0.11) / 7.03 (+0.18) / 8.91 亿元, 对应 PE 分别为 52/35/28 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 1) 下游需求及订单波动; 2) 公司盈利不及预期; 3) 市场系统性风险。

(证券分析师: 苏立赞 证券分析师: 钱佳兴 研究助理: 许牧)

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5% 以下。

东吴证券研究所
 苏州工业园区星阳街 5 号
 邮政编码: 215021
 传真: (0512) 62938527
 公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>