

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2023-05-08

宏观策略

2023年05月08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

晨会编辑 张良卫

执业证书: S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

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。

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)

后市展望: 好客转债和江山转债表现或占优。

行业

锂电设备 2022 年报&2023 年一季报总结: 业绩持续高增, 锂电设备商受益于 动力及储能电池厂持续扩产+电池技术迭代

全球电动化发展&技术迭代趋势下,设备公司最先受益。重点推荐具备整线供应能力的整线设备龙头【先导智能】,海外疫情结束后扩产最受益的后段设备龙头【杭可科技】,激光焊接龙头【联赢激光】,动力锂电设备放量的【利元亨】,换电设备放量迎第二增长曲线的【瀚川智能】;复合铜箔产业化进程下的一步法先行者【道森股份】,两步法整线设备商【东威科技】,超声波滚焊龙头设备商【骄成超声】。

汽车行业点评报告: 新势力跟踪之 4 月销量点评: 9 家新势力合计交付环比+3%, 多款新车上市有望提振销量

投资建议: 2023 年板块配置目前排序: 客车>重卡/两轮车>乘用车/零部件。1) 客车板块: 上行周期或刚开始。2023 年或开始新一轮上行周期(国内大中客均值回归+出口进入持续快车道等)。受益排序: 龙头率先【宇通客车】,后期或扩散龙二/龙三【金龙汽车/中通客车】等。2) 重卡板块: 迎小周期的复苏阶段。2016 年重卡迎来了一轮周期的上行阶段(国标切换&治超&集中换车等共同驱动),2021-2022 年进入了这轮周期的下行阶段,2023 年或迎来小周期的复苏阶段&下一轮大周期的准备期(经济稳增长+国标切换+出口增长+新能源转型等)。受益排序: 中国重汽/潍柴动力/汉马科技/中集车辆等。3) 电动两轮车板块: 上行周期的业绩兑现阶

段。2017-2022 年迎来上行周期（新国标实施+配送服务需求）且头部企业集中度持续提升，2023 年总体趋势或仍延续。核心受益头部企业：雅迪控股/爱玛科技。4）乘用车板块：价格战正在进行时。投资层面，短期（1 年内）视角板块仍需消化价格战。长期（1-2 年以上）视角依然对自主品牌全球崛起充满信心【比亚迪/理想/长城/吉利/蔚来/小鹏/长安/上汽/广汽】等。5）零部件板块：基本与乘用车一荣俱荣，一损俱损。短期（1 年内）视角优选业绩与国内乘用车价格战相关度较低的品种【中国汽研/岱美股份/爱柯迪】等。中长期（1-2 年以上）视角建议核心围绕“具备出海综合优势”布局优质零部件品种（福耀/拓普/旭升/文灿/爱柯迪/新泉/岱美/继峰/德赛/华阳/伯特利/星宇等）。风险提示：全球地缘政治不确定性增大；全球经济复苏低于预期等

双碳环保日报：山西省印发《山西省有色金属行业转型升级 2023 年行动计划》，推动绿色低碳转型

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。

激光行业 2022 年报&2023 年一季报总结：新能源激光业绩高增，通用激光需求回暖明显

投资建议：制造业逐步复苏背景下，通用激光有望表现出较强增长弹性。此外，建议关注激光精细微加工在新应用领域的 0 到 1 突破。重点推荐【柏楚电子】【德龙激光】【锐科激光】【联赢激光】【大族激光】等细分赛道龙头，建议关注【金橙子】【海目星】【长光华芯】【英诺激光】等。风险提示：激光行业竞争加剧，宏观经济增长不及预期等。

推荐个股及其他点评

赛意信息（300687）：2022 年年报和 2023 年一季报点评：数字化和国产化双轮驱动，静待业绩重回高增

盈利预测与投资评级：赛意信息是离散制造 MES 和泛 ERP 领军者，自研产品营收比例不断提升，随着制造业逐步复苏和 ERP 国产化进程加快，公司业绩有望重回高速增长。但由于 2022 年疫情影响，我们下调 2023-2024 年归母净利润预测为 3.34(-0.07)/4.46(-0.12)亿元，给予 2025 年归母净利润预测为 5.81 亿元，维持“买入”评级。

理想汽车-W（02015.HK）：4 月交付再创新高，双能战略赋能强势周期
我们维持理想汽车 2023~2025 年营业收入预期为 947/1599/2215 亿元，分别同比+109%/+69%/+38%；归母净利润为 25/80/190 亿元，2024/2025 年同比+220%/+138%；2023~2025 年对应 PE 分别为 68/21/9 倍。看好后续多款新车有望带来销量持续高增长，对比行业龙头特斯拉 PS 估值，给予 2023 年 3 倍的目标 PS，对应目标价 155.25 港币，当前股价 92.40 港币。维持理想汽车“买入”评级。

通策医疗（600763）：2022 年年报&2023 年一季报点评：2023 年 Q1 业务逐步回暖，蒲公英分院收入快速提升

2022 年疫情下业绩承压，种植与大综合业务保持正增长。2022 年，公司口腔医疗门诊量达到 294.59 万人次。分业务来看，2022 年种植业务收入 4.48 亿元（+1.5%），收入占比 17%；正畸业务收入 5.15 亿元（-3.6%），收入占比 20%（-1pct），较去年同期下降 1 个百分点，下同；儿科业务

收入 4.85 亿元 (-8.3%)，收入占比 19% (-1pct)，修复业务收入 4.27 亿元 (+0.1%)，收入占比 17% (+1pct)；大综合业务 6.98 亿元 (+2.1%)，收入占比 27% (+1pct)。分地区来看，2022 年，浙江省内收入 24.8 亿元 (-0.09%)，浙江省外收入 2.17 亿元 (-21.28%)。2022 年，杭口总院收入 6.57 亿元 (-11%)，城西总院收入 4.67 亿元 (-17%)，宁口总院收入 1.73 亿元 (-1%)。2023 年 Q1，种植/修复/综合实现正增长，蒲公英分院增长 60%。2023 年 1 月、2 月、3 月单月营收分别同比变化-31.8%、+32.3%、+5.6%，主要由于 1 月份受到疫情过峰扰动、3 月份种植牙集采影响观望情绪等，总体上 2023 年 Q1 收入增长呈逐步恢复态势。2023Q1，公司蒲公英分院累计开业 37 家，本年预计交付 8 家医院投入运营。2022 年陆续开业的医院于 2023Q1 实现盈利 7 家，2023 年 Q1 蒲公英贡献业务收入 1.26 亿元，同比增长 60%。分业务来看，2023 年 Q1 种植收入 1.04 亿元 (+2.7%)，正畸收入 1.20 亿元 (-3.5%)，儿科收入 1.26 亿元 (-0.2%)，修复收入 1.01 亿元 (+5.4%)，综合收入 1.84 亿元 (+5.7%)。盈利预测与投资评级：考虑到种植牙集采政策及其他客观因素的影响，我们将 2023-2024 年公司归母净利润由 7.41/9.64 亿元下调为 6.92/9.05 亿元，2025 年归母净利润预计为 11.58 亿元，对应当前市值的 PE 分别为 55/42/33 倍，考虑到公司有望在疫后恢复增长，当前估值性价比较高，上调为“买入”评级。风险提示：种植量增长不及预期的风险；正畸项目增长不及预期的风险；新医院爬坡不及预期的风险；医院利润率提升不及预期的风险等。

华宝新能 (301327)：2022 年年报及 2023 年一季报点评：盈利能力显著下滑，Q1 业绩低于预期

考虑到行业需求增速放缓，我们下调 2023-2025 年公司归母净利润至 2.18/4.50/7.77 亿元（原预测 23-24 年为 7.03/10.39 亿元），同比 -24%/+106%/+73%，对应 PE 为 47/23/13 倍，考虑储能市场空间大且公司盈利能力后续有望稳中提升，维持“买入”评级。

中鼎股份 (000887)：2022 年/2023 年 Q1 业绩点评：智能底盘业务推动业绩增长，全球化布局进展顺利

考虑到空气悬挂订单良好，我们将公司 2023-2024 年营收预测从 155.0/181.4 亿元上调至 159.6/181.6 亿元，2025 年为 210.3 亿元，同比 +7%/+14%/+16%；考虑到价格战对供应链的传导，将归母净利润预测从 12.5/14.7 亿元下调至 11.6/13.3 亿元，2025 年为 15.4 亿元，同比 +21%/+15%/+15%，对应 PE 为 14/12/10 倍，维持“买入”评级。

宇通客车 (600066)：4 月产销同环比继续向好，重点推荐！

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

华特气体 (688268)：特气领军者，品类拓宽产能扩充驱动快速成长

本土晶圆产能供需缺口较大，半导体扩产热潮推动特气高增。1) 特种气体为晶圆制造第二大耗材，广泛应用于电子半导体领域，气体占晶圆制造材料成本 13%为第二大耗材，占 IC 材料总成本 5%-6%，特气下游超四成应用于电子半导体领域。2) 半导体扩产热潮推动特气高增。全球晶圆厂仍处于扩产周期。国内各大晶圆厂仍处于扩产周期，在 2025 年前仍

在进行产线扩建。根据我们的统计，至 2025 年底，头部晶圆厂的产能距 2021 年新增 296.9 万片/月（约当 8 英寸）。2021-2025 年大陆晶圆产能复合增速 16.6%。晶圆厂扩产明确，拉动上游电子特气需求不断增长。关注供应链安全，电子特气国产率仅 15%，自主可控强逻辑。二十大报告强调产业链关键环节自主可控，关注核心技术攻坚&材料国产化替代，电子特气国产化率仅 15%，国产替代迫切。我国特气企业不断强化核心技术、提升产品品质、扩产气体品类，逐步打破国外厂商垄断，国产替代浪潮涌起。我国特种气体领航者，品类&技术优势显著。积极向全品类气体供应商进军，已成为国内经营气体品种最多的企业之一，现有产品多达 240 余种。公司积极助力国产化进程打破外资垄断，实现近 50 种产品国产替代。国内首家打破高纯六氟乙烷、高纯三氟甲烷、高纯八氟丙烷、高纯二氧化碳、高纯一氧化碳、高纯一氧化氮、以及光刻气等产品进口制约的气体公司。布局前端产业链纯化环节，打造闭环生产模式。

赛力斯(601127): 2022 年报及 2023 一季报点评: 2023Q1 亏损环比收窄, 看好公司长期发展

盈利预测与投资评级: 自持新能源技术+牵手华为, 打造全新模式。考虑国内乘用车市场竞争加剧, 我们下调公司 2023-2024 年业绩预期至 -25.73/-9.46 亿元(原为-20.94/8.62 亿元), 我们预计 2025 年归母净利润为 9.21 亿元, 对应 PS 为 1.10/0.59/0.35 倍。维持公司“买入”评级。风险提示: 芯片/电池等关键零部件供应链不稳定; 新平台车型推进不及预期; 公司与华为合作推进进度不及预期

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，因此当前或是回售期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

锂电设备 2022 年报&2023 年一季报总结：业绩持续高增，锂电设备商受益于 动力及储能电池厂持续扩产+电池技术迭代

12022&2023Q1 锂电设备行业整体业绩正向增长。我们选取【先导智能】【杭可科技】【先惠技术】【赢合科技】【利元亨】【海目星】【联赢激光】【科瑞技术】【斯莱克】【瀚川智能】【道森股份】【东威科技】【骄成超声】共 13 家企业。①2022&2023Q1 锂电设备板块整体业绩正向增长，2022 年营收 492 亿元，同比+60%，归母净利润 52 亿元，同比+72%；2023Q1 营收 113 亿元，同比+31%，归母净利润 11 亿元，同比+45%；2022 年行业平均毛利率 31.5%，同比+1pct，平均归母净利率 10.5%，同比+1pct，2023Q1 平均毛利为 33.8%，同比+4pct，平均归母净利率 9.5%，同比+1pct，随着低毛利订单逐步出清&规模效应凸显，行业盈利能力改善。1②预收款、存货高增长显示在手订单充足，短期业绩增长动力强。截至 2023Q1 末锂电设备行业合同负债（预收账款）为 229 亿元，同比+81%，存货为 357 亿元，同比+50%，表明

设备商订单充沛,例如先导智能2022年新签订单260亿元,同比+39%;杭可科技2022年新签订单66亿元+,同比+32%;利元亨2022年新签订单约100亿元,同比+43%。③订单充足推高存货周转天数,Q1经营活动现金流受前期备货支出等影响流出较多。锂电设备行业订单充足,原材料&发出商品增多,同时2023Q1受到疫情及下游客户进度等影响,行业存货周转天数上升至410天,应收账款周转天数略有上升为179天。经营活动净现金流来看,2022年经营活动现金流净额为27亿元,2023Q1经营活动现金流净额为-34亿元,主要系前期生产准备支出的现金流较多。1锂电设备行业是黄金成长赛道,持续受益于全球电动化趋势&电池技术迭代。我们对行业做出以下预判:①全球动力电池进入新的产能周期,尤其是海外电池厂扩产加速,我们认为国内头部设备商具备全球竞争力,随着锂电设备商积极进行海外布局,将充分受益于海外电池厂相较国内偏滞后的大规模扩产。②储能市场有望成为锂电设备下一个重要增长点:大型储能倾向于使用大方形电池,家庭储能倾向于使用大圆柱电池,我们预计到2025年储能锂电设备需求有望超300亿元。③锂电设备仍在进行技术迭代:复合铜箔的生产完全不同于传统铜箔,一步法/两步法等多种方案共存,方形电芯长薄化也对叠片机提出更高要求,4680大圆柱电池的激光焊接难度提升。④国产龙头设备商注重盈利能力提升,规模效应显现:锂电设备商均推出相应的股权激励计划,业绩目标注重盈利能力提升等。1投资建议:全球电动化发展&技术迭代趋势下,设备公司最先受益。重点推荐具备整线供应能力的整线设备龙头【先导智能】,海外疫情结束后扩产最受益的后段设备龙头【杭可科技】,激光焊接龙头【联赢激光】,动力锂电设备放量的【利元亨】,换电设备放量迎第二增长曲线的【瀚川智能】;复合铜箔产业化进程下的一步法先行者【道森股份】,两步法整线设备商【东威科技】,超声波滚焊龙头设备商【骄成超声】。1风险提示:下游电池厂扩产低于预期;设备行业竞争格局变化;疫情对经营业绩影响的风险。

(证券分析师:周尔双 证券分析师:刘晓旭)

汽车行业点评报告:新势力跟踪之4月销量点评:9家新势力合计交付环比+3%,多款新车上市有望提振销量

投资要点 4月新势力车企整体交付量环比+2.9%。9家新能源乘用车重点车企4月新能源汽车交付量合计32.32万辆,同环比分别+104.85%/+2.90%,观望情绪部分消退+部分车企新车催化4月销量环比实现小幅提升。其中理想/埃安4月销量创历史新高,蔚来/哪吒4月交付环比下滑相对承压。 一线新势力车企:1)理想:4月理想共交付新车25,681辆,同环比分别+516.29%/+23.33%,其中理想L7在首个完整的交付月份实现了交付过万。渠道方面,截至4月30日理想汽车在全国有302家零售中心,4月单店效能为86辆/家,环比+22.92%。2)小鹏:4月小鹏共交付7079辆,同环比分别-21.36%/+1.10%。新车方面,小鹏G6在上海车展正式亮相,将在Q2正式上市并启动交付。3)蔚来:蔚来4月共交付新车6658辆,同环比分别+31.22%/-35.85%。新车方面,EC7已于4月开启交付,2023款ET7/ES6将于5月开启交付。销售网络方面,截至4月底蔚来累计布局114家蔚来中心+276家蔚来空间。补能体系方面,截至4月底共布局1398座换电站。此外海外相关设施也在持续布局中。 其他新势力车企:除哪吒外交付量环比均提升。1)哪吒汽车:4月交付11080辆,同环比分别+25.72%/-9.87%。新车方面,哪吒GT于上海车展正式发布,展车于4月20日起陆续到店。2)零跑汽车:4月实际交付8726辆,同环比分别-3.97%/+41.38%,销量快速回升。3)广汽埃安:

4月销量41012辆，同环比分别+301.61%/+2.49%，再创历史新高。Hyper GT于4月预售发布，售价21.99万元起，我们预计该款车型将贡献重要销量增量。4) 吉利极氪：极氪4月交付8101辆，同环比分别为+279.08%/+21.58%，极氪X正式于4月正式上市。5) 问界：4月问界交付4585辆，同环比+41.29%/+24.63%。问界M5和M5 EV智驾版于4月正式发布，搭载HUAWEI ADS 2.0系统，全面提升智能驾驶能力。投资建议：2023年板块配置目前排序：客车>重卡/两轮车>乘用车/零部件。1) 客车板块：上行周期或刚开始。2023年或开始新一轮上行周期（国内大中客均值回归+出口进入持续快车道等）。受益排序：龙头率先【宇通客车】，后期或扩散龙二/龙三【金龙汽车/中通客车】等。2) 重卡板块：迎小周期的复苏阶段。2016年重卡迎来了一轮周期的上行阶段（国标切换&治超&集中换车等共同驱动），2021-2022年进入了这轮周期的下行阶段，2023年或迎来小周期的复苏阶段&下一轮大周期的准备期（经济稳增长+国标切换+出口增长+新能源转型等）。受益排序：中国重汽/潍柴动力/汉马科技/中集车辆等。3) 电动两轮车板块：上行周期的业绩兑现阶段。2017-2022年迎来上行周期（新国标实施+配送服务需求）且头部企业集中度持续提升，2023年总体趋势或仍延续。核心受益头部企业：雅迪控股/爱玛科技。4) 乘用车板块：价格战正在进行时。投资层面，短期（1年内）视角板块仍需消化价格战。长期（1-2年以上）视角依然对自主品牌全球崛起充满信心【比亚迪/理想/长城/吉利/蔚来/小鹏/长安/上汽/广汽】等。5) 零部件板块：基本与乘用车一荣俱荣，一损俱损。短期（1年内）视角优选业绩与国内乘用车价格战相关度较低的品种【中国汽研/岱美股份/爱柯迪】等。中长期（1-2年以上）视角建议核心围绕“具备出海综合优势”布局优质零部件品种（福耀/拓普/旭升/文灿/爱柯迪/新泉/岱美/继峰/德赛/华阳/伯特利/星宇等）。风险提示：全球地缘政治不确定性增大；全球经济复苏低于预期等

（证券分析师：黄细里 研究助理：杨惠冰）

双碳环保日报：山西省印发《山西省有色金属行业转型升级2023年行动计划》，推动绿色低碳转型

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。工信部组织开展2023年度工业节能监察工作，严格能效约束。4月21日，工信部发布关于组织开展2023年度工业节能监察工作的通知，进一步严格能效约束，推动重点行业领域节能降碳、降本增效。在2021、2022年工作基础上，对钢铁、焦化、铁合金、水泥（有熟料生产线）、平板玻璃、建筑和卫生陶瓷、有色金属（电解铝、铜冶炼、铅冶炼、锌冶炼）、炼油、乙烯、对二甲苯、现代煤化工（煤制甲醇、煤制烯烃、煤制乙二醇）、合成氨、电石、烧碱、纯碱、磷铵、黄磷等17个行业企业，开展行业强制性能耗限额标准、能效标杆水平和基准水平，原则上十四五前三年对本地区上述行业企业实现节能监察全覆盖。欧洲议会批准碳关税，倒逼出口企业绿色转型。4月18日，欧洲议会批准“Fit for 55”2030一揽子气候计划中数项关键立法，包括碳排放交易系统（ETS）的修订；碳边界调整机制（CBAM）；社会气候基金法（SCF）。此次欧洲议会通过后碳关税还需要在欧盟理事会继续商讨，最终在《欧盟官方公报》上发布，并在发布20天后生效。CBAM政策的实施将倒逼国内出口企业绿色转型，降低生产过程中的碳排放。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：半导体配套治理行业深度：刚需&高壁垒铸就价值，设备国产替代&耗材突破高端制程！环卫装备月报：2023M1-3 环卫新能源销量同增 27%，渗透率同比提升 2.01pct 至 6.84%；九丰能源：清洁能源盈利稳定，一主两翼格局布局完善；锂电回收周报：锂价&折扣系数下行再生盈利企稳，双碳政策下再生材料重要性提升，回收渠道推进。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)

激光行业 2022 年报&2023 年一季报总结：新能源激光业绩高增，通用激光需求回暖明显

uQ1 通用激光需求拐点已经出现，新能源设备企业业绩加速增长。我们选取 14 家激光行业重点标的，包括【华工科技】【柏楚电子】【大族激光】【帝尔激光】【锐科激光】【长光华芯】【炬光科技】【联赢激光】【海目星】【杰普特】【亚威股份】【德龙激光】【英诺激光】【金橙子】。1) 收入端：2022 年十四家激光企业合计实现营业收入 443 亿元，同比+9%，下游分化明显，通用激光行业需求短期承压，新能源激光设备需求持续旺盛。2023Q1 十四家激光企业合计实现营业收入 94 亿元，同比-2%，其中柏楚电子和锐科激光营收分别同比+43%和+12%，通用激光行业复苏迹象已经出现。2) 利润端：2022 年十四家激光企业合计实现归母净利润 42 亿元，同比-17%，明显下滑，主要系通用激光市场竞争加剧。2023Q1 十四家激光企业合计实现归母净利润 9 亿元，同比-1%，降幅明显收窄。2022 年和 2023Q1 十四家激光企业销售净利率分别为 9.15%和 10.25%，分别同比-3.21pct 和+0.06pct，2023Q1 盈利水平开始触底回暖。进一步分析来看：(1) 毛利端：2022 年和 2023Q1 十四家激光企业销售毛利率分别为 30.86%和 30.85%，分别同比-1.54pct 和-0.23pct；(2) 费用端：2022 年和 2023Q1 十四家激光企业期间费用率分别为 21.31%和 24.00%，分别同比+0.75pct 和+2.97pct，2023Q1 明显上升，主要系部分企业加大研发投入力度。3) 2022 年末和 2023Q1 末十四家激光企业合同负债分别为 71.43 和 82.64

亿元，分别同比+41%、+50%，保持快速增长，主要受益于新能源激光设备企业签单饱满，预收款项较多。u2023年看好通用激光增长弹性，建议关注激光新应用领域0到1突破。1)多项宏观数据明显改善，2023年制造业有望逐步复苏。渗透率提升驱动下，通用激光行业在制造业上行周期中有望表现出更高成长弹性，我们看好2023年通用激光重回快速增长通道，竞争格局更好&无价格战的激光切割控制系统环节有望深度受益，光纤激光器环节利润端有较大修复空间。2)切割、打标、焊接等宏观加工仍为激光设备主要应用场景，作为精细微加工的先进制造工艺，激光在半导体、光伏、锂电等领域的应用潜力正在快速放大，建议关注激光在钙钛矿电池、Micro LED巨量转移、SiC切片等新应用领域的0到1突破。u投资建议：制造业逐步复苏背景下，通用激光有望表现出较强增长弹性。此外，建议关注激光精细微加工在新应用领域的0到1突破。重点推荐【柏楚电子】【德龙激光】【锐科激光】【联赢激光】【大族激光】等细分赛道龙头，建议关注【金橙子】【海目星】【长光华芯】【英诺激光】等。u风险提示：激光行业竞争加剧，宏观经济增长不及预期等。

(证券分析师：周尔双 证券分析师：黄瑞连)

推荐个股及其他点评

赛意信息(300687)：2022年年报和2023年一季度点评：数字化和国产化双轮驱动，静待业绩重回高增

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22.71亿元，同比增长17.37%；归母净利润2.49亿元，同比增长11.10%；扣非归母净利润2.25亿元，同比增长8.13%。2023年一季度公司实现营收5.17亿元，同比增长5.16%；归母净利润-0.18亿元，同比减少225.57%；扣非归母净利润-0.19亿元，同比减少298.32%。业绩符合市场预期。投资要点 疫情导致净利润增速放缓，自研产品占比提升：利润端，若扣除股份支付费用约3,263.47万元影响，利润增速为25.63%。受疫情变化环境影响，公司2022年部分项目实施连续性有一定波动，归母净利润增速有所放缓。产品端，公司不断提升自研产品营收占比，于2022年12月发布“赛意工业互联网平台”及“谷神工业aPaaS平台3.0”；同时着力提升工业管理软件的产品化能力，推出行业套件、技术中台，提升产品标准化程度，拉升毛利率。客户端，公司持续专注高景气度行业的客户拓展，不断加强区域营销布局。谷神工业互联网平台陆续在新能源、装备制造及自然资源等行业获得多个千万级订单。2022年公司合计新签订单近30亿，同比增长约18%。智能制造业务行业领先，泛ERP行业竞争格局改善：分产品来看，2022年，智能制造及工业互联网实现营收8.09亿元，同比增长1.03%；实现毛利率43.15%，同比增长1.03pct，得益于市场团队在所处电子高科技及装备制造等优势行业的持续深耕及扩张。根据IDC 2022年10月数据，公司在高科技电子及计算机通信方面厂商份额排名第一，占比7.6%；在装备制造MES解决方案厂商份额中排名第二，占比4.2%。泛ERP实现营收12.40亿元，同比增长10.95%，受益于核心ERP实施市场的竞争格局进一步集中；实现毛利率32.70%，同比减少2.41pct。积极实施并购策略，携手合作伙伴共建信创生态体系：2022年9月，公司完成了对易美科51%股权的收购，加速公司在PCB垂直行业的工业数字化领域的布局。赛意信息与华为云、致远互联、深信服等伙伴达成战略合作，不断拓宽信创领域的生态版图。2023年4月，华为宣布成功实现MetaERP研

发和替换，赛意信息作为华为顶级战略合作伙伴，后续将充分受益 MetaERP 战略的实施和相关生态的构建。盈利预测与投资评级：赛意信息是离散制造 MES 和泛 ERP 领军者，自研产品营收比例不断提升，随着制造业逐步复苏和 ERP 国产化进程加快，公司业绩有望重回高速增长。但由于 2022 年疫情影响，我们下调 2023-2024 年归母净利润预测为 3.34(-0.07)/4.46(-0.12)亿元，给予 2025 年归母净利润预测为 5.81 亿元，维持“买入”评级。风险提示：自研产品进度不及预期；政策推进不及预期；行业拓展进度不及预期。

(证券分析师：王紫敬 研究助理：王世杰)

理想汽车-W (02015.HK)：4 月交付再创新高，双能战略赋能强势周期

投资要点 公告要点：2023 年 4 月，理想汽车共计交付新车 25681 辆，同比+516.3%，环比+23.3%，再创单月交付历史新高。L7 完整单月交付贡献较大增量，4 月交付环比+23%，再创历史新高。4 月理想共交付新车 25,681 辆，同比涨幅较大主要系去年同期疫情影响导致基数较低，环比再提升主要系 L7 开启完整单月交付贡献较大增量，L7/L8 air 版本开启交付助力销量提升；理想 L7 在首个完整的交付月份实现了交付过万，是中国品牌首个起售价 30 万元以上并且实现单月交付过万的五座 SUV。截至 4 月，理想汽车累计交付量超 33 万辆。渠道方面，截至 2023 年 4 月 30 日，理想汽车在全国有 302 家门店，环比 3 月+11 家，包括 8 家直营零售中心，2 家交付中心以及 1 家售后服务中心，累计共覆盖 123 个城市，渠道网络扩张加速，与完善的产品矩阵更好配合，保障理想品牌在 30~50 万元 SUV 市场中的份额稳定；售后维修中心及授权钣喷中心 318 家，覆盖 222 个城市。4 月理想零售中心单店效能为 86 辆/家，环比+22.92%，持续领跑新势力玩家。双能战略加持，矩阵式组织架构赋能，基于产品精准定位+技术持续钻研的核心竞争力，理想产品周期依然强势。上海车展期间，理想汽车正式公布“双能战略”，在智能将在“智能”和“电能”全面发力。1)“智能”方面，理想 AD Max 3.0 的城市 NOA 导航辅助驾驶将于第二季度内开启内测用户推送，并于年底前完成 100 个城市的落地推送；2)“电能”方面，理想汽车推出 800V 超充纯电解决方案，正式迈入‘增程电动’与‘高压纯电’并驾齐驱的新阶段，2024 年首款纯电车型将正式上市。未来产品规划方面，截至 2025 年，理想汽车将形成“1 款超级旗舰车型+5 款增程电动车型+5 款高压纯电车型”的产品布局，面向 20 万以上的市场，全面满足家庭用户的需求。盈利预测与投资评级：我们维持理想汽车 2023~2025 年营业收入预期为 947/1599/2215 亿元，分别同比+109%/+69%/+38%；归母净利润为 25/80/190 亿元，2024/2025 年同比+220%/+138%；2023~2025 年对应 PE 分别为 68/21/9 倍。看好后续多款新车有望带来销量持续高增长，对比行业龙头特斯拉 PS 估值，给予 2023 年 3 倍的目标 PS，对应目标价 155.25 港币，当前股价 92.40 港币。维持理想汽车“买入”评级。风险提示：新能源汽车行业发展增速低于预期；软件 OTA 升级政策加严；新平台车型推进不及预期。

(证券分析师：曾朵红 证券分析师：黄细里 研究助理：杨惠冰)

通策医疗 (600763)：2022 年年报&2023 年一季度报点评：2023 年 Q1 业务逐步回暖，蒲公英分院收入快速提升

投资要点 事件：2022 年，公司实现营收 27.19 亿元 (-2.23%，较去年同期降低 2.23%，下同)、归母净利润 5.48 亿元 (-21.99%)、扣非归母净利润 5.25 亿元 (-21.73%)。2022 年 Q4 季度，公司实现营收 5.79

亿元(-10.11%)、归母净利润 0.33 亿元(-59.98%)、扣非归母净利润 0.28 亿元(-55.56%)，Q4 季度主要受疫情影响有所下滑。2023 年 Q1 季度，公司实现营收 6.75 亿元(+3.04%)，实现归母净利润 1.69 亿元(+1.49%)，实现扣非归母净利润 1.64 亿元(+0.42%)，Q1 季度恢复正增长。2022 年疫情下业绩承压，种植与大综合业务保持正增长。2022 年，公司口腔医疗门诊量达到 294.59 万人次。分业务来看，2022 年种植业务收入 4.48 亿元(+1.5%)，收入占比 17%；正畸业务收入 5.15 亿元(-3.6%)，收入占比 20%(-1pct)，较去年同期下降 1 个百分点，下同)；儿科业务收入 4.85 亿元(-8.3%)，收入占比 19%(-1pct)，修复业务收入 4.27 亿元(+0.1%)，收入占比 17%(+1pct)；大综合业务 6.98 亿元(+2.1%)，收入占比 27%(+1pct)。分地区来看，2022 年，浙江省内收入 24.8 亿元(-0.09%)，浙江省外收入 2.17 亿元(-21.28%)。2022 年，杭口总院收入 6.57 亿元(-11%)，城西总院收入 4.67 亿元(-17%)，宁口总院收入 1.73 亿元(-1%)。2023 年 Q1，种植/修复/综合实现正增长，蒲公英分院增长 60%。2023 年 1 月、2 月、3 月单月营收分别同比变化-31.8%、+32.3%、+5.6%，主要由于 1 月份受到疫情过峰扰动、3 月份种植牙集采影响观望情绪等，总体上 2023 年 Q1 收入增长呈逐步恢复态势。2023Q1，公司蒲公英分院累计开业 37 家，本年预计交付 8 家医院投入运营。2022 年陆续开业的医院于 2023Q1 实现盈利 7 家，2023 年 Q1 蒲公英贡献业务收入 1.26 亿元，同比增长 60%。分业务来看，2023 年 Q1 种植收入 1.04 亿元(+2.7%)，正畸收入 1.20 亿元(-3.5%)，儿科收入 1.26 亿元(-0.2%)，修复收入 1.01 亿元(+5.4%)，综合收入 1.84 亿元(+5.7%)。盈利预测与投资评级：考虑到种植牙集采政策及其他客观因素的影响，我们将 2023-2024 年公司归母净利润由 7.41/9.64 亿元下调为 6.92/9.05 亿元，2025 年归母净利润预计为 11.58 亿元，对应当前市值的 PE 分别为 55/42/33 倍，考虑到公司有望在疫后恢复增长，当前估值性价比较高，上调为“买入”评级。风险提示：种植量增长不及预期的风险；正畸项目增长不及预期的风险；新医院爬坡不及预期的风险；医院利润率提升不及预期的风险等。

(证券分析师：朱国广 证券分析师：冉胜男)

华宝新能(301327)：2022 年年报及 2023 年一季报点评：盈利能力显著下滑，Q1 业绩低于预期

投资要点 公司年报符合市场预期，一季报低于预期。2022 年公司营收 32.03 亿元，同比增长 38.35%；归母净利润 2.87 亿元，同比增长 2.64%；扣非净利润 2.71 亿元，同比增长 0.46%；22 年毛利率为 44.32%，同比减少 3.03pct；净利率为 8.95%，同比减少 3.11pct，符合市场预期。23 年 Q1 公司实现营收 4.48 亿元，同比减少 26.77%；归母净利润-0.3 亿元，同比减少 140.45%，扣非归母净利润-0.46 亿元，同比减少 163.24%，毛利率 41.69%，低于市场预期。Q1 需求增速放缓，营收同比下滑。Q1 实现营收 4.5 亿元，同降 27%，低于预期，系海外消费低迷需求增速放缓且销售手段激进所致，预计 Q2 需求逐步恢复，收入环增 30%，预计全年收入 40 亿元+，同增 30%+。公司 Q1 官网收入 0.9 亿，占比 21%，同比+0.6pct，新增澳/法/意/西班牙 4 个全球品牌官网独立站，累计进驻 12 个站点；线下渠道 1.5 亿，占比 33%，同比+12pct，此后线下及官网占比预计持续提升，进一步提升公司盈利能力。销售手段激进叠加费用显著增加，盈利能力同比下滑。Q1 公司毛利率 42%，同环比-6.7/+0.7pct，净利率-6.6%，同环比-19/-10pct，系行业竞争加剧，公司下调部分产品价格，且公司推进品牌建设，营销费用显著增长，Q1 销售/管理/研发费用分别为 1.6/0.5/0.4 亿，同增

23%/127%/90%，对应费用率分别为 36%/12%/9%，同比+15/8/6pct。随着原材料价格下降及库存逐步出清，预计 Q2 毛利率维持稳定。费用率大幅提升，经营现金流同比下滑。23Q1 期间费用 2.4 亿元，同环比+26%/-37%，期间费用率 54%，同环比+22pct/14pct。Q1 末公司存货 9.3 亿，较年初增长 10%；23Q1 经营活动现金流净额-1.7 亿，同降 77%，投资活动现金流-16 亿，同降 6381%。账面现金为 44.22 亿元，较年初下降 29%，短期借款 2.23 亿元，较年初增长 34%。盈利预测和投资评级：考虑到行业需求增速放缓，我们下调 2023-2025 年公司归母净利润至 2.18/4.50/7.77 亿元（原预测 23-24 年为 7.03/10.39 亿元），同比-24%/+106%/+73%，对应 PE 为 47/23/13 倍，考虑储能市场空间大且公司盈利能力后续有望稳中提升，维持“买入”评级。风险提示：行业竞争加剧、需求不及预期等。

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

中鼎股份（000887）：2022 年/2023 年 Q1 业绩点评：智能底盘业务推动业绩增长，全球化布局进展顺利

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 业绩低于我们预期。2022 年实现营收 148.52 亿元，同比+16.02%；实现归母净利润 9.64 亿元，同比+1.55%；实现扣非归母净利润 7.35 亿元，同比+12.83%。2022 年 Q4 实现营收 45.93 亿元，同比+32.69%，环比+24.63%；实现归母净利润 2.14 亿元，同比+62.91%，环比-23.64%；实现扣非归母净利润 1.30 亿元，同比+731.93%，环比-36.77%。2023 年 Q1 实现营收 38.59 亿元，同比+14.91%，环比-15.97%；实现归母净利润 2.62 亿元，同比+4.63%，环比+22.74%；实现扣非归母净利润 2.15 亿元，同比+0.32%，环比+65.96%。围绕智能底盘系统，大力推进空悬+轻量化业务。2022 年公司空悬系统/轻量化/橡胶业务分别实现营收 6.85/11.18/34.34 亿，同比分别+8.52%/+41.70%/24.47%，智能底盘业务拓展顺利。公司旗下德国 AMK 作为空气悬挂系统前三的供应商，2022 年 AMK 中国新获订单总产值 48.29 亿元，累计总订单达到 73.14 亿元，国内子公司安美科营收达到 1.4 亿元，同比+405.6%，业务开展迅速；子公司安徽中鼎轻量化所在中德小镇一期工业园已投入使用，二期工业园项目正在加紧建设中。积极布局相关产品，新能源汽车项目进展顺利。2022 年公司新能源业务营收 36.44 亿，同比+76.81%，占营业收入的 25.75%，同比+8.47pct。公司轻量化底盘业务深度绑定比亚迪，前十大主机厂客户中比亚迪自 21 年的第 9 位上升至 22 年的第 2 位；新能源热管理业务已为吉利、小鹏和理想等车企配套；密封系统业务配套蔚来、上汽、广汽等新能源平台。全球化布局进展顺利，五大模块构建全球业务单元。公司 2022 年亚洲/欧洲/美洲三大区域生产占比分别为 57.4%/32.24%/10.36%，海外企业管理逐步由三大区域化管理切换至五大模块管理，由新的高管团队担任五大事业部的全球 CEO。公司积极推动海外并购业务的国内落地，除安美科外，嘉科/威固/特思通国内子公司营收同比+1.82%/+12.39%/+30.28%。盈利预测与投资评级：考虑到空气悬挂订单良好，我们将公司 2023-2024 年营收预测从 155.0/181.4 亿元上调至 159.6/181.6 亿元，2025 年为 210.3 亿元，同比+7%/+14%/+16%；考虑到价格战对供应链的传导，将归母净利润预测从 12.5/14.7 亿元下调至 11.6/13.3 亿元，2025 年为 15.4 亿元，同比+21%/+15%/+15%，对应 PE 为 14/12/10 倍，维持“买入”评级。风险提示：乘用车产销量不及预期，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）

宇通客车（600066）：4月产销同环比继续向好，重点推荐！

投资要点 公司公告：宇通客车2023年4月产量为3093辆，同环比分别+23%/+21%；销量为2836辆，同环比分别+32%/+19%。大中客占比提升。分车辆长度看，2023年4月中大轻客产量为1777/942/374辆，同比分别+125%/+3%/-54%，环比分别+30%/+31%/-21%；销量为1550/947/339辆，同比分别+161%/+10%/-51%，环比分别+29%/+32%/-28%。大中客销量占比88%，同环比+20pct/+8pct。公司整体补库。2023年4月公司整体加库257辆，大中轻客库存变化为+227/-5/+35辆，2023年1-4月累计加库780辆。国内国外共振，客车下游需求持续复苏。据公司公众号，2023年4月公司150辆客车交付哈萨克斯坦，截至目前公司在哈萨克斯坦累计销售4300辆大中型客车，占整体出口量50%以上。国内旅游市场呈现复苏态势，公司旅游客车陆续交付武夷山、兰州、张家界等地。我们认为大中客行业位于大周期的起点，疫情后出行需求恢复+公交车替换周期+海外市场复苏，2023-2025年中大客行业总销量预计实现9.6万/11.1万/13.1万，同比+15%/+16%/+18%，公司作为行业下行期唯一实现历年正盈利的客车企业，跨过行业下行周期业绩呈现全面复苏态势，“技术输出”推动宇通出口的质变成长，有望在海内外客车需求复苏背景下率先受益。盈利预测与投资评级：宇通客车是汽车行业【中特估&一带一路】的典范，将率先代表中国汽车制造业成为真正意义的全球龙头。我们维持公司2023~2025年营业收入为251/294/345亿元，同比+15%/+17%/+18%，归母净利润为13.9/20.1/27.5亿元，同比+84%/+44%/+37%，对应EPS为0.6/0.9/1.2元，对应PE为22/15/11倍。维持公司“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）

华特气体（688268）：特气领军者，品类拓宽产能扩充驱动快速成长

投资要点 本土晶圆产能供需缺口较大，半导体扩产热潮推动特气高增。1)特种气体为晶圆制造第二大耗材，广泛应用于电子半导体领域，气体占晶圆制造材料成本13%为第二大耗材，占IC材料总成本5%-6%，特气下游超四成应用于电子半导体领域。2)半导体扩产热潮推动特气高增。全球晶圆厂仍处于扩产周期。国内各大晶圆厂仍处于扩产周期，在2025年前仍在进行产线扩建。根据我们的统计，至2025年底，头部晶圆厂的产能距2021年新增296.9万片/月（约当8英寸）。2021-2025年大陆晶圆产能复合增速16.6%。晶圆厂扩产明确，拉动上游电子特气需求不断增长。关注供应链安全，电子特气国产化率仅15%，自主可控强逻辑。二十大报告强调产业链关键环节自主可控，关注核心技术攻坚&材料国产化替代，电子特气国产化率仅15%，国产替代迫切。我国特气企业不断强化核心技术、提升产品品质、扩产气体品类，逐步打破国外厂商垄断，国产替代浪潮涌起。我国特种气体领航者，品类&技术优势显著。积极向全品类气体供应商进军，已成为国内经营气体品种最多的企业之一，现有产品多达240余种。公司积极助力国产化进程打破外资垄断，实现近50种产品国产替代。国内首家打破高纯六氟乙烷、高纯三氟甲烷、高纯八氟丙烷、高纯二氧化碳、高纯一氧化碳、高纯一氧化氮、以及光刻气等产品进口制约的气体公司。布局前端产业链纯化环节，打造闭环生产模式。公司产品通过多家国际龙头企业认证，公司技术能力受到广泛认可。公司作为国内唯一一家同时获得荷兰ASML和日本GIGAPHOTON株式会社认证的气体企业，公司准分子激光气体产品于2023年1月通过Coherent德国公司ExciStar激光器的193nm测试。公司已成功实现了

对国内 8 寸、12 寸集成电路制造厂商超过 90% 的客户覆盖率。不少于 15 个产品已经批量供应 14 纳米先进工艺，不少于 10 个产品供应到 7 纳米先进工艺，2 个产品进入到 5 纳米先进工艺。解决了长江存储、中芯国际、台积电（中国）等客户多种气体材料的进口制约，并进入了英特尔、美光科技、德州仪器、台积电（中国台湾）、SK 海力士、英飞凌（德国）、铠侠（KOXIA，日本）等全球领先半导体企业供应链体系。在夯实半导体下游客户同时，向食品、医疗等下游拓展。盈利预测与投资评级：我们预计 2023-2025 年公司归母净利润 2.65/3.54/4.61 亿元，同比变动 29%/33%/30%，当前市值对应 PE 37/28/21，首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：下游需求不及预期、项目研发不及预期、价格波动风险

（证券分析师：袁理 研究助理：朱自尧）

赛力斯（601127）：2022 年报及 2023 一季报点评：2023Q1 亏损环比收窄，看好公司长期发展

投资要点 公告要点：2022Q4 实现营业总收入 109.82 亿元，同环比分别+108.45%/+2.56%；归母净利润-11.57 亿元，2021Q4/2022Q3 分别为-7.41/-9.47 亿元；扣非后归母净利润-14.31 亿元，2021Q4/2022Q3 分别为-8.71/-11.51 亿元。2023Q1 实现营业总收入 50.91 亿元，同环比分别-0.79%/-53.64%；归母净利润-6.25 亿元，2022Q1/2022Q4 分别为-8.39/-11.57 亿元；扣非后归母净利润-9.24 亿元，2022Q1/2022Q4 分别为-7.57/-14.31 亿元。2022Q4 问界销量同环比高增下营收/毛利率等均持续提升，费用率持续提升。问界车型放量带动 2022Q4 营收同比实现高增长。受疫情影响公司 Q4 整体销量为 7.0 万辆，同环比分别-8.06%/-2.23%，其中问界销量 3.04 万辆，环比+10.96%。问界自 2022 年 3 月开启交付，2022 全年共交付 7.62 万辆，带动公司 ASP 整体向上。Q4 ASP 为 15.69 万元，同环比分别+126.71%/+4.90%。Q4 毛利率为 14.53%，同环比分别+7.63/+1.81pct。Q4 持续投入渠道铺设及车型研发，费用率同环比提升。Q4 销售/管理/研发费用率分别为 15.82%/6.26%/3.71%，同比分别 +5.90/-1.83/-1.45pct，环比分别 +0.66/+2.58/+0.66pct。Q4 单季度亏损扩大，最终实现归母净利润为 -11.57 亿元，单车净利为 -1.65 万元，2021Q4/2022Q3 分别为 -0.97/-1.32 万元。2023Q1 市场竞争加剧影响问界销量表现。公司 2023Q1 销量为 4.19 万辆，同环比分别-30.02%/-40.08%，其中问界销量 1.16 万辆，同环比分别+281.44%/-61.82%；同时公司于 1 月调整问界部分车型指导价格，单车 ASP 环比下滑，Q1 为 12.14 万元，同环比分别 +41.78%/-22.64%。Q1 毛利率为 8.88%，同环比分别+2.20/-5.65pct。Q1 费用率持续提升，销售/管理/研发费用率分别为 15.08%/7.47%/6.79%，同比分别+4.99/1.34/1.31pct，环比分别-0.73/+1.20/+3.08pct。2023Q1 公司亏损环比收窄，扣非归母净利润-9.24 亿元，单车净利为 -1.49 万元，Q1 单车环比亏损缩小。盈利预测与投资评级：自持新能源技术+牵手华为，打造全新模式。考虑国内乘用车市场竞争加剧，我们下调公司 2023-2024 年业绩预期至 -25.73/-9.46 亿元（原为 -20.94/8.62 亿元），我们预计 2025 年归母净利润为 9.21 亿元，对应 PS 为 1.10/0.59/0.35 倍。维持公司“买入”评级。风险提示：芯片/电池等关键零部件供应链不稳定；新平台车型推进不及预期；公司与华为合作推进进度不及预期

（证券分析师：黄细里 研究助理：杨惠冰）

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>