

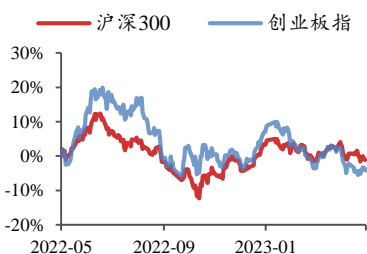
2023年05月19日

## 开源晨会 0519

### 市场快报

——晨会纪要

#### 沪深300及创业板指数近1年走势



数据来源：聚源

#### 昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
通信	4.609
传媒	2.830
计算机	2.744
机械设备	1.313
银行	0.858

数据来源：聚源

#### 昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
农林牧渔	-2.085
电力设备	-1.619
美容护理	-0.792
房地产	-0.725
建筑材料	-0.708

数据来源：聚源

吴梦迪(分析师)

wumengdi@kysec.cn

证书编号: S0790521070001

### 观点精粹

#### 总量视角

**【宏观经济】地方政府债务负担率再度上升——4月财政数据点评——宏观经济点评-20230518**

**【宏观经济】对当前出口关键变量和趋势的几点探究——宏观经济专题-20230518**

**【金融工程】公募1000指增表现亮眼，头部私募业绩震荡回升——量化基金业绩简报-20230518**

#### 行业公司

**【医药】中药国企改革渐入佳境，有望迎来估值重塑——行业深度报告-20230518**

**【化工】电子特气乘风起，国产替代正当时——行业深度报告-20230518**

**【地产建筑】销售拿地下降，业绩承压，行业分化格局初显——行业深度报告-20230518**

**【地产建筑】商品房销售金额保持增长，开发投资数据持续承压——行业点评报告-20230518**

**【计算机：焦点科技(002315.SZ)】B2B跨境电商领军，AI+电商成长前景光明——公司首次覆盖报告-20230518**

**【食品饮料：路德环境(688156.SH)】业务转型酒糟资源化，项目快速落地前景广阔——公司首次覆盖报告-20230518**

**【传媒：腾讯控股(00700.HK)】核心业务全面回暖，关注新游戏与视频号商业化——港股公司信息更新报告-20230518**

**【建材：力诺特玻(301188.SZ)】扩产中硼硅药用玻璃，特玻龙头高成长——公司首次覆盖报告-20230517**

## 研报摘要

### 总量研究

#### 【宏观经济】地方政府债务负担率再度上升——4月财政数据点评——宏观经济点评-20230518

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002

事件：1-4月，全国一般公共预算收入83171亿元，同比增长11.9%。全国一般公共预算支出86418亿元，同比增长6.8%。

财政收入受基数影响大幅回升，税收实质性改善，非税收入继续回落

4月财政收入大幅回升，经济复苏带来税收实质性改善，但恢复幅度有限。地方财政收入增速边际回落。4月公共财政收入为20830亿元，同比增长70%。而剔除留抵退税后收入同比增长4.8%，即可比口径下财政收入增速较上月小幅下滑（3月财政收入同比增速5.5%）。4月税收收入18672亿元，同比增长89.2%，剔除留抵退税因素后同比增长6.7%，经济复苏带来税收实质性改善。税收各分项中，车辆购置税增幅最高，企业所得税较弱，个人所得税回升。国内增值税剔除留抵退税因素后同比增长4.4%，增速边际放缓。个人所得税、消费税分别同比增长8.6%和3%，4月个人所得税和失业率均可见明显好转，收入和消费回升与经济复苏逻辑相呼应。非税收入同比下滑，随着经济复苏和税收回暖，非税收入对财政的支撑作用下降。

从财政账本观察4月经济，与2022年同期疫情扰动严重相比，部分税收、就业等指标同比数据有显著性改善。但从企业所得税仍为负增、增值税增幅放缓、外贸税种下滑等可以看出，税收收入总体恢复幅度有限，财政收入改善更多的是基数效应和结构性的改善，我国内需恢复仍有空间。

民生和文旅服务业支出上升，支出占比结构逐年改变

支出方面，民生类支出高增，文旅等服务业支出快速回升。4月，全国公共财政支出18503亿元，同比增长6.7%，支出增速较平稳。基建类支出有保有压，城乡事务支出同比增长8.7%，但农林水事务、交运类支出同比分别下降0.6%和2.5%。基于消费场景的恢复，文旅和传媒等支出增长14%，而卫生健康支出显著下降。可以看到，近13年来，公共财政支出结构发生一定变化，从2019年开始民生类支出占比大幅上行，基建类支出占比有所下降。

政府性基金：收支增速均由负转正，可期待新一轮政策性金融工具

4月政府性基金收入3776亿元，同比增长1.42%，增速是2022年以来首次转正。低基数叠加土地收入改善，政府性基金收入同比由负转正，土地收入边际好转。地方政府性基金支出实现正增支撑基建投资平稳增长。2022年同期低基数叠加土地市场回暖，国有土地收入边际回升。政府性基金收入受国有土地收入影响仍然较大，我们认为，地产将从供给过剩逐步回归良性稳态，后期土地购置费的支撑将逐步减弱。支出方面，全国政府性基金支出6862亿元，同比增长2.4%，地方政府性基金同比增长13%。地方广义财政支出的高增反映专项债前倾发力，基建资金端仍较为充足，可期待后续新一轮政策性金融工具的出台。

地方政府债务负担率再度上升。2023年一季度，地方政府债务余额达36.8万亿，债务负担率（政府债务余额/GDP）达到129%，再创新高。全国债务负担最重的省市为青海、吉林、贵州、云南、黑龙江等省份，比率最高可达925%。需持续关注各地方政府化债进程，并观察地方政府财政缺口是否会出现新的补充力量。

风险提示：国内疫情反复超预期；政策执行力度不及预期。

#### 【宏观经济】对当前出口关键变量和趋势的几点探究——宏观经济专题-20230518

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 潘纬楨（联系人）证书编号：S0790122110044

2023年3月我国出口逆势上行，同比+14.8%，一季度同比+0.5%，4月出口同比+8.5%，远超市场预期，市场对港口海运前瞻指标失灵、海内外口径下的贸易统计差额、重点出口产品流向、出口高增的可持续性等问题产生疑问。

疫后积压订单释放带动出口屡超预期

海内外贸易额统计差额长期存在

将海外口径下进口中国数据与中国口径下出口数据进行对比发现：不同口径下贸易数据差额长期存在，且偏高偏低的现象皆存在。2022年东盟是统计差额的最主要贡献力量，转口贸易或是其中重要原因。

陆运占比低，出口商品结构变化是海运与出口数据背离的主要原因

实际上我国陆运出口占比较低，海运仍为我国出口贸易的最主要运输方式，我国2023年一季度外贸集装箱吞吐量是中欧班列一季度货物运送量的72倍。集装箱吞吐量与出口数据背离的原因在于大宗商品难以通过集装箱船运载与高货值产品出口占比的提升，运价与出口背离的原因则在于供给端运力的改善对运价的主导作用。

疫后积压订单释放导致出口屡超预期

若无突发事件冲击，需求量难以出现“台阶式”下降或上升的情形，因此出口超预期的因素或更多在于供给端。2020年2月与2022年4月后出口均出现反弹且连续超出市场预期，指向疫后生产快速修复，前期积压订单释放。若将2022年11月至2023年4月出口金额合并，其同比下滑2.1%，处于负增长区间。

新能源产业链与汽车出口高增成为出口新支撑

1.东盟重要性提高，原材料、机电设备与汽车为出口主要支撑

(1)分国别与地区看，对东盟及其他国家与地区出口恢复快于欧美地区。

(2)分产品看，出口韧性源于原材料出口的高增以及车辆、机械设备等中高端工业品与皮革鞋靴等劳动密集型产品出口同比的边际反弹。

2.新能源产业链产品出口韧性强，欧盟为重要拉动力量

(1)新能源产业链产品出口韧性较强。我国新能源产业链在世界占据较大优势，2022年下半年以来，随海外需求衰退，半导体与电子消费品出口进入负增长区间，而新能源产业链产品出口维持韧性，2023Q1出口同比增长19%。

(2)出口欧盟新能源产业链产品维持高速增长。我国新能源产业链产品出口欧盟28国占比近1/3，远高于美国、东盟地区。俄乌冲突发生后，欧盟提出《“REPowerEU”能源投资计划》，将2030年可再生能源占比目标从40%提高至45%，近年来，欧盟需求成为拉动我国新能源产品出口的主导力量。

3.汽车出口维持高景气，整车表现好于零部件

(1)从产品上看，2022年以来整车出口表现好于零部件出口。2020年至今，我国在车辆与零部件总体出口高速增长的基础上，新能源车辆出口占比由2020年Q1的2.5%提升至2023年Q1的22.6%。同比增速方面，新能源车辆>传统车辆>车辆零部件，占比最低的新能源车辆成为拉动车辆与零部件出口的最重要力量。预计在产业政策支持下，我国整车出口将维持高增长态势。

(2)从地区上看，欧盟支撑新能源车辆出口，美国、欧盟、东盟外的其他地区支撑传统车辆出口。与欧盟新能源政策相对应，我国当前新能源汽车出口主要由欧盟拉动。传统车辆方面，我国在生产技术、营销等方面落后于欧美，因此主要出口地区为欧盟、美国外的欠发达地区。

出口总量展望：产业优势支撑出口韧性，而中长期下滑趋势未变

在欧美经济衰退、全球经贸进入下行周期背景下，我国得益于新能源、汽车的产业优势以及部分原材料产品的价格与供给优势，短期内总体出口表现好于越南、韩国。预计5月出口同比将进一步下滑，二、三季度出口同比增速将连续回落，四季度后低基数效应凸显，出口同比或将有所回升。一、四季度出口同比增长，二、三季度出口同比下滑，综合来看，全年出口同比增速或将在0%左右。

风险提示：疫情演变超预期，外需回落超预期。

### 【金融工程】公募1000指增表现亮眼，头部私募业绩震荡回升——量化基金业绩简报-20230518

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 高鹏（分析师）证书编号：S0790520090002 | 苏良（联系人）证书编号：S0790121070008

公募量化指增基金收益表现：1000增强业绩亮眼

为了更好聚焦公募量化指增基金的收益表现，我们定期跟踪市场上主流宽基指数（沪深300、中证500以及中证1000）增强产品，数据截至2023年5月17日。

公募沪深300增强基金：2023年4月18日以来公募沪深300增强基金整体超额收益率为0.21%，2023年以来公募沪深300增强基金整体超额收益率为-1.41%。2023年以来，12只沪深300增强基金超额收益为正，37只沪深300增强基金超额收益为负，累计超额收益排名靠前的沪深300增强基金分别为：国金沪深300指数增强A（3.67%）、长信沪深300指数增强A（3.66%）、中信建投沪深300指数增强A（2.29%）。

公募中证500增强基金：2023年4月18日以来公募中证500增强基金整体超额收益率为0.56%，2023年以来公募中证500增强基金整体超额收益率为-1.55%。2023年以来，16只中证500增强基金超额收益为正，39只中证500增强基金超额收益为负，累计超额收益排名靠前的中证500增强基金分别为：华夏中证500指数智选A（3.80%）、华夏中证500指数增强A（3.80%）、长城中证500指数增强A（3.71%）。

公募中证1000增强基金：2023年4月18日以来公募中证1000增强基金整体超额收益率为0.98%，2023年以来公募中证1000增强基金整体超额收益率为0.81%。2023年以来，15只中证1000增强基金取得正收益，6只中证1000增强基金取得负收益，累计收益率排名靠前的中证1000增强基金基金分别为：招商中证1000指数增强A（3.89%）、国泰君安中证1000指数增强A（3.56%）、太平中证1000A（3.11%）。

私募量化基金收益表现：中性策略业绩小幅回升

我们选择私募量化中性精选指数，来衡量私募量化对冲策略的整体业绩表现。同时我们选取了管理规模相对较大的10家量化私募，统计各家量化中性策略的月度收益表现。

从私募量化对冲精选指数的净值表现和周度收益来看，2023年以来（20221231-20230505），私募量化中性产品的收益率为0.97%。

我们选取了管理规模相对较大的10家量化私募，统计各家量化中性策略的月度收益表现。2023年4月，头部量化私募中性策略的平均收益率为0.28%，月度收益率最高为0.86%，月度收益率最低为-0.35%。

风险提示：模型测试基于历史数据，市场未来可能发生变化。

## 行业公司

### 【医药】中药国企改革渐入佳境，有望迎来估值重塑——行业深度报告-20230518

蔡明子（分析师）证书编号：S0790520070001 | 龙永茂（联系人）证书编号：S0790121070011

中药国企政策推动成长空间大，老字号品牌力提供强大优势，成长潜力大

我们看好深化国企改革带来的以中药板块为主的主题性投资机会，看好中药国企在资产结构、管理、营销的

持续优化下提速增长。从政策面来看，国企改革为国家发展重点，进一步国有经济布局优化、结构调整和战略性重组，调整盘活存量资产，优化增量资本配置，完善国有资本优化配置机制已然成为新的目标。国家对于国企的经济战略结构布局正稳步推进，不断地优化与完善。中药行业持续受政策支持，中药国企具有可观的发展空间。从业绩面来看，中药国企收入利润增速总体平缓稳定，费用端具备优化空间，国资中药企业对于渠道、员工激励等方面仍有优化空间。我们看好重视渠道开拓、管理优化的国资中药企业未来业绩有望快速增长，利润率有望提升。从基本面来看，中药国企拥有的“中华老字号”称号是极为优质的资产，多年积累的行业经验和优秀品质赢得了众多消费者的信任和口碑，拥有中华老字号的中药国企充分具备快速发展的潜力。

看好中药国企在资产结构、管理、营销的持续优化下提速增长

国资中药企业采取多样化措施探索发展道路。股权调整方面，通过持续优化股权结构，强化企业治理结构。部分中药国企持续引入国有资本，提升战略定位；或建立灵活机制引入民营资本，混改带来新活力。对于国资背景的中药企业，优化股权结构，引进民营资本及战略投资者，可以带来新的管理团队和资源，强化企业的治理结构，提高企业的决策效率和执行能力。管理提升方面，通过引入经营人才、设置激励指标赋能企业管理层，持续提升公司经营效率。多家国资背景中药企业通过管理层面的经营人员调整，为企业发展赋能注入了全新的血液。华润三九、达仁堂、康恩贝等多家企业推行股权激励计划，对于核心指标设立积极目标，提高企业的运营效率和生产力。资产结构优化方面，处置非主业资产、并购主业相关资产进行资产结构优化。过去两年里多家国资背景中药企业通过完成股权转让交易或股权收购交易进行资产结构优化，向主业聚拢，从而提高企业效益和减小经营风险，提高企业价值，适应市场变化。(1) 通过股权转让交易的方式聚焦主业，处置与主业无关资产从而优化资产结构，优化产业布局，发展核心业务，持续提升公司价值。(2) 通过收购等方式扩大主业资产规模，将主业做大做强。不断拓宽投资并购渠道，通过整合双方产品及资源优势，进一步丰富公司的产品线、扩展产业链布局，实现良好的协同效应。(3) 通过优化公司股权及资本进出管理机制，更加系统地完善公司治理机制，优化公司的资产结构。

推荐及受益标的

推荐标的：太极集团、中国中药。受益标的：华润三九、昆药集团、东阿阿胶、同仁堂、佛慈制药、达仁堂、康恩贝。

风险提示：政策波动风险，产品推广不及预期风险，营销整合不及预期风险。

## 【化工】电子特气迎风起，国产替代正当时——行业深度报告-20230518

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

电子特气：半导体材料的“粮食”与“源”

工业中，把常温常压下呈气态的产品统称为工业气体产品。根据应用领域的不同，工业气体被分为大宗气体与特种气体，特种气体又可以被分为电子特种气体以及医疗气体、激光气体、食品气体等非电子特种气体。其中，电子特种气体在电子产品制程中广泛应用于刻蚀、清洗、气相沉积、掺杂等工艺，被称为集成电路、液晶面板、LED 及光伏等半导体材料的“粮食”和“源”。

供给端：国内电子特气受制于人，国产替代亟待加速

电子特气生产的核心壁垒在于：(1) 技术：电子特气种类繁多，生产涉及合成、纯化、分离、混配、充装、分析检测、气瓶处理等多项技术，对生产企业的技术实力要求较高。(2) 认证：电子特气下游为集成电路、显示面板等大型厂商，通常采用认证采购的方式，电子特气产品需经过多轮严格认证，且认证周期较长。(3) 资质：由于气体具有易燃易爆、易致窒息等特点，国内政府将工业气体作为危险化学品纳入监管，相关监管政策十分严苛。竞争格局方面，国内电子特气产业起步较晚，当前国内市场份额多被空气化工等海外企业占据，截至 2020 年国产化率不足 15%，国产替代亟待加速。展望未来，伴随国家相关产业支持政策的陆续出台，电子特气国产化率

有望持续提高。

需求端：三大应用领域齐头并进，下游需求加速释放

根据 TECHCET 及观研天下数据，预计 2025 年全球电子特气市场规模将达到 60.23 亿美元，2022-2025 年 CAGR 达到 6.39%；同时预计 2024 年国内电子特气市场规模将达到 230 亿元，2022-2024 年 CAGR 达到 10.31%。具体来看：

(1) 集成电路：2022Q2 以来，受终端需求疲软及库存调整等因素影响，半导体行业景气度持续下滑。根据 IDC 数据，2023 年全球半导体行业市场规模预计将同比下降 5.3%。但是分季度来看，IDC 预计 2023H1 或是半导体行业景气低点，2023H2 开始半导体行业景气度有望逐季改善。同时，从中长期来看，IDC 预计 2021-2025 年全球半导体行业市场规模将由 5840 亿美元提升至 7260 亿美元，CAGR 达到 4.5%。此外，AI 产业快速拓展，相应的算力芯片、存储芯片等芯片需求有望快速增长，也或将为电子特气需求贡献重要增量。(2) 显示面板：根据 Omdia 数据，2021 年全球显示面板出货面积合计 2.6 亿平方米，预计 2028 年将达到 3.18 亿平方米，2021-2028 年 CAGR 达到 2.92%。同时，分类型来看，2021 年 AMOLED 面板出货面积约 1421 万平方米，占比 5%，预计 2028 年将达到 2878 万平方米，占比提升至 9%，2021-2028 年 CAGR 达到 10.61%。未来伴随显示面板出货面积的逐步提升以及 AMOLED 渗透率的持续提高，电子特气需求有望继续维持稳步增长。(3) 光伏：CPIA 预计 2023 年全球光伏新增装机量将达到 280-330GW，其中国内光伏新增装机量将达到 95-120GW。随着上游原材料硅料价格的逐步下降，光伏终端需求有望加速释放，上游电子特气也或将充分受益。

受益标的：中船特气、华特气体、金宏气体、昊华科技、凯美特气、和远气体。

风险提示：国产替代不及预期、原材料价格大幅波动、下游需求大幅下滑等。

## 【地产建筑】销售拿地下滑，业绩承压，行业分化格局初显——行业深度报告-20230518

齐东（分析师）证书编号：S0790522010002

销售拿地整体下滑，央国企表现相对稳健

我们根据 2022 年销售金额规模，选取 34 家样本上市房企进行对比研究，不同类型房企间业绩明显分化。样本房企销售面积和金额同比降幅分别为 34.1%和 32.5%，整体表现弱于统计局口径数据，但相较于百强房企更加稳健，央国企表现优于行业。从拿地数据来看，2022 年样本房企拿地面积和金额分别同比下降 76.5%和 54.4%，投资力度近乎腰斩，央国企、混合所有制和民企拿地金额分别同比下降 33.7%、61.4%和 83.1%，仅滨江集团和华发股份拿地面积和金额同比实现增长。我们认为销售边际回暖、房企资金修复和补货动力有望助力二季度核心城市土拍热度高增。

营收利润同比下降，盈利能力承压

31 家样本房企的业绩整体营收同比下降 7.1%，自 2018 年以来首次出现业绩下滑；归母净利润同比下降 81.7%，建发国际、越秀地产、龙湖集团和万科归母净利润同比实现增长，地方国企整体业绩表现更加亮眼，民企整体归母净利润出现亏损，央国企表现相对优秀。2022 年样本房企融资杠杆逐渐剥离，平均 ROE 转为负值。2022 年 31 家披露业绩的样本房企整体毛利率为 15.2%，整体销售净利率为 3.2%，我们认为在市场复苏进程放缓及高价地未完全结转的情况下，2023 年行业结算毛利率依然会有压力。2022 年 124 家 A 股房企中存在资产减值损失的有 103 家，总资产减值损失和信用减值损失同比分别增长 33%和 39%，进一步侵蚀利润。

有息负债结构分化，房企偿债压力犹存

2022 年 31 家样本房企有息负债规模总体增长 3.3%，内部出现结构性分化，其中央国企和混合所有制企业分别同比增长 15.2%、9.9%，民企同比下降 19.0%。从样本房企总资产规模和有息负债规模来看，除滨江集团和绿城中国外，总资产增长的房企均为央国企，拥有较强的资金实力，未来市场率有望持续提升。2022 年样本房企融资成本下降 0.39 个百分点至 4.61%，其中央国企、混合所有制和民企分别为 4.16%、4.54%和 5.27%，房企偿债压

力依旧，三道红线指标持续承压。

#### 投资建议

2022年房地产行业整体销售和投资呈下滑趋势，但企业之间分化趋势也更加显著，央国企相比与民企而言，销售投资相对稳健，盈利能力领先行业。板块贝塔依赖政策放松和房价波动，个股阿尔法来自销售增长和未来拿地利润率的回升。我们认为2023年在宽松政策和消费复苏预期下，持续看好投资强度高、布局区域优、机制市场化的强信用房企提升市场份额。受益标的：（1）保利发展、招商蛇口、华发股份、建发股份、越秀地产等优质央国企；（2）万科A、金地集团、新城控股、美的置业等财务稳健的民企和混合所有制企业。

风险提示：行业销售恢复不及预期，政策改善不及预期。

### 【地产建筑】商品房销售金额保持增长，开发投资数据持续承压——行业点评报告-20230518

齐东（分析师）证书编号：S0790522010002

#### 商品房销售额持续增长，市场复苏进程仍需观察

国家统计局发布2023年1-4月商品房投资和销售数据。2023年1-4月，全国商品房销售面积3.76亿平，同比下降0.4%（1-3月-1.8%）；1-4月商品房销售额3.98万亿元，同比增长8.8%（1-3月+4.1%），其中商品住宅销售额同比增长11.8%。分区域看，1-4月东部、中部、西部、东北区域商品房销售额同比增速分别为15.7%、-4.2%、1.3%、30.4%（1-3月分别为9.3%、-6.7%、0.2%、18.4%），东部和东北区域市场回暖进程较快。整体来看，4月以来宽松购房政策持续，商品房销售额连续两个月实现正增长，但从我们跟踪的64城5月新房销售表现来看，销售数据环比有所回落，二季度销售市场复苏进程仍需观察。

#### 新开工面积降幅扩大，竣工面积保持增长

2023年1-4月，全国房屋新开工面积3.12亿平，同比下降21.2%（1-3月-19.2%）；其中住宅新开工面积2.29亿平，同比下降20.6%（1-3月-17.8%），降幅进一步拉大，源于2022年以来品牌房企投资信心不足，房企新开工意愿较弱。伴随3月以来热点城市土拍竞争热度提升，预计二季度房企新开工意愿将会提升。2023年1-4月，房屋竣工面积2.37亿平，同比增长18.8%（1-3月+14.7%），其中住宅竣工面积1.74亿平，同比增长19.2%（1-3月+16.8%），连续三个月实现上涨，伴随各地保交付政策持续推进，我们预计2023年竣工数据将持续改善。

#### 开发投资数据持续承压，房企资金压力犹存

2023年1-4月，房地产开发投资额3.55万亿元，同比下降6.2%（1-3月-5.8%），其中住宅开发投资额同比下降4.9%。开发投资数据降幅扩大主要源于房企投资拿地意愿不足，导致开复工面积减少，短期伴随销售边际回暖和集中土拍热度回升，房企供给端扩张能力有望企稳回升，长期来看房企融资恢复正常，开发投资能力有望企稳。2023年1-4月，房地产开发企业到位资金4.52万亿元，累计同比下降6.4%（1-3月-9.0%），其中自筹资金单月下降24.3%，销售回款资金有所改善，企业资金压力犹存。

#### 投资建议

四月中央政治局会议仍然坚持“房住不炒”定位，地方层面因城施策持续，上海、广州、杭州、苏州等核心一二线城市公积金政策边际放松，二季度宽松购房政策有望延续。我们认为二季度房企推盘高峰到来，在2022年同期低基数下销售数据有望持续改善，拿地积极的国央企货值会更充裕。供给侧改革下，持续看好投资强度高、布局区域优、机制市场化的强信用房企。受益标的：（1）保利发展、招商蛇口、华发股份、建发股份、越秀地产等优质央国企；（2）万科A、金地集团、新城控股、美的置业等财务稳健的民企和混合所有制企业。

风险提示：（1）行业销售恢复不及预期，融资改善不及预期，房企资金风险进一步加大。（2）政策放松不及预期。

**【计算机：焦点科技(002315.SZ)】B2B 跨境电商领军, AI+电商成长前景光明——公司首次覆盖报告-20230518**

陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001 | 李海强（联系人）证书编号：S0790122070009

跨境电商领军，给予“买入”评级

公司是国内 B2B 跨境电商领军企业，有望受益政策加码和 AI 赋能带来的成长机遇。我们预计 2023-2025 年归母净利润为 3.93、5.18、6.84 亿元，EPS 为 1.26、1.67、2.20 元/股，当前股价对应 PE 为 33.5、25.4、19.2 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

跨境出口规模快速增长，政策加码下前景广阔

近年来跨境电商规模快速增长，尤其是跨境出口表现亮眼。根据海关总署数据，2019-2021 年，国内跨境电商出口规模以超过 30% 的年均复合增速保持快速增长。2023 年 4 月，国务院办公厅《关于推动外贸稳规模优结构的意见》进一步提出，加大对跨境电商等新业态新模式的支持力度，推动跨境电商健康持续创新发展。国家持续出台相关支持政策，政策加码下跨境电商优势和潜力有望进一步释放。

公司先发优势持续扩大，会员数稳步提升

公司品牌影响力、客户资源、市场渠道等方面的先发优势不断扩大，带动付费会员数量稳步增长。截至 2023 年一季报，中国制造网英文站高级会员数 24374 位，同比增加 1819 位，同比增长 8.06%，为后续收入增长奠定坚实基础。

推出 AI 外贸助手，AI 赋能打开成长空间

公司旗下中国制造网 4 月 25 日推出 AI 外贸助手。5 月 15 日召开 AI 麦可产品发布会，并现场展示了麦可在信息发布、营销推广和商机转化环节中的多项能力。根据互动易，公司研发端已接入 ChatGPT3.5Turbo, ChatGPT-4.0 正在接入审核中。目前 MIC 国际站已在智能客户服务、智能搜索与推荐、智能营销、图文内容生成、多语种翻译等方向进行 AI 技术的多元探索和应用，对提高内容产出效率、提升平台服务品质发挥了积极作用。我们认为 AI 技术的应用利好公司降本增效，提升盈利能力；同时 AI 赋能也有助于改善用户体验，助力提升 ARPU 值，扩大用户数量，有望打开公司成长空间。

风险提示：AI 落地不及预期风险；市场竞争加剧风险；公司研发不及预期。

**【食品饮料：路德环境(688156.SH)】业务转型酒糟资源化，项目快速落地前景广阔——公司首次覆盖报告-20230518**

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003

业务转型，项目推进，壁垒深厚，前景广阔，首次覆盖给予“买入”评级

路德环境从传统环保业务出发，布局产业转型，新业务食品饮料糟渣资源化项目近年发展迅速，收入占比快速提升，带动公司高速成长。公司产品下游需求旺盛，供不应求，量价齐升，市场空间广阔；上游项目持续落地，扩产规划亮眼，项目壁垒深厚。公司传统淤泥及泥浆业务有序恢复，稳步成长。实际控制人全额认购定增，股权激励设定较高目标，彰显未来发展信心。我们预计公司 2023-2025 年收入分别为 5.6、10.0、14.2 亿元，同比增长 64.6%、77.7%、42.3%；归母净利润分别为 0.9、1.8、2.5 亿元，同比增长 237.0%、102.0%、39.7%；对应 EPS 分别为 1.0、1.9、2.7 元，当前股价对应 PE 分别为 37.0、18.3、13.1 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

酒糟资源化业务下游需求旺盛，上游绑定酒企先发布局，持续扩产高速增长

公司食饮糟渣业务产品具有营养性价值、功能性价值和经济型价值的综合优势，下游客户综合考虑后对公司产品认可度较高，愿意使用公司产品对传统饲料原料进行替代。受到下游豆粕减量替代和禁抗替抗政策催化，公司产品需求旺盛，产品量价齐升，下游市场空间广阔。上游绑定头部酒企，保障原材料供应，公司项目布局先发



优势显著，多重壁垒下单寡头竞争格局优异，切入浓香型酒企，上游蓝海空间打开，在手项目产能预计从2022年的7万吨扩产至2025年的52万吨，同时仍有新项目落地预期。

传统项目顺利恢复，未来持续稳步成长

传统环保业务近年受到宏观因素影响有所波动，河湖淤泥处理业务2022年各个项目施工、验收、结算等多环节均受到影响，应收账款减值较多侵蚀利润，另外公司布局业务转型酒糟资源化，对部分回款预期较长传统项目主动放弃，未来该业务将迎来稳步复苏。工程泥浆处理服务业务2022年在基建行业回暖背景下，项目运营明显恢复，未来将保持平稳运行。

风险提示：原材料涨价风险，竞争格局加剧风险，项目落地不及预期风险。

### 【传媒：腾讯控股(00700.HK)】核心业务全面回暖，关注新游戏与视频号商业化——港股公司信息更新报告-20230518

方光照（分析师）证书编号：S0790520030004 | 田鹏（联系人）证书编号：S0790121100012

2023Q1 核心业务全面回暖，看好新游戏及视频号表现，维持“买入”评级

公司2023Q1实现营业收入1500亿元（同比+10.7%），实现Non-IFRS归母净利润325亿元（同比+27.4%）。其中增值服务业务收入793亿元（同比+9.1%），主要系受头部游戏及新游戏带动，游戏业务表现强劲，国内市场游戏收入351亿元（同比+6.4%），国际市场游戏收入132亿元（同比+24.5%）。网络广告业务收入210亿元（同比+16.5%），主要系公司升级了广告机器学习平台带来转化率提升及视频号广告需求增长所致。金融科技与企业服务业务收入487亿元（同比+13.9%），主要系线下消费复苏带动支付活动增长所致。基于公司业绩及未来市场预期，我们维持2023-2025年盈利预测，预计公司2023-2025年归母净利润分别为1557/1828/2065亿元，对应EPS分别为16.2/19.1/21.5元，当前股价对应PE分别为18.5/15.8/14.0倍，我们看好新游戏上线及视频号商业化驱动公司业绩增长，以及AIGC技术赋能为公司带来新的增长机会，维持“买入”评级。

降本增效措施带来经营效率提升，或继续驱动公司盈利能力改善

2023Q1公司毛利率为45.5%（同比+3.3pct，环比+2.8pct），销售费用率为4.7%（同比-1.3pct，环比+0.5pct），管理费用率为6.3%（同比-2.0pct，环比-1.5pct），研发费用率为10.1%（同比-1.2pct，环比-0.9pct），Non-IFRS归母净利率为21.7%（同比+2.8pct，环比+1.2）。我们认为，公司收入结构有所改善，在降本增效措施下，经营效率不断提升，有望驱动公司盈利能力持续改善。

新游戏上线与视频号商业化加速或驱动公司业绩持续增长

根据七麦数据，公司《合金弹头：觉醒》4月上线以来维持在IOS畅销榜前20名，表现亮眼。储备游戏方面，《白夜极光》（定档6月13日）、《全境封锁2》《无畏契约》《命运方舟》《王者万象棋》等有望在2023年陆续上线，带来可观流水增量。视频号使用时长及播放量快速增长，2023Q1日活跃创作者数及日均视频上传量是2022Q1的两倍多。此外，自2023年1月起视频号开始收取电商服务费，随着流量持续增长与商业化加速，视频号有望成为公司业绩增长重要驱动力。

风险提示：新游戏上线表现不及预期，视频号商业化进程不及预期等。

### 【建材：力诺特玻(301188.SZ)】扩产中硼硅药用玻璃，特玻龙头高成长——公司首次覆盖报告-20230517

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003 | 吕明（分析师）证书编号：S0790520030002

特种玻璃龙头，坚定中硼硅药用玻璃发展大方向

公司成立于2002年，专注于特种玻璃技术的研发应用领域长达20年，形成了药用玻璃、耐热玻璃和电光源玻璃三大主营业务板块，公司也是国内最早涉足药用玻璃行业的企业之一，公司中硼硅药用玻璃成主要发展方向，

中硼硅管制瓶和中硼硅模制瓶新建产能带来高成长，我们预计力诺特玻 2023-2025 年归母净利润分别为 2.1/3.7/4.5 亿元，同比+79.9%/+75.0%/+23.0%；EPS 为 0.90/1.58/1.94 元，对应当前股价 PE 为 19.5/11.1/9.1 倍。我们选取山东药玻、威高股份、山河药辅作为可比公司，2023-2025 年预测的公司 PE 均低于行业平均，当前 PB 亦低于行业平均。公司中硼硅药用管制瓶正处于快速扩产期，新增中硼硅模制瓶带来新增量，预计 2024 年进入业绩快速释放期，关联审批与一致性评价为中硼硅药用玻璃带来历史性发展机会，公司有望实现高成长。首次覆盖，给予“买入”评级。

#### 药用玻璃前景广阔：中硼硅药用玻璃大有可为

中硼硅药用玻璃成长性高：目前，我国药用玻璃低硼硅和钠钙玻璃占比在 90% 以上，中硼硅药用玻璃占比不到 10%，而国际上主流药用玻璃均为中硼硅玻璃。关联审批利好头部药用包材企业，一致性评价促低硼硅药用玻璃向中硼硅药用玻璃转换。根据 Reportlinker 预测，2022-2026 药用玻璃年复合增长率为 11.0%，根据制药网预测，未来 5-10 年内，我国将会有 30-40% 的药用玻璃由低硼硅玻璃、钠钙玻璃升级为中硼硅药用玻璃，中硼硅玻璃受益于药用玻璃增长和渗透率提升。中硼硅管制瓶扩产：公司为中硼硅管制瓶头部企业，在建产能超过已有产能，同时中硼硅玻璃管投产，拉管技术取得突破，中硼硅玻璃管部分自给有望提高中硼硅管制瓶整体毛利率。中硼硅模制瓶蓄势待发：公司中硼硅模制瓶有望在 2023 年下半年完成关联评审，届时，中硼硅模制瓶进入产量释放期，在建中硼硅模制瓶达产后，每年贡献净利润有望超过 1.3 亿元，盈利有望和管制瓶并驾齐驱。

#### 日用玻璃新品迭代：耐热/电光源玻璃拓展新品类

日用玻璃产品均为高硼硅玻璃制品，包括耐热玻璃和电光源玻璃，目前，公司耐热玻璃营收占比较高，毛利率略有降低。公司持续稳固耐热玻璃市场地位，耐热玻璃向轻量化方向发展，将有效对冲原材料和能源价格上涨带来的成本上升，耐热玻璃毛利率有望回升。电光源玻璃方面，新增 LED 电光源玻璃，拓展电光源玻璃品类，随着 LED 大灯在汽车等领域的广泛应用，市场对玻璃透镜的需求逐年提升，公司电光源玻璃有望稳步发展。

风险提示：原料价格上涨风险，订单不及预期风险，新建产能不及预期风险。

## 特别声明

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

## 分析师承诺

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

## 股票投资评级说明

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

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

## 分析、估值方法的局限性说明

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

## 法律声明

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

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

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

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

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

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

## 开源证券研究所

### 上海

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

### 深圳

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

### 北京

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

### 西安

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