

宏观策略

宏观周报 20230523: 破“7”之后，这次会持续多久？

5月18日美元人民币破“7”关口，随后最高升至7.06，为去年9月后再度跌破7元，不过本轮人民币汇率走弱与上一次的驱动及环境均有不同，长期来看人民币并无持续贬值基础。

2023年05月25日

晨会编辑 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

固收金工

固收深度报告 20230524: 转债行业图谱系列（七）：医药商业行业之保健批发赛道可转债梳理（正股与转债分析及推荐篇）

我们推荐稳健型投资者对性价比较高、向上弹性较好、向下保护不弱且正股基本面向好的柳药、润达转债予以关注。

固收深度报告 20230523: “中特估”专题系列报告——军工篇（2）

本篇作为“中特估”专题系列报告的第二篇，旨在聚焦“中特估”背景下的军工板块存续标的。本篇报告将判断当前军工题材的机会、剖析相关存续标的属性及配置机会，并简要覆盖应急转债、中箭转债。

固收深度报告 20230523: “中特估”专题系列报告——“一带一路”&交运物流篇（1）

本篇作为“中特估”专题系列报告的首篇，旨在聚焦“中特估”背景下的“一带一路”机会。本篇报告将判断当前“一带一路”题材的机会、观察“一带一路”相关贸易的潜在业绩转化能力和外资配置逻辑，并揭示其与交运物流产业的密切联系。本篇覆盖北港转债、大秦转债、招路转债、南航转债、东杰转债。

行业

推荐个股及其他点评

松原股份（300893）：被动安全自主龙头，国产替代空间广阔

预计公司2023-2025年归母净利润分别为1.91亿、2.64亿、3.64亿，EPS分别为0.85元、1.17元、1.62元，市盈率分别为27.21倍、19.68倍、14.26倍。公司作为汽车被动安全系统自主龙头，国产替代空间广阔，首次覆盖给予“买入”评级。

蓝色光标（300058）：以移动互联网时期公司成长路径看AI时代营销新机遇

蓝色光标在广告营销领域身处龙头地位，业务优势明显，业绩稳步增长；和微软广告的合作提前布局新广告生态，“All in AI”赋能主业，业绩和估值未来还有提升空间。我们维持此前盈利预测，预计公司23年归母净利润为6.9亿元，同比由负转正，24-25年归母净利润为8.4/9.9亿元，同比增长22%/18%，维持“买入”评级。

满帮集团（YMM）：23Q1业绩点评：业绩超预期，双端用户活跃度稳步提升

作为数字货运平台龙头，满帮为车主及货主带来增量价值。考虑到满帮

具竞争壁垒，佣金率提升将带动业绩提升，我们将 2023-2025 年经调整净利润从 20.9/31.7/43.5 亿元调整至 21.8/30.8/41.3 亿元，分别同比增长 56%/42%/34%，维持“买入”评级。

固生堂 (02273.HK): 事件点评：全国首次中药饮片联采降幅符合预期，固生堂疫后恢复亮眼

事件：5月22日，全国首次中药饮片省际联盟采购拟中选结果在济南产生，21个中药饮片品种共有100家企业中选，平均降价29.5%，最大降幅56.5%，预计8月底前群众能用上质优价宜的21种联采中药饮片。降价幅度符合预期，根据中选规则，平均降幅29.5%，估计对于有供应能力、覆盖范围广的规模企业其降幅低于29.5%。本次联采降幅以最高限价为基准进行计算，而非最低申报价。对饮片厂商来说，本次降价压缩的主要是中间渠道的利润，大部分产品并未伤及出厂价，企业可以借助中选快速进入等级医院。对医疗机构端：25%的加成比例不变，降价后的选货较降价前的统货价格相差较少，机构则优选使用品质更好的选货，长期患者也会形成相应的消费习惯，反过来推动饮片行业往优质优价发展。市场对中药饮片集采政策端的担忧已落地，固生堂疫后业绩恢复快，2023年Q1收入增长较快，4月依然实现同比高增、环比增长；全年收入有望30%+增长，扣非归母净利润35-40%左右增长。以Q1和Q2的恢复增长趋势来看，2023年业绩高增长确定性强。长期来看，公司上市后稳健快速扩张，门店复制能力强，可持续增长潜力大。

盈利预测与投资评级：考虑到公司业绩增长态势较好，我们将公司2023-2025年经调整归母净利润由2.63/3.41/4.39亿元上调为2.70/3.51/4.50亿元，对应当前市值的PE为39/30/23X。维持“买入”评级。

风险提示：核心医生人才流失的风险，并购整合风险，医保控费收紧风险等。

瑞鹤模具 (002997)：顺应轻量化趋势，拓展第二成长曲线

盈利预测与投资评级：考虑到产业发展趋势+公司所在安徽省区位优势，IPO+可转债募投的产能释放后所具备的发展潜力。我们预测公司2023-2025年营收分别为18.32/30.40/37.27亿元，同比分别为+56.9%/+65.9%/+22.6%，归母净利润为2.09/3.15/4.22亿元，同比分别为+49.6%/+50.5%/+33.7%，对应EPS分别为1.14/1.72/2.30，对应PE分别为22.9/15.2/11.4倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

快手-W (01024.HK): 2023Q1 业绩点评：商业化进展良好，利润释放加速

盈利预测与投资评级：我们看好公司独特的社区文化及持续的利润释放。我们将公司2023-2025年经调整净利润由17/113/184亿元调整至38/117/174亿元，对应2024年经调整PE为18x，维持“买入”评级

宏观策略

宏观周报 20230523：破“7”之后，这次会持续多久？

5月18日美元人民币破“7”关口，随后最高升至7.06，为去年9月后再度跌破7元，不过本轮人民币汇率走弱与上一次的驱动及环境均有不同，长期来看人民币并无持续贬值基础。基本面转弱为主，美元走强为辅。复盘本轮人民币破7之路，首先是美国经济韧性导致市场更早降息预期落空：零售销售及服务业PMI反弹+紧缩末期美欧经济预期逆转，推动美元在5月初回升至102；紧接数据显示4月中国经济复苏不及预期，高频数据也显示需求放缓，叠加上周美国债务危机升温，人民币在美元103点位时破7。对比去年，本轮破7对预期的冲击较小。2022年8月国内宽松正逢美联储紧缩加速期，利率政策影响明显。而今年初市场对国内经济复苏有些过于乐观（我们曾在以前的报告中提到年初市场对人民币汇率的复苏定价超90%），二季度以来预期回调下汇率疲软。上周五央行外汇会议中也提到“强化预期引导”，我们认为短期内政策关注的变量仍是基本面复苏动能而非汇率。往后看，人民币短期仍有贬值压力：美欧紧缩周期错位可能导致经济前景逆转短期持续，上周债务危机谈判无果，支持强势美元，且近期国内高频数据未见超预期迹象。人民币回到“7”以下或需等待下半年国内经济增长预期回升、美国紧缩走进尾声、美元无上行压力的时刻。上周高频数据显示，终端需求分化复苏，供给仍偏弱。汽车销量稳健，地产销售未见起色，出行人流量下滑。开工方面建筑业偏缓，汽车生产节奏加快。食品及工业品价格以跌为主。资金面仍偏宽松。风险提示：东盟、俄罗斯及其他新兴经济体经济增长不及预期，对外需拉动不足，导致经济进一步加速放缓。疫情二次冲击风险对出口造成拖累。欧美经济韧性超预期，资金大幅回流欧美市场。

（证券分析师：陶川 证券分析师：邵翔）

固收金工

固收深度报告 20230524：转债行业图谱系列（七）：医药商业行业之保健批发赛道可转债梳理（正股与转债分析及推荐篇）

观点 正股业绩表现总体向好，估值多处于中低区间：1) 柳药转债：广西医药商业龙头，得益于医药批发、零售和医药工业板块持续做大做强，2022年实现营收净利双增长，2023Q1业绩持续向好，偿债能力较强，现金流稳增。一方面公司在医药流通领域走“批零一体化”模式，加强医疗器械耗材市场布局，子公司桂中大药房门店持续扩张；另一方面医药工业板块布局不断完善，产能提升，逐步补强公司业绩发力点，推动公司收入和盈利结构改善。2023/4/28 PE (TTM) 11.64倍，处于25.56%历史较低区间，中长期基本面驱动因素扎实稳固，预计未来估值上升空间充裕。2) 英特转债：浙江医药流通区域龙头，得益于医药、零售板块持续扩张，2022年及2023Q1业绩保持增长，但财务风险有所上升。通过实施“批零一体化”战略，且近期资产重组和周边地区辐射扩张项目接踵而至，物流网络完善，产能有望进一步释放。2023/4/28 PE (TTM) 32.64倍，处于49.71%历史中区。3) 润达转债：立足华东、辐射全国的医学实验室综合服务商，随疫情影响逐渐消散，2022年及2023Q1均实现营收净利双增长，且盈利能力及财务风险保持稳定。商业板块IVD业务和集约化平台服务乘政策东风

风前景较好，工业板块加大研发投入并积极拓展对外合作有助于释放增长潜力。2023/4/28 PE (TTM) 16.42 倍，处于 10.68% 历史低位，长期看好上升空间进一步打开。4) 塞力转债：主营医疗集约化业务与运营服务，2022 年及 2023Q1 业绩承压，营收净利均下滑，盈利能力尚未修复。伴随疫情影响消退、应收账款回收、SPD 项目逐渐落地或可带来新的业绩驱动，建议观望中长期复苏进度。 转债行情复盘与分析：1) 柳药转债：平衡型标的，具备一定债底保护，弹性不弱于股性标的英特转债，价格、溢价率均低于同为平衡型的润达转债，或表明其性价比更高；市场关注增多，交易流动性良好，基本面较好，或可作为“双低策略”可选标的埋伏左侧机会，配置盘需警惕隐含强赎风险。2) 英特转债：偏股型标的，股性强于其余标的，弹性空间较好，平价及价格呈小幅震荡上行走势，平价驱动估值变化；市场关注有限但近期热度增加，平价接近强赎线故需警惕强赎风险。3) 润达转债：平衡型标的，具备“攻防两相宜”特质，股债性接近柳药转债但略有不及；市场热度较高但有所分化，性价比略弱于柳药转债，鉴于 2 只标的正股业绩增势稳健，润达转债正股估值稍低，建议同步关注其替代可能性。4) 塞力转债：纯债型标的，债底较厚，防守属性显著；市场热度一般，由于缺乏基本面支撑，若短期内无明显利好催化，预计当前高企的转股溢价率难以回落，转债价格仍将维持当前水平，上行概率较小。 五大维度推荐转债标的：1) 正股基本面：润达≈柳药>英特>塞力。润达转债内外驱动因素强劲，业绩回升迅速；柳药转债因优化批发品种结构并加强工业板块布局，盈利能力强，叠加零售药房板块发力，当前估值较低，基本面表现优于英特转债；塞力转债业绩承压严重。2) 等平价溢价率测试：塞力>柳药>英特>润达。塞力转债估值合理，性价比优，柳药、英特转债性价比居中，高平价区间前者套利机会更高。3) 股性强弱：英特>柳药≈润达>塞力。英特转债溢价率较低，塞力转债溢价率较高，柳药、润达转债居中。4) 转债价格弹性：柳药>润达>英特>塞力。柳药、润达转债溢价率虽高于英特转债，但估值实际向上弹性空间或大于英特转债。5) 机构持仓：柳药>润达>英特>塞力。市场对润达、柳药转债新增关注较多，但柳药转债流通盘较大赋予额外优势，塞力转债热度一般。6) 我们推荐稳健型投资者对性价比较高、向上弹性较好、向下保护不弱且正股基本面好的柳药、润达转债予以关注。 风险提示：政策变动风险；正股表现不及预期；发行人违约风险。

(证券分析师：李勇 研究助理：徐津晶)

固收深度报告 20230523：“中特估”专题系列报告——军工篇（2）

观点 本系列报告旨在剖析“中特估”概念下各板块存续转债的“生命轨迹”，一方面将被盘点转债作为深度学习案例加以研究并给出后市展望，另一方面对案例间的普适性加以总结归纳，以对后市把握其他相似转债轨迹有所借鉴。 本篇作为“中特估”专题系列报告的第二篇，旨在聚焦“中特估”背景下的军工板块存续标的。本篇报告将判断当前军工题材的机会、剖析相关存续标的属性及配置机会。 核心观点： (1) 应急转债：4月底以来，中船应急伴随“中船系”行情演绎走出向上行情，在此期间应急转债溢价率不断压缩、性价比得到优化。从历史交易数据我们发现应急转债防御属性较强，溢价韧性赋予其在正股回撤时被动增厚、提供较强“安全垫”以对冲正股下行比例的能力。后市正股可能进入震荡调整期，配置应急转债有望“稳中取胜”。 (2) 中箭转债：我们认为天箭转债已在两轮上行周期中蒸干部分溢价率（2023/5/19, 28.57%），弹性与溢价率均有抬升，从择时角度来看当前配置胜率较大，后市伴随“中特估+军工”板块演

绎估值有望继续走高。 风险提示：强赎风险，正股波动风险，发行人违约风险，转股溢价率主动压缩风险。

(证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭)

固收深度报告 20230523：“中特估”专题系列报告——“一带一路”&交运物流篇（1）

观点 本系列报告旨在剖析“中特估”概念下各板块存续转债的“生命轨迹”，一方面将被盘点转债作为深度学习案例加以研究并给出后市展望，另一方面对案例间的普适性加以总结归纳，以对后市把握其他相似转债轨迹有所借鉴。 本篇作为“中特估”专题系列报告的首篇，旨在聚焦“中特估”背景下的“一带一路”机会。本篇报告将判断当前“一带一路”题材的机会、观察“一带一路”相关贸易的潜在业绩转化能力和外资配置逻辑，并揭示其与交运物流产业的密切联系。
核心观点： (1) 北港转债：北港转债交易风格偏进攻型，其正股有一定爆发力，叠加当前(2023/5/16)约22%的溢价率，后市北港转债有望因“一带一路”板块上行或出口业绩预期进一步兑现迎来“戴维斯双击”。 (2) 大秦转债：大秦转债是市场典型底仓类品种，当前交易风格偏防御型，转债侧溢价几乎“蒸干”、估值回调跟随正股，我们认为短期内剧烈回调压力和赎回压力均较小。 (3) 招路转债：随着存续期压缩，条款博弈带来的价格变化影响更加显著，我们认为发行人有足够的动机实施下修或强赎，条款博弈方向跟随后市走向。 (4) 南航转债：南航转债属于交易风格偏进攻型的底仓类品种，溢价率偏低(2023/5/16, 15%)，伴随业绩修复和板块回暖南航转债仍有上行空间。 (5) 东杰转债：结合东杰智能“中特估+ $\alpha + \beta$ ”标签、生命周期初期阶段和小规模属性，我们认为市场热度提升只是择时问题。
风险提示： 强赎风险，正股波动风险，发行人违约风险，转股溢价率主动压缩风险。

(证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭)

行业

推荐个股及其他点评

松原股份（300893）：被动安全自主龙头，国产替代空间广阔

投资要点 公司是被动安全自主龙头企业。公司是国内领先的汽车被动安全系统供应商，自成立以来一直从事汽车被动安全业务，产品包括汽车安全带总成及零部件以及特殊安全座椅等，目前也正在不断拓展方向盘+安全气囊业务。公司致力于国内汽车被动安全系统自主品牌的发展，坚持“舒适、安全、可靠、环保”的经营理念，为汽车行业提供完备的被动安全系统解决方案。 被动安全赛道价值量持续提升，全球格局集中中国产替代空间大。被动安全是整车安全功能的重要组成部分，一般由乘员约束系统和缓冲吸能装置组成，其中乘员约束系统通常包括安全带、安全气囊等部件。安全带作为被动安全技术的基础，表现出持续升级的特点：从最普通的紧急锁止式→紧急锁止限力式→预张紧限力式→电机预紧式，安全带的功能愈发完善且价值量水平也在持续提升。安全气囊的单车使用数量也将持续提升，目前六气囊的配置正逐渐成为12万元以上车型的全系标配，且后续随着整车安全性能要求的不断提高而增加膝部气囊等其他气囊种类，安全气囊的单车价值量将随着气囊单车配置数量的增加而持续提升。被动安全行业的壁垒较高，存在着严格的认证体系。外资企业凭借着先发优

势，叠加技术、规模等方面处于领先地位，基本实现了对行业的垄断竞争。目前全球被动安全行业三家主要的企业为奥托立夫、均胜安全以及采埃孚，2021年三家的市场份额分别为37%、27%和20%，合计占到全行业84%的市场份额。展望后续，优质的自主被动安全企业凭借着成本以及服务响应优势，有望持续实现国产替代。松原的成长驱动：安全带业务量价齐升，气囊方向盘成为第二曲线。安全带方面，公司凭借技术、成本和服务响应等的竞争优势，有望持续提升安全带产品的市场份额；此外，高性能安全的功能复杂，安全性更好，价值量更高，特别是集成主被动可逆预紧式安全带（电动安全带）的价值量更是大幅提升，公司安全带业务有望实现量价齐升。而方向盘+气囊业务则是公司的第二曲线，公司于2021年实现方向盘+安全气囊产品的批量生产，目前已经突破吉利、上通五菱、奇瑞汽车和合众汽车等客户，后续有望持续为公司业绩贡献增量。盈利预测与投资评级：预计公司2023-2025年归母净利润分别为1.91亿、2.64亿、3.64亿，EPS分别为0.85元、1.17元、1.62元，市盈率分别为27.21倍、19.68倍、14.26倍。公司作为汽车被动安全系统自主龙头，国产替代空间广阔，首次覆盖给予“买入”评级。风险提示：乘用车行业销量不及预期；新客户及新产品开拓不及预期；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）

蓝色光标(300058)：以移动互联网时期公司成长路径看AI时代营销新机遇

投资要点 营销科技公司，出海业务引领业绩增长：蓝色光标是为企业智慧经营全面赋能的营销科技公司，主营业务为全案推广服务、全案广告代理和元宇宙业务，广告主以游戏、电商行业为主。自2013年公司开始实施国际化战略，出海业务收入迅速增长，2022年，该板块营收占比达71.89%。回顾移动互联网阶段，技术迭代催化行业格局更替，抢先卡位的玩家抢占市场：广告行业的规模与宏观经济强相关，尽管行业规模增长相对稳健，但格局变化较快，每次新兴技术或媒体端流量的变更将会推动行业格局重塑，移动互联网时期短视频、电商广告兴起，逐渐抢占搜索广告份额。在此时期，受益的往往是提前感知广告主动向并提前卡位的营销中介：1) 抢先卡位相关技术及市场的中间商将瓜分相对滞后公司的广告主预算。2) 平台侧的竞争将为广告服务商带来高返利。移动互联网时期蓝标的崛起即是通过并购，前瞻布局互联网广告及短视频广告，从而推动公司市场规模扩大。AI加持下的新型广告形式蓄势待发，公司前瞻布局有望受益：类比移动互联网趋势，AI有望为营销行业带来新的变革。集成Chat GPT类技术的微软日活已突破一亿，正探索新型广告形式。凭借规模化优势，蓝标已与微软达成战略合作，顺利卡位，有望提前抢占未来广告市场新增量，并伴随媒体流量变迁迎来返点提升。全力拥抱“All in AI”，全方位赋能主业：凭借多年积累，公司拥有全球超3000家优质客户资源，且基于多年营销经验，具有数据沉淀及技术积累。2023年公司提出“All in AI”，全方位拥抱AIGC，有望赋能主业：1)训练行业小模型，打造Blue Focus AIGC工具矩阵，赋能、提效、重塑不同营销场景。2)减少外包，AI工具助力公司内部降本增效；3)向IP/内容端渗透：将AIGC应用于虚拟人、内容创意制作等营销场景，赋能内容创意制作，拓展虚拟人变现空间。盈利预测与投资评级：蓝色光标在广告营销领域身处龙头地位，业务优势明显，业绩稳步增长；和微软广告的合作提前布局新广告生态，“All in AI”赋能主业，业绩和估值未来还有提升空间。我们维持此前盈利预测，预计公司23年归

母净利润为 6.9 亿元，同比由负转正，24-25 年归母净利润为 8.4/9.9 亿元，同比增长 22%/18%，维持“买入”评级。 风险提示：AI 相关技术/应用发展不完善、AI 伦理风险、行业竞争加剧风险。

(证券分析师：张良卫 证券分析师：周良玖 证券分析师：张家琦 研究助理：晋晨曦)

满帮集团 (YMM)：23Q1 业绩点评：业绩超预期，双端用户活跃度稳步提升

投资要点 1Q23 业绩超预期，复苏态势良好：2023Q1，公司实现营业收入 17.0 亿元，同比增长 28%；经调整净利润为 5.1 亿元，同比增长 171%，均超彭博一致预期。23Q2，公司预计总收入将达 19.1-20.1 亿元，同比增长 14.5-20.5%。 车货双端用户活跃度稳步提升，积极用户运营策略有望推动 MAU 数提升。23Q1，公司托运人 MAU 达 175 万，同比增长 23%。过去 12 个月，355 万的活跃卡车司机数实现订单履约。用户结构方面，688 会员和非付费用户（通常是直客）履约订单占比达 45%，同比提升 5pct。拉新方面，公司继续推行积极拉新策略，不断丰富针对直客的产品和服务；留存方面，公司将继续加码车货两端信用体系建设，加强运力分层管理，推动用户粘性及活跃度提升。我们认为，在公司积极拉新、精细化运营策略下，公司双端 MAU 数及活跃度有望进一步提升。 履约订单量涨幅远超行业，市场份额提升。根据国家统计局，我国 23Q1 公路货运量同比增长 5.1%。23Q1，公司履约订单量同比提升 20%，达 3030 万单；履约率达 28%，同比提升 6pct。一方面，伴随疫情放开，货运市场将持续回暖；另一方面，更多用户匹配行为从线下转移至线上，公司市场占有率持续提升。我们预计随货运市场回暖，线上用户活跃度持续提升，公司履约订单量有望实现同比增长。 伴随拉新策略推进，预计公司全年利润率将略低于一季度。23Q1，随疫情放开，司机活跃度提升，公司拉新花费相对较少，销售费用率达 14.4%，同比基本持平；管理费用率达 10.6%，同比降低 23.8pct，主因股权激励费用降低；后续，公司将继续推进拉新策略，通过线上线下多种渠道推广品牌和平台，我们预计全年经调整净利润率将略低于一季度，全年将达 26.6%。 **盈利预测与投资评级：**作为数字货运平台龙头，满帮为车主及货主带来增量价值。考虑到满帮具竞争壁垒，佣金率提升将带动业绩提升，我们将 2023-2025 年经调整净利润从 20.9/31.7/43.5 亿元调整至 21.8/30.8/41.3 亿元，分别同比增长 56%/42%/34%，维持“买入”评级。 **风险提示：**用户恢复不及预期，抽佣进展不及预期，宏观经济下行风险。

(证券分析师：张良卫 研究助理：晋晨曦)

固生堂 (02273.HK)：事件点评：全国首次中药饮片联采降幅符合预期，固生堂疫后恢复亮眼

投资要点 事件：5 月 22 日，全国首次中药饮片省际联盟采购拟中选结果在济南产生，21 个中药饮片品种共有 100 家企业中选，平均降价 29.5%，最大降幅 56.5%，预计 8 月底前群众能用上质优价宜的 21 种联采中药饮片。 降价幅度符合预期，根据中选规则，平均降幅 29.5%，估计对于有供应能力、覆盖范围广的规模企业其降幅低于 29.5%。本次联采降幅以最高限价为基准进行计算，而非最低申报价。对饮片厂商来说，本次降价压缩的主要是中间渠道的利润，大部分产品并未伤及出厂价，企业可以借助中选快速进入等级医院。对医疗机构端：25% 的加成比例不变，降价后的选货较降价前的统货价格相差较少，机构则优选使用品质更好的选货，长期患者也会形成相应的消费习惯，反过来推动饮片行业往优质优价发展。 市场对中药饮片集采政策端的担忧已落地，固生堂疫后业绩恢复快，2023 年 Q1 收入增长较快，4

月依然实现同比高增、环比增长；全年收入有望 $30\%+$ 增长，扣非归母净利润 $35\%-40\%$ 左右增长。以Q1和Q2的恢复增长趋势来看，2023年业绩高增长确定性强。长期来看，公司上市后稳健快速扩张，门店复制能力强，可持续增长潜力大。 盈利预测与投资评级：考虑到公司业绩增长态势较好，我们将公司2023-2025年经调整归母净利润由2.63/3.41/4.39亿元上调为2.70/3.51/4.50亿元，对应回归市值的PE为39/30/23X。维持“买入”评级。 风险提示：核心医生人才流失的风险，并购整合风险，医保控费收紧风险等。

（证券分析师：朱国广 证券分析师：冉胜男）

瑞鹤模具（002997）：顺应轻量化趋势，拓展第二成长曲线

投资要点 立足传统装备制造业务，顺应产业趋势拓展轻量化零部件。公司传统业务为汽车自动化生产线+白车身模具制造。受到新能源产业趋势影响（车型加速迭代+新产能建设），公司装备制造业务在手订单逐年增长，2020-2022年分别为20.4/24.5/30.3亿元。同时，公司合作奇瑞汽车成立轻量化子公司，拓展铝合金轻量化压铸零部件业务。截至2022年底，公司轻量化零部件工厂一期实现2条产线投产，2条产线启动安装调试，实现批量供应客户2个，定点开发中客户2个。 安徽区位优势+核心客户出海战略，共同推动公司业绩增长。公司所在安徽省汽车集群优势明显。2022年实现产量174.7万辆，同比 $+17.3\%$ ，全国产量占比达到6.5%，比重持续提升。其中，新能源汽车产量达到52.7万辆，全国产量占比达到7.5%。全省汽车产业链布局完善，包括奇瑞、大众、比亚迪、长安等国内外知名车企均在安徽实现生产基地布局，2025年规划全省汽车生产规模超过300万台，有望进一步推动供应链企业蓬勃发展。公司核心客户奇瑞汽车产品矩阵完善，深耕海外乘用车市场，2022年海外销售占比达到36.5%，成为国内自主品牌出海领军企业，随着奇瑞汽车产品出海战略的持续推进，瑞鹤模具作为奇瑞全国最大生产基地所在地的供应链企业，有望获得更多发展机会。 装备制造+轻量化业务双轮驱动，产能扩张配合订单释放。公司装备制造业务订单持续增长，2022年公司装备制造业务在手订单30.3亿元，2023年1月中标奇瑞汽车冲焊车间3.8亿元新订单项目，铝合金动力总成产品研发成功并按计划量产。根据公司募投产能计划。1) 传统装备制造业务：IPO募投项目二阶段已于2022年中启动建设，预计2023年H1完成建设投产；2) 铝合金轻量化零部件业务：2022年度共投资建设4条产线，截至2022年底，2条产线开始量产，2条产线处于安装调试阶段，同时2023年轻量化项目二期已经启动建设，预计2023年下半年投产，有望进一步扩大轻量化零部件业务产能。产能扩张配合订单增长释放，公司业绩有望进一步提升。 盈利预测与投资评级：考虑到产业发展趋势+公司所在安徽省区位优势，IPO+可转债募投的产能释放后所具备的发展潜力。我们预测公司2023-2025年营收分别为18.32/30.40/37.27亿元，同比分别为 $+56.9\% / +65.9\% / +22.6\%$ ，归母净利润为2.09/3.15/4.22亿元，同比分别为 $+49.6\% / +50.5\% / +33.7\%$ ，对应EPS分别为1.14/1.72/2.30，对应PE分别为22.9/15.2/11.4倍。首次覆盖，给予“买入”评级。 风险提示：乘用车价格战超过预期，铝合金价格上涨超出预期，车企一体化压铸进程不及预期。

（证券分析师：黄细里 研究助理：谭行悦）

快手-W（01024.HK）：2023Q1 业绩点评：商业化进展良好，利润释放加速

投资要点 业绩概览：2023Q1公司收入252亿元，YoY $+19.7\%$ ，略超市场一致预期，主要由直播和电商业务超预期带动；经调整净利润

为 4200 万元，实现上市后首次盈利，大幅超出市场一致预期。广告业务收入 130.6 亿，表现稳健，符合市场一致预期。 用户数和时长依旧稳健。2023Q1 公司 MAU 达 6.54 亿，YoY+9.45%；DAU 达 3.74 亿，YoY+8.33%；我们预计公司将于 2024 年下半年达成中期 4 亿 DAU 目标；互关用户对数累计达到 296 亿对，YoY+57.6%。2023Q1 公司推出更多互动性内容及短剧，共同促进生态繁荣。 广告业务收入增长稳健，2023Q1 恢复优于预期。1) 广告：2023Q1 公司在线营销业务收入 135.38 亿元，YoY+15%，快于行业平均增速；内循环广告占比接近 50%，为主要驱动因素；预计 2023Q2 广义外循环广告将恢复正向增长；全店 ROI 已成为关键绩效指标，以提升商业化效率。2) 直播：2023Q1 公司直播业务收入 93.19 亿元，YoY+19%；平均月付费用户数达 6012 万，主要由于头部工会和主播引入超预期。3) 电商：2023Q1 公司 GMV 达 2246 亿元，YoY+28%；包括电商业务在内的其他收入达 28 亿元，YoY+51%，达人分销抽佣开始带来贡献，叠加疫情后退货率降低，共同促进收入端增长，未来公司重点发力泛货架电商。我们预计公司 2023Q2 直播业务收入 103 亿 (YoY+19%)，在线营销业务收入 137 亿 (YoY+25%)，电商和其他业务收入 32 亿 (YoY+50%)，整体营收 271 亿 (YoY+25%)。 利润加速释放。公司本季度经调整净利润 4200 万元，大幅超出市场一致预期-4.57 亿，首次达到集团层面盈亏平衡，主要由于业务稳健增长及费用严格把控，未来公司仍将维持谨慎的费用投放策略。我们预计 2023Q2 公司毛利率环比基本持平，经调整净利润 12.1 亿元。 盈利预测与投资评级：我们看好公司独特的社区文化及持续的利润释放。我们将公司 2023-2025 年经调整净利润由 17/113/184 亿元调整至 38/117/174 亿元，对应 2024 年经调整 PE 为 18x，维持“买入”评级。 风险提示：市场竞争风险，商业化不及预期风险。

(证券分析师：张良卫 研究助理：何逊玥)

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，并注明出自为东吴证券研究所，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>