

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2023-05-29

宏观策略

2023年05月29日

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。

晨会编辑 曾朵红

执业证书: S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

固收金工

固收点评 20230525: 利率能否下行突破去年低点?

在“经济拉动靠外需、降息贬值无所惧”的推演下, 我们认为与2022年8月相似, 10年期国债收益率存在降息后大幅下行的可能性。在去年8月12-18日期间, 即从2.73%下降至2.58%, 调整幅度达15bp, 在当前10年期国债收益率2.7%的点位下, 或存在跌至2.5%的可能性。

行业

光伏设备行业深度: 低氧型单晶炉迎新一轮技术迭代, 助力N型硅片优化&电池效率提升

投资建议: 重点推荐晶盛机电、奥特维, 建议关注西部超导、连城数控。

双碳环保日报: 云南全面加快城市生活垃圾分类, 城市居民小区生活垃圾分类覆盖率年底达90%

重点推荐: 洪城环境, 光大环境, 瀚蓝环境, 美埃科技, 凯美特气, 华特气体, 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: 鹏鹞环保, 三峰环境, 盛剑环境, 再升科技, 卓越新能。

推荐个股及其他点评

中国铁建(601186): “投建营”一体化发展, 新兴产业加快拓展

当前公司估值水平处于历史中枢偏下位置, 5月25日收盘价对应的PB-LF为0.568倍, 对应PE-TTM为4.967倍, 处于历史区间20-30%分位之间。当前稳增长主线清晰, 基建链条景气维持高位, 房建及房地产开发景气筑底复苏, “一带一路”相关政治、经济政策落地将提振建筑公司海外业务成长预期, 国企改革加速推进, 看好公司估值持续修复机会。我们预计公司2023-2025年归母净利润分别293/332/366亿元, 对应PE分别为4.6X/4.0X/3.7X, 首次覆盖给予“买入”评级。

北方华创(002371): 半导体设备平台型公司, 受益国产替代加速

盈利预测与投资评级: 考虑到公司在手订单充足、订单加速交付, 我们维持2023-2025年公司营业收入预测分别为211.65、275.14和353.00亿元, 当前市值对应动态PS分别为7、6和4倍; 维持2023-2025年归母净利润预测分别为35.43、47.59和61.71亿元, 当前市值对应动态PE分别为45、33和26倍。考虑到公司在国产半导体设备领域的平台型龙头地位, 同时估值处于底部, 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。

晶科能源 (688223): 出售资产优化产能区位, 再推 56GW 一体化扩产
基于公司新技术占比逐步提高, 组件出货持续高增, 我们预计 2023-2025 年归母净利润为 71.7/96.7/126 亿元, 同增 144%/35%/30%, 基于公司 TOPCon 龙头地位, 我们给予公司 2023 年 25xPE, 对应目标价 17.9 元, 维持“买入”评级。

BOSS 直聘 (BZ): 2023Q1 业绩点评: 业绩符合预期, 期待招聘需求持续回暖

我们看好企业招聘需求将逐步回暖, 以及公司在在线招聘行业的竞争优势。我们将公司 2023-2025 年收入由 61/87/113 亿元调整至 60/86/107 亿元; 将 2023-2025 年 Non-GAAP 净利润由 14/23/ 35 亿元调整至 13/23/33 亿元, 同比增速为 57%/77%/46%; 对应 2023-2025 年 Non-GAAP PE 为 38/21/15x, 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

固收点评 20230525: 利率能否下行突破去年低点？

事件 2023年4月底以来，利率快速下行，站在当前时间点，如何看待后续利率的走势？10年期国债收益率是否存在破2022年8月低点的可能性？观点 内需未稳，保持外需稳定的必要性提升：10年期国债收益率可理解为经济现实和预期在资本市场上的映射，从去年11月起经历了四个阶段的转变：（1）阶段一（2022年11月）是“弱现实+强预期”的利率上行；（2）阶段二（2023年1月）是“强现实+强预期”的利率上行；（3）阶段三（2023年2-3月）是“强现实+弱预期”的利率下行；（4）阶段四（2023年4月）是“弱现实+弱预期”的利率加速下行，10年期国债收益率一度向下破2.7%的关口。经济当前是否已经切换到“弱现实”的区间，需要观察内外需的边际变化，从1-4月的数据来看，经济多靠外需拉动，且内需层面上多依靠消费的报复性修复。外需方面，2023年1-4月出口金额累计同比2.5%，其中3月当月同比更是高达14.8%，与之对应的wind一致预期为-5%。虽然欧美等传统出口目的地遭受了高库存导致的需求下降影响，但东盟和俄罗斯成为了新的亮点。2023年1-4月，美国和欧洲对出口的拉动率分别为-2.04%和-0.69%，而东盟和俄罗斯的拉动率分别为2.36%和2.01%。内需方面，居民收入尚未企稳，出行和可选消费恢复更快，

但总量未恢复至疫前水平。以 2023 年 4 月为例，以化妆品和金银珠宝为代表的升级类消费品零售额当月同比分别为 24.3% 和 44.7%，受出行需求推动的餐饮收入当月同比为 43.8%。为剔除疫情带来的数据大幅波动，我们计算 2020-2023 年的四年几何平均增速，1-4 月社零累计同比为 4.1%，而 2019 年 1-4 月的累计同比为 8%，内需尚未修复至疫情前水平。由内外需变化可见，在内需尚未建立起“就业—收入—消费”的稳定正向循环前，维持外需是保证全年“稳增长”目标的重要抓手。海外暂停加息和国内物价低位共同铸就降息条件：在美国经济呈现韧性和中国经济复苏预期重塑下，近期人民币快速贬值，美元兑人民币中间价从 5 月 4 日的 6.9054 升至 5 月 25 日的 7.0529，贬值幅度达到 2%，且跌破了“7”这一关键心理点位。2016 年以来，美元对人民币中间价的均值为 6.72，标准差为 0.23，若以两倍标准差为上下界，则 [6.3, 7.2] 应为人民币汇率的合意区间，目前点位已经接近上限，因此曾出现过汇率贬值对货币政策造成掣肘的担忧，但我们认为海外暂停加息和国内物价低位给降息创造了条件。一方面，美国自 2022 年 3 月开启加息以来，已将联邦基金目标利率从 0.25% 上调至 5.25%。根据 5 月 25 日的 CME 预测，6 月不加息的概率为 70.5%，5 月加息大概率为本轮终点。美国加息节奏放缓和暂停加息的可能性为国内让渡了降息空间；另一方面，上文提及我国维持外需的必要性和紧迫性，为构成较强的外贸竞争力，输出低价产品为可行路径之一。我国目前的通胀水平较低，2023 年 4 月的 CPI 当月同比为 0.1%，PPI 当月同比为 -3.6%。自 2022 年 10 月 CPI 进入下行通道，PPI 变为负值后，我国的出口商品价格指数由 115.3 降至 2023 年 4 月的 105.3。在国内物价低位的基础上，若汇率再适当贬值，则可以更助出口一臂之力，因此无需担心人民币贬值造成货币政策实施时的顾虑。经济复苏需更多政策加持，降息下 10 年期国债收益率存在跌至 2.5% 的可能性：在“经济拉动靠外需、降息贬值无所惧”的推演下，我们认为与 2022 年 8 月相似，10 年期国债收益率存在降息后大幅下行的可能性。在去年 8 月 12-18 日期间，即从 2.73% 下降至 2.58%，调整幅度达 15bp，在当前 10 年期国债收益率 2.7% 的点位下，或存在跌至 2.5% 的可能性。风险提示：宏观经济不及预期，货币政策调整超预期。

(证券分析师：李勇 研究助理：徐沐阳)

行业

光伏设备行业深度：低氧型单晶炉迎新一轮技术迭代，助力 N 型硅片优化&电池效率提升

N 型硅片存同心圆痛点，低氧型单晶炉助力降本增效 增加磁场为有效解决方案之一，具备一定经济性 光伏借鉴半导体磁场，有效抑制对流以降低氧等杂质 低氧型单晶炉迎新一轮技术迭代，市场空间广阔 风险提示：下游扩产不及预期，产业化进展不及预期

(证券分析师：周尔双 证券分析师：刘晓旭)

双碳环保日报：云南全面加快城市生活垃圾分类，城市居民小区生活垃圾分类覆盖率年底达 90%

投资要点 重点推荐：洪城环境，光大环境，瀚蓝环境，美埃科技，凯美特气，华特气体，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：鹏鹞环保，三峰环境，盛剑环境，再升科技，卓越新能。 工信部水利部发布征集 2023 年国家工业节水工艺、技术和装备的通知。征集范围重点包括钢铁、石

化化工、纺织染整、造纸、食品、皮革、制药、建材、有色金属、机械、煤炭、电力等工业行业废水循环利用、高效冷却或洗涤、高耗水生产工艺替代、用水智能管控、非常规水利用、节水减污降碳协同等节水工艺、技术和装备。关注水务板块投资机会。环境运营资产估值提升的本质？自由现金流改善！推荐水务固废天然气+半导体治理。股票估值较单体资产/reits 产品估值有 1.7 倍差距，较海外龙头 2~3 倍差距主要系现金流不同所致，21 年起资本开支下降+投运项目增多，自由现金流连续 2 年大幅改善。23 年预计将自由现金流转正元年，运营资产分红有望提升，价值重估开启。1) 水务：低估值+高分红+稳定增长。重点推荐【洪城环境】高分红兼具稳定增长，2022-2023 年承诺分红 ≥50%，2022 年股息率 5.18%，净现比提至 2.31，自由现金流转正。预计 2023-2025 年复增 10%，对应 2023 年 PE 8.7；建议关注【鹏鹞环保】PB (LF) 仅 1.09，出售资产一级市场接近翻倍定价，在手现金 9 亿市值 47 亿，转型潜力大。2) 垃圾焚烧：现金流改善+行业整合+设备出海。重点推荐【光大环境】固废龙头恒强，运营占比提升+国补回笼+资本开支下降，现金流改善在即，PB0.46 倍，2017 年以来分红维持 30% 左右，2022 年股息率 6.80%，对应 2023 年 PE 4.3；【瀚蓝环境】国补收回+REITs+处置账款，现金流改善中，整合进行时，预计 2023-2025 年复增 15%，对应 2023 年 PE 12.1。建议关注【三峰环境】国补加速，2022 年净现比提至 1.6 倍，自由现金流转正。设备发力海外市场，对应 2023 年 PE 10.5。(估值日期：2023/5/10)。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】【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，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，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：中特估专题 1：低估值+高股息+现金流改善，一带一路助力，水务固废资产价值重估。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)

推荐个股及其他点评

中国铁建 (601186)：“投建营”一体化发展，新兴产业加快拓展

投资要点 公司前身是铁道兵，在高原铁路、高速铁路、高速公路、桥梁、隧道和城市轨道交通工程设计及建设领域确立了行业领导地位。中国铁建是全球最具实力、规模的特大型综合建设集团之一，2016年新签合同额首次突破万亿元大关，2019年新签合同额突破2万亿元，2022年《财富》“世界500强企业”排名第39位、“全球250家最大承包商”排名第3位、“中国企业500强”排名第11位。2022年铁建新签合同总额3.25万亿元，同比+15.09%。 基建业务：订单结构优化，水利及电力工程业务增长迅速。1-3月广义/狭义基建保持+10.8%/+8.8%的高增长，预计基建为今年经济增长的重要抓手。（1）工程承包业务：传统基建稳定发展，经营结构持续优化。2022年铁路/公路工程相关业务新签合同额比增长30.20%/52.29%，传统优势基建项目维持稳定增长。同时，公司订单结构持续优化，在矿山开采、水利水运、机场工程、电力工程等领域新签订单也有较大增幅，2022年水利水运工程/电力工程新签合同额分别同比增长95.27%/290.73%，水利及电力工程的贡献度显著增加。（2）非工程承包业务：加快非工程承包和新兴产业拓展，向“投建营”一体化转型。投资运营业务方面，公司旗下的中国铁建投资集团有限公司、中国铁建昆仑投资等公司业务领域涵盖了交通、市政、环保等多个领域，在高速公路运营等领域优势显著。2022年7月公司发行的国金中国铁建REIT上市构建“投资-建设-运营-出售”运作模式有助于盘活存量资产、优化经营指标；绿色环保业务方面，中国铁建聚焦流域治理、水环境综合治理、建筑垃圾资源化、抽水蓄能、海上风电等细分领域开展项目投资、建设、运营，坚持绿色低碳转型发展道路，绿色环保业务发展较快。 共建“一带一路”加速推进，公司22年海外新签规模位居八大央企之首。（1）为落实“一带一路”倡议，铁建2018年推出“海外优先”战略，逐步形成了“3+5+N”的出海队形，协同作战，抱团出海。自2019年开始，中国铁建的海外新签合同额位居八大央企之首，2022年境外业务新签合同额3,060.5亿元，占新签合同总额的9.43%；（2）过往“一带一路”政策带动我国与沿线国家基建合作明显增加，今年是“一带一路”十周年，有望充分把握历史性机遇。 盈利预测与投资评级：当前公司估值水平处于历史中枢偏下位置，5月25日收盘价对应的PB-LF为0.568倍，对应PE-TTM为4.967倍，处于历史区间20-30%分位之间。当前稳增长主线清晰，基建链条景气维持高位，房建及房地产开发景气筑底复苏，“一带一路”相关政治、经济政策落地将提振建筑公司海外业务成长预期，国企改革加速推进，看好公司估值持续修复机会。我们预计公司2023-2025年归母净利润分别293/332/366亿元，对应PE分别为4.6X/4.0X/3.7X，首次覆盖给予“买入”评级。 风险提示：基建投资增速不及预期的风险、“一带一路”提振海外业务不及预期、国企改革推进不及预期、新业务拓展不及预期的风险。

（证券分析师：黄诗涛 证券分析师：房大磊 证券分析师：石峰源 证券分析师：任婕）

北方华创（002371）：半导体设备平台型公司，受益国产替代加速

投资要点 本土半导体设备领军者，业绩呈现加速增长势头 公司专业从事半导体装备、真空装备及精密电子元器件等业务，其中半导体设备覆盖刻蚀、薄膜沉积、氧化扩散、清洗设备等领域，成功供货中芯国际、长江存储、华虹集团、武汉新芯等龙头客户。受益于内资晶圆厂大规模扩产&设备国产替代，公司业绩加速增长。1)收入端：2022年公司营业收入达到146.88亿元，2018-2022年CAGR达到45%。2023Q1实现营收38.71亿元，同比+81%，保持快速上升态势；2)利

润端：2022年公司归母净利润为23.53亿元，2018-2022年CAGR高达78%，2023Q1达到5.92亿元，同比+187%。2022年公司销售净利率和扣非销售净利率分别达到17.30%和14.34%，同比+4.98pct和+6.01pct。截至2023Q1末，公司存货和合同负债分别达到150.12、78.22亿元，同比+55%、+54%，验证在手订单充足，将保障业绩延续高增。海外制裁加速国产替代进程，大陆半导体设备需求维持高位。美国、荷兰、日本相继加入限制阵营，主要聚焦在先进制程领域，半导体设备国产替代诉求愈发迫切。底层技术方面，国产半导体设备企业在多个核心领域已具备先进制程技术积淀，具备持续扩张的底层基础。政策扶持方面，2023年科技自主可控已经上升到举国体制，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、资金支持等层面支持产业链发展，政策利好持续落地。海外制裁升级背景下，半导体设备进口替代逻辑持续强化，我们看好晶圆厂加速国产设备导入，2023年国产化率提升有望超出市场预期。晶圆厂扩产方面，我们预计2023年内资晶圆厂资本开支整体持平或微降，好于年初市场预期。随着2023Q2招标陆续启动，国产半导体设备公司订单有望快速兑现。此外，半导体景气复苏同样利好设备，中国大陆IC设计龙头库存水位开始下降，行业底部信号清晰。SEMI预计2024年全球晶圆厂设备支出约920亿美元，同比增长21%。叠加自主可控需求，我们预计2024年中国大陆半导体设备市场规模将达2652亿元，同比+32%，重回快速增长。平台型产品线布局趋于完善，公司成长逻辑清晰。作为国产半导体设备领军者，公司持续受益设备国产替代+产品线延展。

1) 刻蚀设备：我们预估2024年中国大陆半导体刻蚀设备市场规模达到557亿元，其中ICP和CCP设备市场规模分别达到306和195亿元。公司在ICP领域具备较强市场竞争力，引领国产替代浪潮，同时积极布局CCP领域，有望持续扩张。

2) 薄膜沉积设备：我们预估2024年中国大陆半导体薄膜沉积设备市场规模将达583亿元，其中PECVD、PVD、ALD市场规模分别为193、111、64亿元。公司PVD市场竞争力显著，在2022年华虹无锡和积塔半导体PVD招标中份额分别达到20%和36%。此外，公司持续拓展CVD、ALD等产品系列，不断打开成长空间。

3) 热处理设备：我们预计2025年中国大陆热处理设备市场规模约为52亿元，2022年公司在华虹无锡、积塔半导体热处理设备招标中份额分别为7%、44%，已具备较强市场竞争力。

4) 清洗设备：我们预计2024年中国大陆市场规模约133亿元，公司收购Akron完善清洗设备产品线，产品体系不断完善，已成功覆盖槽式、单片清洗设备，有望成为重要增长点。

盈利预测与投资评级：考虑到公司在手订单充足、订单加速交付，我们维持2023-2025年公司营业收入预测分别为211.65、275.14和353.00亿元，当前市值对应动态PS分别为7、6和4倍；维持2023-2025年归母净利润预测分别为35.43、47.59和61.71亿元，当前市值对应动态PE分别为45、33和26倍。考虑到公司在国产半导体设备领域的平台型龙头地位，同时估值处于底部，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)

晶科能源(688223)：出售资产优化产能区位，再推56GW一体化扩产

投资要点 事件：1) 公司决定将子公司新疆晶科100%股权，作价43亿元出售给贵阳重大产业股权投资基金和董仕宏(任净科技董事长)；2) 拟在山西规划建设56GW垂直一体化大基地项目，总投资约560亿元，包括56GW拉棒/硅片/电池/组件产能。出售新疆晶科子公司、

优化产能区位配置。公司拟作价 43 亿元出售新疆晶科 100% 股权，交易完成后将不再持有该新疆晶科股权。新疆晶科子公司拥有 14GW 拉晶产能，2022 年净利润 1.52 亿，23Q1 市场化核算净利润 1.4 亿元；出售后 2023-2026 年累计业绩承诺 5/10/15/20 亿。预计公司出售新疆晶科出于整体产能优化考虑：1) 14GW 拉晶产能位于新疆，公司切片产能位于上饶，地理运输半径远，抬高生产成本，随青海产能逐步满产，新疆产能必要性逐渐下降；2) 新疆火电为主、碳足迹高，组件出口对绿电生产要求逐步提升，随新疆产能出售，对海外通关或有增益。出售新疆产能后，优化产能区位，有助于降低一体化运营成本。投建 56GW 一体化基地、运营效率进一步提升。公司拟在山西建设 56GW 一体化大基地，总投资约 560 亿元，包括 56GW 拉棒/硅片/电池/组件产能。项目共分四期，建设周期约 2 年，每期建设规模为拉棒/切片/电池/组件各 14GW 一体化项目，一期项目预计 24Q1 投产，二期预计 24Q2 投产，三、四期项目预计 2025 年建成投产。项目按 14GW 一体化模块投产，产能布局集中；山西电力资源优异、电价相对较低，成本优势显著，N 型大趋势下公司加速扩产，一体化投运经营效率有望进一步提升。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，我们维持公司盈利预测，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 71.7/96.7/126 亿元，同增 144%/35%/30%，基于公司 TOPCon 龙头地位，我们给予公司 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，硅料价格超预期下跌等。

(证券分析师：曾朵红 证券分析师：陈瑶 研究助理：郭亚男)

BOSS 直聘 (BZ): 2023Q1 业绩点评: 业绩符合预期, 期待招聘需求持续回暖

投资要点 业绩概览：2023Q1 公司实现营业收入 12.8 亿元 (+12.3%yoy)，符合市场预期及此前指引。经调整净利润 2.5 亿，同比+102.3%，超市场预期，主要来自于投资收益和财务收益。2023Q1 用户端求职需求高增，中小企业用工需求回暖。用户端：2023Q1 公司 MAU 达 3970 万，YoY+57.7%，QoQ+28.5%，同比提升主要因疫情放开后，求职者数量提升，平均 DAU 同比增长 54%，峰值 DAU 接近 1500 万。其中蓝领用户和来自低线城市的用户增长速度更快。企业端：2023Q1 付费企业数 400 万，环比上升 40 万，同比历年一季度创新高。其中服务业的表现较好，中小企业船小好掉头，相对大企业而言恢复的速度更快。单用户收获稳健提升，Q2 将着力缓解供需不平衡。春节后的 2 月及 3 月，公司平台用户达成的意向月均 1.6 亿，同比增长 65%。2023Q2，公司将着力缓解供需之间的不平衡，保障求职者端使用体验，4、5 月份与 2、3 月份相比，每周招聘者发布的新职位数量增长约 7%。每个职位招聘者主动找人的活跃度增长 6%。期待后续随经济恢复，招聘市场活跃度逐步回升。预计随收入增长，利润率有望回升：2023Q1，公司毛利率触底，达 80.7%，同比下滑 3.8pct，主要由于：1) 随用户规模扩大，公司服务器采购数量增加 2) 结算手续费上涨。公司 Non-GAAP 经营利润率为 9%，同比下降 2pct，主要由于企业通常在春节后做品宣，Q1 公司营销费用投入较高，销售费用率达 49.2%，同比提升 3.3pct。展望 2023Q2，我们预计公司收入 YoY+22%，达 14.4 亿；随收入增长速度加快，公司毛利率及 Non-GAAP 经营利润率有望环比提升。盈利预测与投资评级：我们看好企业招聘需求将逐步回暖，以及公司在在线招聘行业的竞争优势。我们将公司 2023-2025 年收入由 61/87/113 亿元调整至 60/86/107

亿元；将 2023-2025 年 Non-GAAP 净利润由 14/23/ 35 亿元调整至 13/23/33 亿元，同比增速为 57%/77%/46%；对应 2023-2025 年 Non-GAAP PE 为 35/20/13x，维持“买入”评级。风险提示：经济恢复不及预期风险，企业数增长不及预期风险。

（证券分析师：张良卫 研究助理：何逊玥 研究助理：晋晨曦）

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>