

晨会纪要

数据日期: 2023-04-26	上证综指	深证成指	沪深300指数	中小板综指	创业板综指	科创50
收盘指数(点)	3264.10	11185.68	3959.23	11747.12	2801.93	1069.00
涨跌幅度(%)	-0.02	0.32	-0.08	0.57	0.99	-0.72
成交额(亿元)	4804.18	6418.02	3220.62	2200.62	3142.75	1013.68

晨会主题

【重点推荐】

行业与公司

贵州茅台(600519.SH) 财报点评: i 茅台贡献主要增量, 直销拓展是增长核心引擎

普莱柯(603566.SH) 财报点评: 23Q1 归母净利润同比+74.45%, 非瘟亚单位疫苗提交应急评审

大北农(002385.SZ) 财报点评: Q4 归母净利润同比+170%, 转基因业务未来成长可期

【常规内容】

宏观与策略

固定收益专题研究: 公募基金转债及大类资产配置案例研究-机构转债配置行为研究(二)

策略专题: 中观超额收益追踪图谱(2023.04)

行业与公司

房地产行业 2023 年 5 月投资策略: 楼市温和复苏, 政策边际放松

房地产行业快评: 全面实现不动产统一登记事件点评-既非房产税的必要条件, 也非充分条件

基础化工行业专题: 含氟半导体化学品行业分析框架

上海家化(600315.SH) 财报点评: 2023 年一季度利润端有所改善, 日化龙头走出阴霾稳步复苏

科思股份(300856.SZ) 财报点评: 一季度归母净利润同比增长 176%, 迈向综合型个护原料平台

爱美客(300896.SZ) 财报点评: 一季度归母净利润增长 51%, 产品迭代放量夯实盈利水平

欧派家居(603833.SH) 财报点评: 2022 年营收增长 10%, 衣柜及配套业务引领增长

盛泰集团(605138.SH) 财报点评: 海外需求疲软, 2023 一季度收入下滑 5%

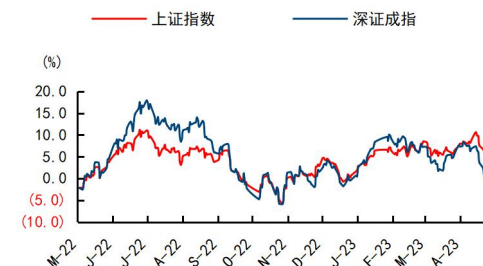
洋河股份(002304.SZ) 财报点评: 营销改革红利持续释放, 产品结构有望稳步升级

成都银行(601838.SH) 财报点评: ROE 处于高位, 资产质量优异

杭州银行(600926.SH) 财报点评: 资产质量优异, 下半年息差企稳

浙商银行(601916.SH) 财报点评: 风险加速出清, 业绩增速稳定

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

主要市场指数 04月27日

	收盘指数	涨跌幅%
道琼斯	33597.92	0
纳斯达克	10961.46	-0.48
S&P500	3801.78	-0.44
法国 CAC40	6000.24	-0.72
德国 DAX	14261.19	-0.57
日经 225	27574.43	-0.4
恒生	19757.27	0.71

基金指数 04月27日

	收盘指数	涨跌幅%
债券基金指数	3048.48	-0.01
股票基金指数	10628.64	-0.93
混合基金指数	9811.81	-1.03

汇率 04月27日

	收盘指数/价	涨跌幅%
欧元兑美元	1.1	0.6
美元兑人民币	6.92	-0.07
美元兑港币	7.84	-0.01
美元兑日元	133.66	-0.03

非流通股解禁 04月27日

名称	解禁数量(万股)	流通股增加%	解禁日期
财富趋势	4608.66	100.00	2023-04-27
戎美股份	300.00	1.73	2023-04-27
成大生物	1137.06	4.73	2023-04-27
新锐股份	1176.30	31.53	2023-04-26
航发控制	7211.26	99.98	2023-04-25
浙江建投	58874.37	100.00	2023-04-25
可孚医疗	559.14	5.98	2023-04-24
上海凤凰	472.09	9.63	2023-04-24

东华测试(300354.SZ) 财报点评:PHM 和电化业务快速发展,拟定增募资布局自定义测控分析系统

康泰生物(300601.SZ) 财报点评:新冠疫苗资产减值影响当期净利润,关注新品放量和国际化

天融信(002212.SZ) 财报点评:国企和商业市场增长超 50%,信创安全有望加速

新五丰(600975.SH) 财报点评:2022Q4 归母净利环比增长 204%,生猪出栏有望继续保持高速增长

生物股份(600201.SH) 财报点评 23Q1 归母净利同比+32%,参研非瘟亚单位疫苗提交应急评审

温氏股份(300498.SZ) 财报点评:2022 年成本稳步下降,肉猪及肉鸡生产指标持续改善

中际旭创(300308.SZ) 财报点评:盈利能力提升,800G 需求有望步入加速期

锐捷网络(301165.SZ) 财报点评:一季度经营稳健,扣非净利润同比增长 23%

拓邦股份(002139.SZ) 财报点评:一季度扣非净利润增长 58%,工具与新能源增长良好

广和通(300638.SZ) 财报点评:盈利能力修复,车载与海外网关快速增长

映翰通(688080.SH) 财报点评:重视创新多款新品崭露头角,2023 年一季度经营向好

同庆楼(605108.SH) 财报点评:四季度逆势微利,2023 年扩张显著提速

韵达股份(002120.SZ) 财报点评:一季度单票扣非净利同比持平,期待困境反转

圆通速递(600233.SH) 财报点评:市场份额提升明显,盈利能力表现稳健

新媒股份(300770.SZ) 财报点评:大屏主业稳中有升,AI 时代内容竞争优势充足

东方雨虹(002271.SZ) 财报点评:收入利润重回增长,毛利率环比明显提升

金融工程

金融工程周报:私募基金周报-上周中证 1000 指增私募超额中位数 0.36%,百亿私募调研聚焦医药板块

金融工程日报:人工智能板块回调,新能源板块强势

【重点推荐】

行业与公司

◆ 贵州茅台(600519.SH) 财报点评: i 茅台贡献主要增量, 直销拓展是增长核心引擎

业绩总结: 2023Q1 收入和净利润同比增长 19%/21%, 超出此前业绩预告指引。2023Q1 公司营业总收入为 393.8 亿元, 同比增长 18.7%; 归母净利润为 208 亿元, 同比增长 20.6%。拆分看, 2023Q1 茅台酒/系列酒收入分别为 337/50 亿元(同比+17%/+46%), 茅台酒收入占比 87%(同比-2pct)。2023Q1 直销/批发代理渠道收入为 178/209 亿元(同比+64%/-2%), 直销收入占比 46%(同比+12pct), 其中 i 茅台收入 49 亿元(平台 22 年 3 月底上线)/占 23Q1 公司增量收入的 76%。

盈利水平: 公司利润率稳中有升, 现金流表现良好。2023Q1 公司毛利率同比增长 0.2pct 至 92.6%(预计主要受益于高价非标酒放量), 净利率为 55.5%(同比基本持平), 主要系销售费用率和营业税金率微增而管理费用率下降(后者可见公司经营效率提升)。2023Q1 销售收现为 358 亿元, 同比增长 14%。2023Q1 末合同负债为 83 亿元, 同比持平, 环比下降 35 亿元(2022 年末合同负债因春节提前备货环比增加 36 亿元, 基本均在 2023Q1 确认收入)。

增长看点: 看好公司产品结构升级和直营渠道优化拉动业绩稳健增长。2023 年公司茅台酒投放量预计为 4.1 万吨, 同比增长 8%。此外, 2023 年茅台 1935 预计投放 4200 吨+, 且营收目标翻倍剑指 100 亿(结合 1 季度 i 茅台及经销渠道投放和销售情况看, 预计全年目标有望顺利完成)。持续看好茅台不直接提价情况下通过非标酒和直销渠道放量亦能实现双位数增长, 公司强大的品牌力、极厚的渠道利润安全垫、较完善的直销体系也能保障茅台酒和系列酒的直销量稳步增加。

风险提示: 宏观经济波动; 疫情大面积反复; 高端酒需求不及预期。

投资建议: 营销改革红利不断释放, 长线价值持续突出, 维持“买入”评级。我们维持盈利预测, 预计 2023-2025 年 EPS 为 58.94/68.79/78.45 元, 当前股价对应 PE 为 29/25/22x, 维持“买入”评级。

证券分析师: 李依琳(S0980521070002)

◆ 普莱柯(603566.SH) 财报点评: 23Q1 归母净利润同比+74.45%, 非瘟亚单位疫苗提交应急评审

22 年盈利整体承压, 23 年盈利同比改善。公司 2022 年实现营业收入 12.28 亿元, 较上年同期增加 11.78%, 实现归属于母公司所有者的净利润 1.74 亿元, 较上年同期减少 28.68%, 业绩下滑明显主要系 2022 年养殖链整体承压, 公司猪苗、禽苗毛利率同比有所降低。(1) 分季度来看: 公司业绩目前整体环比改善趋势, 22Q4 营业收入同比+44.95%至 4.02 亿元, 归母净利润同比+205.40%至 0.41 亿元, 23Q1 营业收入同比+24.61%至 3.06 亿元, 归母净利润同比+74.47%至 0.65 亿元, 23Q1 收入环比下降主要系今年春节较早导致下游 22Q4 提前备货。(2) 分业务来看: 猪用疫苗业务受整体低猪价冲击需求影响 2022 年营业收入同比+19%至 4.62 亿元但毛利率同比-0.85pcts 至 81.50%。另外禽用疫苗及抗体、化药分别实现收入 3.77 亿元、3.44 亿元, 分别同比变动-1.27%、+13.00%, 毛利率分别为 55.02%、44.60%, 分别同比变动-5.96pcts、4.34pcts, 二者毛利率下滑主要来自结构原因, 其中禽苗因为毛利率相对较低的高致病性禽流感疫苗占比增加, 化药因为低毛利的消毒水占比增加。23Q1 公司三项主业收入延续同比增长, 猪用疫苗、禽用疫苗及抗体、化药收入分别同比增长 19.75%、5.14%、61.07%。

全面翻多养殖板块, 看好动保需求回暖。从行业角度来看, 生猪板块目前处于底部, 受北方非瘟疫情扰动、猪价深度亏损影响, 一季度能繁母猪产能去化明显, 我们认为随着南方逐步进入雨季, 养殖疾病或将进入高发期, 或将加速产能的进一步去化, 猪价中期有望表现强势, 优质猪用疫苗需求或随下游养殖利润修复再次回暖。从公司角度来看, 普莱柯猪苗收入占比 30%以上且在圆环疫苗领域占据领先优势, 业绩有望受益猪价景气。

非瘟亚单位疫苗提交应急评审, 未来有望贡献业绩新增量。据公司介绍, 其和兰兽研合作研发的非瘟亚

单位疫苗已于 2023 年 4 月初提交应急评审。考虑到公司深度参与相关研发工作且具备亚单位疫苗生产销售经验，假如商业化落地其可能会获得生产资格并占有一定市场份额，届时有望推动公司实现业绩新增量。

风险提示：养殖过程中发生不可控疫情，疫苗批签发进度不及预期。

投资建议：维持“买入”评级。公司作为国内圆环苗龙头，中期业绩有望受益猪价回暖，长期看好非瘟疫苗研发、规模养殖需求对接带来的成长潜力。我们预计公司 23-25 年归母净为 2.12/2.79/2.99 亿元，EPS 为 0.60/0.79/0.85，对应当前股价 PE 为 42.7/32.3/30.2X。

证券分析师：鲁家瑞（S0980520110002）、李瑞楠（S0980523030001）

联系人：江海航

◆ 大北农(002385.SZ) 财报点评:Q4 归母净利润同比+170%，转基因业务未来成长可期

单季业绩持续回暖，Q4 归母净利润同比+170%。公司 2022 年实现营业收入 323.97 亿元，较上年同期增加 3.41%，实现归属于母公司所有者的净利润 0.56 亿元，较上年同期增加 112.63%，全年饲料销售承压但养殖盈利同比回升明显，同时年内确认投资收益同比增加约 2.6 亿元。分季度来看，受下半年养殖行情回暖及节前备货提前影响，公司 Q4 营业收入同比+30.63%至 103.02 亿元，归属于母公司所有者的净利润同比+170.14%至 3.84 亿元。分业务来看，公司饲料/养殖/种子业务分别实现收入 222.90/54.67/9.44 亿元，分别同比变动 -1.78%/+16.34%/+68.27%，毛利率分别为 11.52%/19.99%/37.60%，分别同比变动-1.67/+26.54/-4.11pcts。

养殖链：全面翻多养殖板块，饲料、养殖有望受益景气。生猪板块目前处于底部，受北方非瘟疫情扰动、猪价深度亏损影响，一季度能繁母猪产能去化明显，我们认为随着南方逐步进入雨季，养殖疾病或将进入高发期，或将加速产能的进一步去化，猪价中期有望表现强势。公司养殖板块有望直接受益景气，而饲料业务一方面有望直接受益原料价格回落，同时高端饲料产品推广亦有望受益下游养殖利润修复，公司 23 年养殖链业绩有望延续修复。

种植链：转基因商业化落地有望加速，转基因性状龙头未来成长可期。从行业层面来看，2022 年 6 月 8 日国家级转基因大豆玉米品种审定标准印发并正式实施，考虑相关绿色通道等政策的可能落地，预计转基因商业化有望加速，转基因种子或在 2023 年前后实现商业化落地并上市销售，届时国内种业有望迎来市场扩容、格局重塑双重变革。从公司层面来看，公司转基因性状先发优势明显，在获批性状数量、庇护所性状以及获准种植区域等方面均处于领先水平。同时公司将种业定位为战略性板块，未来依靠丰富的经验积累、强大的研发能力、持续的资源投入，有望在国内生物技术领域实现持续的优质产品输出并占据业内领先地位。综上我们认为，公司相较于目前产品数量较少、产品体系不完备、获批区域较少的性状公司，有望在国内转基因商业化落地后率先实现最大程度的产品推广，届时可能抢先同行获得更多市场份额并在国内转基因性状领域取得领先优势，进而有望实现可观的业绩增量。

风险提示：生物疫病风险，恶劣天气风险，转基因政策落地不及预期的风险。

投资建议：大北农作为综合性农业产业龙头，中期养殖链业务有望回暖，长期有望依靠转基因先发优势引领种业换代革命，未来成长可期。我们预计公司 23-25 年归母净利润为 9.88/22.26/14.66 亿元，对应当前股价 PE 为 29.1/12.9/19.6 X，维持“买入”评级。

证券分析师：鲁家瑞（S0980520110002）、李瑞楠（S0980523030001）

联系人：江海航

【常规内容】

宏观与策略

◆ 固定收益专题研究:公募基金转债及大类资产配置案例研究-机构转债配置行为研究

(二)

6 类基金的大类资产配置情况及案例研究

按转债仓位均值排序，当前转债仓位较高的 6 类基金包括可转换债券型基金、混合二级债基、平衡混合型基金、混合一级债基、偏债混合型基金、灵活配置型基金，而中长期纯债基金、偏股混合型基金和普通股票型基金的转债仓位均值均小于 1%。

案例方面，我们选取了每类基金中转债持仓规模较高的基金产品，研究其 2017 年以来的仓位变动情况，以期回答以下 3 个问题：

1. 基金转债仓位下降的时候，替换品种是什么？
2. 转债仓位里面底仓品种/偏股型/偏债型/平衡型的占比分别有多少？
3. 每个券占仓位权重如何分布？

总的来看，2020 年以来债券型基金（混合一、二级债基和偏债混合型基金）参与转债的比例非常高，加仓转债的仓位主要来源于企业债仓位下降，而在权益下跌的季度主要增配金融债或持现金。持仓策略方面，债券型基金偏好中大盘品种，单只个券所占仓位比例甚小。而混合型基金（灵活配置型、平衡型）及可转债基金的转债投资策略相对更激进，偏好高价和偏股型转债，部分基金在单只个券上的集中度较高。此外，我们总结了近几年公募基金转债配置的几大趋势：

趋势一：持仓趋于分散化。我们回顾的案例中，前 20 大债券市值占比均趋于下降，除了银行和底仓转债外，每只转债占比几乎都小于 0.5%，我们认为这种变动的原因可能包括产品收益比较基准多包含宽基转债指数、转债市场扩容个券数量增加、公募基金固收团队的权益投研能力增强足以覆盖更多个券、看好转债品种期权价值和资产的 β 。

趋势二：企业债仓位降低以增配转债。虽然在 22Q2 等权益低位时股票仓位也明显下降，但信用债仓位的下降更具有趋势性（注：本文总结有转债仓位的基金，虽然此部分基金占全部债基的比例较高，但仍对全部样本的代表性有限）。

趋势三：偏债型转债的配置减少。偏债型转债（定义：转股价值小于 70 元）的平均转股溢价率从 2017 年底的 58% 上升至当前的 100% 左右，与正股表现的相关性显著降低，展现出弹性的可能性愈发遥不可及，或是基金普遍减少偏债型转债配置的原因。

趋势四：部分产品减配银行转债。22Q4-23Q1 有部分基金的银行转债仓位明显降低。银行指数 2023 年内基本走平，此种减配与行情关系可能不大。真实原因或是部分股份行转债标的临近到期，而光大转债到期前几日起超预期转股事件可能引发了投资者对其他银行发行人促转股能力和意愿产生质疑。

风险提示：经济增速下行转债发行人盈利下降、转债发行量降低市场规模缩小。

证券分析师：王艺熹（S0980522100006）、董德志（S0980513100001）

◆ 策略专题：中观超额收益追踪图谱（2023.04）

- 上游资源品行业、中下游制造业景气度普遍改善：上游资源品方面，石油石化景气度回暖，煤炭景气度维持前值，工业金属中钢铁景气度回升，有色金属、基础化工景气度连续第二个月维持前值，建材领域景气度持续回暖。中下游制造业方面，电力设备、机械设备、汽车行业景气度较上月有所改善。
- 下游消费行业整体复苏，可选消费优于必选消费：3 月社零同比增速为 10.6%，高于前值 3.5%，消费行业整体复苏态势明确，高频数据显示可选消费复苏力度高于必选消费，食品饮料、医药生物景气度与前期持平，美容护理景气度持续上行，家用电器景气度改善，纺织服饰景气度改善，电子板块景气度止跌。
- 支撑性服务行业景气度持续改善、房地产行业景气度回暖：支撑性服务行业景气度多数处在上行通道中，商贸零售、社会服务、通信、非银金融、交通运输景气度持续改善，公用事业维持前值，银行景气度趋弱。房地产行业景气度较上个月进一步改善。
- 新兴产业景气度反弹放缓：新兴产业景气度整体较上月有所回落，疫后反弹效应结束后回归行业自身周期的特点，行业景气出现分化，其中新材料、节能环保、生物产业景气度改善，新能源、高端装备行业

景气度回落。

证券分析师：王开（S0980521030001）

联系人：占易

行业与公司

◆ 房地产行业 2023 年 5 月投资策略：楼市温和复苏，政策边际放松

行业：新房、二手房复苏节奏放缓，一线城市需求端政策边际放松。2023 年 1-3 月，商品房销售额 30545 亿元，同比+4.1%，较 2023 年 1-2 月提升 4.2 个百分点；商品房销售面积 29946 万平方米，同比-1.8%，降幅较 2023 年 1-2 月收窄 1.8 个百分点。我们认为，以居住为核心需求的购房者信心正在逐步修复。

从新房维度，30 城商品房成交量持续复苏。最近一周 30 城商品房 7 天移动平均成交面积同比+15%；其中，长三角、华南、华中&西南、华北&东北区域 7 天移动平均面积同比分别为+50%、+16%、-9%、+15%；一线城市、二线城市、三线城市 7 天移动平均成交面积同比分别为+107%、+4%、-19%。从二手房维度，样本 7 城成交面积同比基本持平。最近一周样本 7 城二手住宅当周成交面积 134 万 m^2 ，环比+6%，成交量较上周略有修复。截至 4 月 21 日，样本 7 城二手住宅当年累计成交面积 1636 万 m^2 ，累计同比+66%，与上期基本持平，较 2021 年同期-22%，较 2019 年同期+27%。

拿地方面，住宅类用地成交量累计同比降幅扩大。截至 4 月 23 日，100 大中城市住宅类用地累计成交面积 9839 万 m^2 ，累计同比-17%，降幅比上期扩大，较 2021 年同期-14%，较 2020 年同期-6%。

近日，上海、深圳需求端政策均出现边际放松态势。4 月 20 日，深圳部分银行宣布二手房参考价不再作为贷款依据；4 月 21 日，上海部分银行宣布二手房核验价和“三价就低”有所放松。我们认为上海、深圳对贷款限制的边际放松有助于延续复苏热度，帮助成交量快速企稳，且为其他一线城市后续的需求端放松提供了空间，意义重大。

板块：4 月跑输沪深 300 指数 1.8 个百分点。自上期策略报告发布至今，房地产板块下跌 3.8%，跑输沪深 300 指数 1.8 个百分点，在 31 个行业中排 13 名。根据 Wind 一致预期，按最新收盘日计，板块 2023 年动态 PE 为 10.0 倍，比 2019 年 1 月 3 日的底部估值水平（6.1 倍动态 PE）高 62.2%，比 2021 年估值水平（10.2 倍动态 PE）低 2.0%。

投资策略：当前市场已从春节后的“强复苏”逐渐回到“弱复苏”的轨道，近两个月地产板块跑输大盘也源于销售端热度明显回落过度乐观的预。在“弱复苏、慢复苏”下，地产板块投资应更重视个股选择，看好拿地积极、有增长预期的 α 属性较强的公司，核心推荐越秀地产、华润置地。

风险提示：1、后续政策落地效果不及预期；2、疫情等因素致行业基本面超预期下行；3、房企信用风险事件超预期冲击。

证券分析师：任鹤（S0980520040006）、王粤雷（S0980520030001）、王静（S0980522100002）

◆ 房地产行业快评：全面实现不动产统一登记事件点评-既非房产税的必要条件，也非充分条件

2023 年 4 月 25 日，自然资源部部长王广华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。这意味着经过十年努力，从分散到统一，从城市房屋到农村宅基地，从不动产到自然资源，覆盖所有国土空间，涵盖所有不动产物权的不动产统一登记制度全面建立。

国信地产观点：1）不动产统一登记有利于各地不动产信息的统一管理，也有助于保护公共与个人财产权。2）不动产统一登记既非房产税的必要条件，也非充分条件。3）房产税在现阶段是调控手段，房地产市场充分恢复之前不会轻易推出。4）投资建议：若市场情绪受到该事件影响导致地产板块出现大幅度回调，建议把握机会买入。当前地产板块投资应更重视个股选择，看好拿地积极、有增长预期的 α 属性较强的公司，核心推荐越秀地产、华润置地。此外，维持竣工+30%判断，建议布局地产链相关标的。

5）风险提示：①政策落地效果及后续推出强度不及预期；②外部环境变化等因素致行业基本面超预期

下行；③房企信用风险事件超预期冲击。

证券分析师： 任鹤（S0980520040006）、王粤雷（S0980520030001）、王静（S0980522100002）

◆ 基础化工行业专题：含氟半导体化学品行业分析框架

u 电子特气：电子特气在全球晶圆制造材料细分市场中占比约 15%，是第三大晶圆制造材料。我国电子特气市场规模约 196 亿元，2025 年达到 316.6 亿元，2016-2025 年 CAGR 为 14.2%。电子特气行业规模的高增速主要系国家政策大力支持与下游行业需求旺盛所致。我国应用于集成电路的电子特气占比约为 43%，显示面板、LED、光伏占比分别为 21%、13%与 6%。此外，ChatGPT 及 AIGC 算力需求增加也将会促使相关企业加大对算力设备的采购，而近年来国内晶圆厂也处于密集扩产的周期，以上诸多因素均会有力带动上游原材料电子特气需求强劲增长。目前，国内电子特气自给率不足 15%，但在部分技术上已实现突破。此前制约国内电子特气企业发展的主要因素是认证壁垒和市场壁垒，而在限制政策下国内下游厂商优先选择国内电子特气企业进行配套，认证周期有望缩短。未来，凭借产能扩张速度快、人工及原材料成本低等本土化优势，国产电子特气的渗透率将不断提升。

u 湿电子化学品：中国电子材料行业协会数据显示，2021 年度，全球湿电子化学品使用总量达到 458.3 万吨，未来全球湿化学品需求增长的主要驱动力来源于多座晶圆厂的建成投产及 OLED 面板产业的发展，预计到 2025 年全球湿电子化学品总需求量则将达到 697.2 万吨。目前全球湿电子化学品市场中欧美传统老牌企业市场份额约为 31%，日本企业市场份额约为 29%，韩国、中国的市场份额合计约为 39%。近年来，国内湿电子化学品企业的生产能力、技术水平及市场规模都得到快速发展，替代欧美、日本同类产品趋势明显。主要产品电子级氢氟酸方面，国内在建及规划的电子级氢氟酸产能较大，但主要为低等级产品，目前国内能够生产 UPSSS 级（G5 级）电子氢氟酸的企业仅 5 家左右。

u 氟化液：AIGC 及 ChatGPT 算力液冷服务器进入起步阶段，半导体氟化液清洗剂国产化进程空间广阔。氟化液液冷方面，据我们测算，40kW/柜的机柜单台需氟化液用量约 500L。据“大话 IDC”测算，液冷服务器迈入规模应用的时间是 2026~2027 年。从性能上看，氟化冷却液是目前较适合用于数据中心液冷系统的冷却液，浸没式液冷数据中心的加速扩张有望同步带动冷却液（尤其是氟化液）的需求。除冷却液外，氟化液还可用于半导体清洗剂、作为半导体蚀刻工艺中晶圆表面控温的关键供应链原料等。我们认为，电子氟化液中长期国产替代空间广阔，叠加受益于 3M 计划于 2025 年全面退出 PFAS 业务，我国氟化液企业将迎来广阔市场机会。

u 行业相关标的：1) 电子特气：【华特气体】、【金宏气体】、【昊华科技】、【凯美特气】、【中船特气】。2) 湿电子化学品：【巨化股份】、【兴发集团】、【多氟多】、【新宙邦】。3) 氟化液：【巨化股份】、【永和股份】、【新宙邦】。

u 风险提示：宏观经济波动和下游行业周期波动的风险；市场竞争加剧的风险；主要原材料价格上涨的风险等。

证券分析师： 杨林（S0980520120002）、张玮航（S0980522010001）、薛聪（S0980520120001）、刘子栋（S0980521020002）

联系人： 余双雨

◆ 上海家化(600315.SH) 财报点评：2023 年一季度利润端有所改善，日化龙头走出阴霾稳步复苏

公司 2022 年业绩有所承压，但 23 年 Q1 改善初有成效。公司 2022 年实现收入 71.1 亿元，同比-7.1%，归母净利润 4.7 亿元，同比-27.3%；2023Q1 公司实现收入 19.8 亿元，同比-6.5%；归母净利润 2.3 亿元，同比+15.6%。其中国内业务收入-5.3%，海外业务-11.5%，收入端承压主要由于：1) 英国通胀压力加大及竞争加剧导致海外业务承压；2) 疫情因素导致 Q1 营销投放相对保守；3) 海外业务毛利率下降，但剔除汇率影响，毛利率同比仍为上升。

分品类看：护肤品有所下滑，个护家清类保持稳健。分品类来看，23 年 Q1 公司护肤品同比下滑 8%，主要由于疫情原因公司减少了护肤品类的营销投放，具体分品牌看：1) 佰草集 Q1 收入同比-18%，百货渠

道受多因素影响压力较大同比-40%，但电商渠道已连续两个季度增速超 35%。2) 玉泽 Q1 收入下滑 13%，但 4 月在天猫超品日带动下表现已有所改善。3) 高夫/美加净 Q1 分别下滑 11%/9%。个护家清类 23 年一季度同比基本持平，具体来看：1) 六神不断推动年轻化、高端化和全季化发展，Q1 整体收入同比基本持平。2) 家安 Q1 实现两位数增长。母婴品类 23 年一季度下降约 10%，其中受前述海外业务影响较大。启初品牌则积极推出新品系列，拉动客单价提升。

分渠道看，兴趣电商实现高速增长。23 年一季度公司整体线上收入-2.9%，国内电商-5.5%，但其中兴趣电商增速超 130%，占电商业务收入比重提升至 19%；天猫平台-17%；特渠已恢复+8%增长。一季度线下收入-8%，其中商超/CS/百货分别-3.7%/+3%/-40%，百货积极消化高库存，导致增速下滑较大。

盈利能力有所承压。公司 2022/2023Q1 毛利率分别-1.61pct/-1.46pct，Q1 下滑主要由于 1) 促销力度加大，但公司整体品牌投放费用率仍处于稳定态势；2) 渠道结构调整，ToB 业务占比提高；3) 汇率影响致海外业务毛利率下降。22/23Q1 经营性现金流净额由于收入下降分别同比-33.05%/-17.02%。

风险提示：疫情反复，销量增加不及预期，行业竞争加剧。

投资建议：今年以来公司基本面正逐步走出疫情影响实现平稳复苏，随着外部不稳定因素的逐渐消除，以及公司自身的积极变革，全年有望重回成长轨道。短期来看，进入二季度，在去年受疫情影响低基数下，配合公司加大对于旗下品牌新品开发和营销投放，以及持续推进渠道发展转型，有望推动收入端实现加速复苏，而在持续降本增效下，助推实现更好的盈利水平提升。我们维持公司 2023-2024 年并新增 2025 年盈利预测为 8.05/9.45/10.68 亿元，对应 PE 分别为 23/20/17x，维持中长期“买入”评级。

证券分析师： 张峻豪 (S0980517070001)

联系人： 孙乔容若

◆ 科思股份(300856.SZ) 财报点评：一季度归母净利同比增长 176%，迈向综合型个护原料平台

公司一季度业绩再次实现高速增长。公司 2023 年一季度实现营收 5.88 亿，同比+42.3%，环比+14%；实现归母净利润 1.60 亿元，同比+176%，环比+20%。主要受益于化妆品活性成分产品销售量快速增长，带动收入端稳步上行，同时随着公司提价措施逐步落地，以及整体产能利用率的提升和新产品产能的逐步释放，进一步拉高利润端的增长幅度。

公司目前在建产能达 20800 吨/年，其中包括：1) 2000 吨/年的物理防晒剂二氧化钛已建成试生产；2) 12800 吨/年的氨基酸表面活性剂、2000 吨/年的卡波姆、3000 吨/年的去屑剂 PO 和 1000 吨/年的 PS 等产能正在建中，预计 23 年下半年陆续投产，高毛利新品类产品将驱动公司全年业绩持续提升。

毛利率受益于多因素影响提升显著。盈利能力方面，公司 2023Q1 毛利率、净利率分别为 49.04%/27.26%，同比+22.78pct/+13.21pct，环比+4.07pct/+1.28pct，原材料价格的回落、产能利用率的提高以及高毛利新品产能的不断释放带动毛利率环比大幅提升。费用率方面，2023Q1 公司销售费用率/管理费用率/研发费用率为 1.97%/7.31%/5.32%，分别同比+1.08pct/1.68pct/1.71pct，公司不断开拓下游客户进行新品推广，导致销售费用率有所提升；同时新产能投产导致管理费用率有所提升。

营运能力及现金流方面，公司 2023Q1 存货周转天数/应收账款周转天数分别为 137/49 天，同比提升 33/7 天；公司 2023Q1 经营性现金流净额/营业收入为 29.25%，环比上升 6.65pct，主要由于销售产品增加带动收入提升较多。

风险提示：疫情反复，销量增加不及预期，行业竞争加剧。

投资建议：2023 年一季度公司延续了去年的量价共振趋势，实现业绩持续高成长。未来公司继续将依托研发实力和稳定的下游客户，夯实全球防晒剂龙头地位。同时公司也将受益于新型防晒剂产能的逐渐释放，以及高端个护原料项目的落地，其中包括去屑剂、增稠剂等高速增长赛道产品，有望实现向综合平台型美妆原料商的战略性转变。而股权激励的推出和可转债的顺利发行在即也将保障企业长期发展的可持续性。我们维持公司 2023-2025 年归母净利润至 5.05/6.11/7.24 亿元，对应 PE 为 21/17/15 倍，维持“增持”评级。

证券分析师： 张峻豪 (S0980517070001)

联系人：孙乔容若

◆ 爱美客(300896.SZ) 财报点评:一季度归母净利润增长 51%，产品迭代放量夯实盈利水平

公司整体业绩增长亮眼，濡白天使产品持续放量。公司 2023 年一季度营收 6.3 亿元，同比+46.3%，取得归母净利润 4.14 亿元，同比+51.17%，扣非净利润同比+49.26%。公司所处的医美行业仍处于渗透率快速提升的高景气度阶段，Q1 受益疫情好转线下消费场景的恢复，行业终端需求实现快速回暖，而公司作为行业龙头，凭借前期积累的产品口碑和渠道经营优势，表现更领先行业。其中一季度公司重点受益再生材料“濡白天使”快速放量增长，同时作为基本盘的嗨体系列依旧表现稳健。

毛利率稳步提升，现金流状况良好。公司 2023 年一季度毛利率 95.29%，同比+0.84pct，预计受益高毛利率产品占比的提升。销售费用率/管理费用率分别同比-2.1pct/+2.91pct，管理费用率提升主要系报告期内确认港股拟上市费用所致；研发费用率同比+0.17pct，反映公司对研发的持续重视。公司一季度实现经营性现金流净额 4.27 亿元，同比+77.67%，现金流状况良好。

风险提示：产品销售推广不及预期，在研产品进步不及预期，竞争环境恶化

投资建议：今年以来医美消费复苏趋势良好，公司作为行业龙头将率先受益终端复苏的趋势。而进入二季度，在低基数环境下，公司有望实现业绩的加速增长。长期来看，公司凭借较高的产品认知度、成熟的渠道运营能力以及不断完善的产品梯队，有望保障成长的持续性。股权激励计划出台也为公司中长期发展带来机制保障。考虑一季度医美行业复苏积极，公司的产品迭代放量顺利，我们上调公司 2023-2025 年归母净利润预测至 19.12/27.14/36.25 亿元（前值分别为 18.53/26.04/34.4 亿元），分别同比+51.34%/+41.92%/+33.58%，对应 PE 为 61/43/32x，维持“买入”评级。

证券分析师：张峻豪（S0980517070001）、柳旭（S0980522120001）

◆ 欧派家居(603833.SH) 财报点评:2022 年营收增长 10%，衣柜及配套业务引领增长

全年收入增长稳健净利润增速放缓，四季度净利率同比改善。整体收入增长稳健，净利润增速放缓。FY2022 公司实现营业收入 224.80 亿元，同比增长 9.97%；归母净利润 26.88 亿元，同比增长 0.86%；扣非归母净利润 25.92 亿元，同比增长 3.27%。FY2022 毛利率 31.6%，同比持平。费用投入较大伴随收入增速放缓，费用率有所增长。整体盈利较为稳定，净利率 11.9%，同比-1.1pp。四季度收入增速放缓，利润率大幅修复。FY2022Q4 公司实现营业收入 62.11 亿元，同比增长 2.83%，收入增速呈逐季下滑趋势；归母净利润 6.98 亿元，同比增长 26.41%；扣非归母净利润 6.72 亿元，同比增长 35.24%。

分品类看，衣柜及配套品收入增速快。受益于整装大家居战略，公司衣柜及配套品业务收入增速快，2022 年收入增长 19%，其中下半年增长 12%，已成为欧派增长的重要引擎。橱柜业务收入下滑 5%；木门及位于品类收入个位数增长。毛利率方面，衣柜及配套品业务随配套品占比提升，毛利率同比 2021 年有所下滑；橱柜品类毛利率全年较为稳定，下半年与上半年相比提升；木门、卫浴品类毛利率较 2021 年同比提升。毛利率提升预计与成本压力缓解及提价政策落实相关。分渠道看，零售端增速快，大宗工程渠道受地产竣工影响收入下滑。受益于整家定制的快速的发展，全年零售渠道收入增长 12.4%，其中直营渠道收入快速增长 20.1%；大宗渠道全年受地产竣工影响下滑 4.8%，其中四季度受“保交付”政策利好同比恢复正向增长，同比+2.3%。

践行大家居战略巅峰两面攀登之路，欧铂丽收入快速增长。1）零售网点持续扩张：截至 2022 年末，欧派终端门店合计 7615 家。厨房零售渠道新开新装门店超 440 家，零售体系合作装企超 4000 家，集成厨房商业模式新开店超 170 家，开设商超大家居的城市超 100 个。2）大家居两面攀登：整装大家居业务通过欧派/铂尼思双品牌驱动；截止 2022 年底，欧派零售体系已启动建设 102 个大家居店。3）子品牌欧铂丽快速增长：欧铂丽门店首次突破千家，达到 1054 家，新开门店 266 家。实现收入 18.4 亿元，同比增长 29.1%。

风险提示：消费复苏不及预期；地产销售竣工不及预期；行业竞争格局恶化。

投资建议：看好大家居战略下龙头超额增速。我们看好欧派家居在定制家居领域的市场领先地位，以及

整装大家居的战略布局下获得超额增速。基于交付与订单存在时间差，2023 年一季度仍受 2022 年底疫情影响，小幅下调对公司 2023-2024 的盈利预测。预计 2023-2025 年的净利润分别为 31.48、36.31 和 42.23 亿元，同比增速 17.1%、15.3%、16.3%。我们维持“买入”评级，下调合理估值区间至 125.2~143.0 元，对应 2024 年 21-24x PE。

证券分析师： 丁诗洁 (S0980520040004)

联系人： 刘佳琪

◆ 盛泰集团(605138.SH) 财报点评:海外需求疲软，2023 一季度收入下滑 5%

2022 全年在外需回暖推动下收入增长 16%，净利润增长 29%。公司是纺纱、织造、染整、制衣一体化纺织集团。2022 年收入增长 15.7%至 59.7 亿，归母净利润增长 29.1%至 3.76 亿元，扣非净利润增长 118.4%至 3.5 亿元，业绩增长主要由于海外需求回暖带动订单上升。开机率提升、棉价回落带动 2022 年毛利率增长 2.5 个百分点至 18.4%，四大费用率微幅下降至 11.0%，其他经营收益率合计下降 2.3 个百分点至 -0.2%，主要由于公允价值变动收益和投资收益的减少，归母净利率提升 0.6 个百分点至 6.4%。年末存货、应收周转天数分别为 90/39 天，维持健康水平。全年 ROE 提升 0.6 个百分点至 14.8%。2022 年资本支出 7.5 亿元，同比基本持平，资产负债率 64.0%，延续上市以来回落的趋势。

2022 四季度和 2023 一季度受到内外需疲软影响，收入和毛利率承压。1) 2022Q4 公司收入增长 3.0%至 16.2 亿，归母净利润增长 10.5%至 0.63 亿元，扣非净利润增长 75%至 0.49 亿元，毛利率同比增长 0.41 个百分点至 14.9%，但是环比 Q3 下降 6 个百分点。2) 2023Q1 收入同比-4.7%至 13.1 亿，归母净利润-9.7%至 0.56 亿元，扣非净利润-51.4%至 0.34 亿元，毛利率同比下降 1.1 个百分点至 16.6%，环比 2022Q4 提升 1.7 个百分点，收入和毛利率下降主要由于内外需疲软，开机率下降。2023Q1 费用率同比 2.8 个百分点主要是管理和财务费用率提升，其他收益、非凡中国等金融资产的公允价值收益及其他投资收益比率增加、资产减值比率小幅收窄带来其他经营收益率同比增加 3.4 个百分点至 1.8%，2023Q1 归母净利率/扣非净利率-0.3/-2.5 个百分点至 4.3%/2.6%。

短期仍需关注国内外品牌客户去库进展，中长期积极扩张、提质增效。短期国内外库存仍在去化过程，需求有望陆续恢复，关注后续订单的边际改善。中长期，公司合作拉夫劳伦、优衣库、Lacoste、Hugoboss、FILA、李宁等优质品牌客户并积极扩张产能，同时智能化系统的陆续上线有望降本增效，澳洲棉花基地将打通产业链，减少贸易壁垒的风险及提升毛利率水平。

风险提示：海外高通胀；疫情反复；原材料价格大幅波动；汇率大幅波动。

投资建议：关注全产业链集团的中长期成长潜力。公司具有业内稀缺的从纺纱到制衣全产业链模式，通过较好的研发、品质、效率和交期切入高端品牌供应链。合作优质品牌、积极投入产能扩张及智能化升级，中长期成长潜力充足，利润率仍有较大改善空间。由于海外客户需求下滑超出预期，下调盈利预测，预计 2023-2025 年净利润 3.9/4.8/5.7 亿元（原 2023-2024 年为 5.5/6.6 亿元），同比+4%/+23%/+19%。由于盈利预测下调，下调目标价至 11.2-12.0 元（原为 14.2~15.0 元），对应 2024 年 13~14x PE，维持“买入”评级。

证券分析师： 丁诗洁 (S0980520040004)

联系人： 关竣尹

◆ 洋河股份(002304.SZ) 财报点评:营销改革红利持续释放，产品结构有望稳步升级

2022 年圆满收官，2023Q1 业绩保持稳增长。2022 年公司营收为 301 亿元（+18.8%），归母净利润为 93.8 亿元（+24.9%），其中 2022Q4 营收为 36.2 亿元（+6.3%，归母净利润为 3.1 亿元（+3.7%）。拆分看，2022 年中高档/普通白酒收入为 262/33 亿元（+22%/+5%），分产品收入增速排序：海之蓝>水晶梦>平均增速>梦 6+>天之蓝；2022 年省内/省外收入为 133/162 亿元（+15%/+24%）。2023Q1 营收为 150.5 亿元（+15.5%），归母净利润为 57.7 亿元（+15.7%）。春节动销良性，目前回款进度预计接近 50%。拆分看，主要系省外增长拉动；增速排序：水晶梦和天之蓝>平均增速>海之蓝和梦 6+；2 月下旬起梦 6+停货大概 1 个月（为去库存和提价做准备，4 月 1 日起梦 6+结算价上调 20 元，有望保障

渠道利润和渠道积极性)。

毛利率因产品结构影响微降，费率优化和税率下降带动净利率提升。2022 年公司毛利率同降 0.7pct 至 74.6%，预计主要因海之蓝占比提升而梦 6+及天之蓝占比下降；归母净利率同增 1.6pct 至 31.2%，主要受益于费率及税率下降，其中销售/管理费用率/营业税金率-0.1pct/-1.0pct/-1.8pct。2022 年末合同负债为 137 亿（含预收款 93 亿和应付折让 44 亿）/同比-20%/环比+68%。2023Q1 公司毛利率受产品结构影响同降 0.7pct 至 76.6%；归母净利率受益于费率及税率下降同增 0.1pct 至 38.4%，其中销售/管理费用率/营业税金率+0.8pct/-0.6pct/-1.1pct。2023Q1 合同负债 70 亿/同比-29%；销售回款为 103 亿（同比+29%）。

外部消费环境改善利好产品结构提升，营销体制优化保障公司行稳致远。省内消费恢复有望带动公司产品结构升级；省外增长空间仍广，省外主要增量产品正渐从海之蓝过渡到天之蓝和水晶梦。2023 年公司定调“突围”，事业部充分放权，全员主战，营销机制改革红利持续释放。公司 2023 年 PE 约 19x，市盈率处在近 3 年约 11%分位处，看好后续业绩逐季改善带来的估值修复。

投资建议：持续看好公司享受次高端价格带扩容红利，梦 6+全国化放量趋势已起，省内外产品结构稳步升级，营销机制改革助推公司稳健增长。我们微调 2023-2024 年并引入 2025 年盈利预测，预计公司 2023-2025 年 EPS 为 7.79/9.59/11.37 元(2023-2024 年 EPS 前值为 7.80/9.34 元,上调幅度约为 0%/3%)，当前股价对应 PE 为 19/16/13x，维持买入评级。

风险提示：宏观经济波动；疫情大面积反复；终端动销和省外扩张不及预期。

证券分析师： 李依琳（S0980521070002）

◆ 成都银行(601838.SH) 财报点评:ROE 处于高位，资产质量优异

盈利能力维持较高水平。公司此前披露过年报的业绩快报，主要数据变化不大。公司 2022 年、2023 年一季度实现营业收入 2024 亿元、53 亿元，同比分别增长 13.1%、9.7%；2022 年、2023 年一季度实现归母净利润 100 亿元、25 亿元，同比增长 28.2%、17.5%，快于营收增速，主要是资产质量改善的情况下，拨备计提压力减轻。公司 2022 年加权 ROE19.5%，同比上升 1.9 个百分点，依然维持在同业前列；2023 年一季度加权年化 ROE17.8%，同比下降 0.4 个百分点。

资产依然维持较快增长。公司 2022 年、2023 年一季度总资产同比增长 19.4%、17.6%，2023 年一季末总资产达到 0.99 万亿元，增速基本维持稳定。公司 2022 年、2023 年一季度存款同比分别增长 20.3%、18.9%，其中定期存款，尤其是个人定期存款增长较快；贷款同比增长 25.2%、29.9%，主要是对公贷款快速增长。公司一季末核心一级资本充足率 8.15%。

净息差同比降低。公司披露的 2022 年日均净息差 2.04%，同比降低 9bps，受到生息资产收益率下降和负债成本上升的双重影响。资产端来看，受 LPR 下行、向实体经济让利等因素影响，贷款收益率同比降低 10bps；负债端来看，受存款定期化影响，存款成本同比上升 17bps。从测算的单季度净息差数据来看，公司净息差也持续有所下行。

资产质量优异，拨备覆盖率处于较高水平。我们测算的 2022 年不良生成率同比下降 1bp 至 0.05%，接近于零，在较低的不良生成率水平上保持稳定，资产质量优异。公司不良率、关注率、逾期率均持续降低且保持在较低水平，2023 年一季末不良率为 0.76%，关注率为 0.41%，2022 年末逾期率也只有 0.81%。在资产质量改善的情况下，公司拨备计提压力明显减轻，成为净利润快速增长的主要推动力，2022 年信用减值损失同比减少 30%，2023 年一季度同比减少 14%。公司 2022 年末、2023 年一季末拨备覆盖率分别为 502%、481%，保持在较高水平。

投资建议：我们将盈利预测前推一年，预计 2023-2025 年归母净利润 116/133/150 亿元，同比增速 15.9/14.3/12.7%；摊薄 EPS 为 3.04/3.48/3.94 元；当前股价对应 PE 为 4.6/4.0/3.5x，PB 为 0.8/0.7/0.6x，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济形势走弱可能对银行资产质量产生不利影响。

证券分析师： 陈俊良（S0980519010001）、王剑（S0980518070002）

◆ 杭州银行(600926.SH) 财报点评:资产质量优异,下半年息差企稳

2022 年业绩继续高增。公司此前已披露业绩快报,2022 年实现营收 329.3 亿元,同比增长 12.2%,较前三季度增速回落 4.3 个百分点。实现归母净利润 116.8 亿元,同比增长 26.1%,较前三季度增速回落 5.7 个百分点。2022 年加权平均 ROE 为 14.09%,同比提高了 1.76 个百分点。

非息收入下降拖累四季度营收,净利息收入实现了较好增长。2022 年公司净利息收入同比增长 8.7%,非息收入同比增长了 21.0%。其中,四季度单季净利息收入同比增长 12.2%,非息收入同比下降了 44%,拖累营收同比下降了 1.6%。主要是四季度债市出现一定幅度调整,公司交易类金融投资业务净值有所回撤,同时,理财业务手续费也受到一定冲击。但全年理财规模保持了高增,期末理财余额 3599 亿元,较年初增长了 17.3%,表明了财富管理业务成效明显。

规模高增,下半年净息差企稳。期末资产总额 1.6 万亿元,较年初增长 16.2%;贷款总额 7022 亿元,存款余额 9281 亿元,较年初分别增长了 19.3%和 14.5%,规模维持高增,带来净利息收入实现了较好增长。2022 年公司净息差为 1.69%,同比收窄 14bps,较上半年持平。主要是受 LPR 下调以及经济下行资产荒等因素影响,贷款定价下行,存款定期化趋势加剧带来成本上行。其中 2022 年贷款收益率下降 15bps 至 4.81%,存款成本率提升 5bps 至 2.26%。但公司积极优化资产负债结构,加强存款成本管控,下半年公司净息差企稳。

资产质量优异,四季度降低拨备计提力度释放利润,拨备覆盖率小幅下行但仍处在高位。期末不良率 0.77%,较年初下降 9bps,与 9 月末持平。测算的全年实际不良贷款生成率 0.24%,处在极低水平。期末关注率 0.39%,逾期率 0.45%,较 6 月末分别下降了 7bps 和 4bps,资产质量优异。公司降低了拨备计提力度释放利润,2022 年资产减值损失同比下降 6.1%。期末拨备覆盖率 565%,较年初下降了 2.7 个百分点,较 9 月末下降了 19.1 个百分点。

投资建议:公司立足浙江,规模持续高增,资产质量优异,拨备覆盖率处在高位。近年来公司大零售大综合化转型成效逐步显现,给予 2023-2025 年归母净利润 143/170/198 亿元的预测,对应同比增速 22.1%/19.1%/16.3%;摊薄 EPS 为 2.40/2.86/3.33 元;当前股价对应 PE 为 5.1/4.2/3.7x, PB 为 0.77/0.67/0.58x,维持“增持”评级。

风险提示:稳增长政策不及预期带来经济复苏较弱。

证券分析师: 田维伟(S0980520030002)、王剑(S0980518070002)、陈俊良(S0980519010001)

◆ 浙商银行(601916.SH) 财报点评:风险加速出清,业绩增速稳定

归母净利润同比增长 9.9%。2023 年一季度实现营收 157.80 亿元,实现归母净利润 56.25 亿元,同比分别增长 2.53%和 9.91%。年化加权平均 ROE 为 16.02%,同比提升 0.47 个百分点。

规模扩张速度较 2022 年有所放缓,但仍实现了较好增长。期末资产总额 2.74 万亿元,同比增长 10.7%,较 2022 年全年增速回落了 4.0 个百分点。其中,贷款余额 1.59 万亿元,存款余额 1.71 万亿元,同比分别增长了 11.7%和 12.9%,较 2022 年全年增速分别下降了 1.4 个和 5.9 个百分点。

净利息收入和非息收入均实现了小幅正增长。一季度公司净利息收入同比小幅增长 2.16%,非息收入同比增长 3.62%。净利息收入增速大幅回落主要受净息差同比收窄拖累,公司披露的一季度净利差为 1.91%,同比下降了 20bps,较 2022 年全年下降了 11bps。一季度贷款重定价以及贷款投放竞争加剧使得各银行净息差收窄压力普遍较大,公司营收实现了正增长,预计在对标行中仍处在较好水平。

公司资产质量进一步改善,降拨备释放利润。期末不良率 1.44%,较年初下降了 3bps,资产质量进一步改善。近年来公司持续加大存量不良确认和处置,不良率持续下行。我们预计公司 2023 年将继续加大表内外不良出清力度,加速出现存量风险轻装上阵。由于营收增速回落,一季度公司资产减值损失同比下降了 28.6%来维持业绩稳定增长。但受益于资产质量改善,期末拨备覆盖率为 182.86%,比上年末提升 0.67 个百分点;贷款拨备率 2.63%,比上年末下降 0.04 个百分点。

投资建议:公司发展战略清晰,全面实施“深耕浙江”首要战略,不断做大零售、小贷和供应链金融业务,改革成效逐步显现。同时,公司持续加大存量不良包袱出清,资产质量持续改善。我们维持 2023-2025

年归母净利润 150.4/171.0/193.4 亿元的预测，对应同比增速 10.4%/13.7%/13.1%；摊薄 EPS 为 0.62/0.72/0.82 元；当前股价对应 PE 为 4.6/4.0/3.5x，PB 为 0.42/0.39/0.36x，维持“增持”评级。

风险提示：稳增长政策不及预期带来经济复苏较弱，可能会对银行资产质量产生不利影响。金融监管政策发生重大不利变化。

证券分析师：田维韦（S0980520030002）、王剑（S0980518070002）、陈俊良（S0980519010001）

◆ 东华测试(300354.SZ) 财报点评:PHM 和电化学业务快速发展，拟定增募资布局自定义测控分析系统

2022 年营业收入同比增长 42.81%，归母净利润同比增长 52.17%。公司 2022 年实现营收 3.67 亿元，同比增长 42.81%；归母净利润 1.22 亿元，同比增长 52.17%。单季度来看，2022 年第四季度实现营收 1.44 亿元，同比增长 57.37%；归母净利润 0.66 亿元，同比增长 63.39%。2023 年一季度实现营收 0.72 亿元，同比增长 54.52%；归母净利润 0.10 亿元，同比增长 116.20%。收入利润快速增长，主要系公司抓住国产替代机遇并确保订单有序交付。公司 2022 年毛利率/净利率分别 67.54%/33.17%，同比变动 -0.25/+2.04 个 pct，盈利能力稳中有升。费用管控良好，2022 年销售/管理/财务/研发费用率分别为 11.38%/11.41%/-0.12%/9.43%，同比变动 -2.18/-2.08/+0.04/-1.11 个 pct。

结构力学测试业务稳健增长，PHM 和电化学分析业务快速发展。分产品来看，1) 结构力学性能测试分析系统：2022 年收入 2.16 亿元，同比增长 22.25%，持续稳健增长，巩固行业领先地位。2) 结构安全在线监测及防务装备 PHM 系统：2022 年收入 0.82 亿元，同比增长 70.36%。3) 基于 PHM 的设备智能维保管理平台：2022 年收入 0.32 亿元，同比增长 94.49%。4) 电化学工作站：2022 年收入 0.31 亿元，同比增长 167.82%。PHM 系统和电化学工作站业务受益于军工需求高景气、民用工业市场快速发展，自主可控趋势下国产替代需求旺盛，实现较快增长。展望 2023 年，公司将推进自定义测控分析系统与实验仿真融合分析平台两大新产品的研发和落地，进一步丰富产品体系。

拟定增募资 1.19 亿元，布局自定义测控分析系统业务。公司拟以简易程序定增募资 1.19 亿元，其中：1) 0.84 亿元用于自定义测控分析系统项目。2) 0.35 亿元补充流动资金。公司布局自定义测控分析系统，针对客户实际应用需求打造客户专属的测控分析系统，有助于把握市场需求，巩固公司市场领先地位。

风险提示：市场竞争加剧；新业务拓展不及预期；盈利能力下滑。

投资建议：

公司是国内结构力学测试龙头，主业结构力学测试系统稳健增长，积极拓展 PHM 设备故障预测与健康管理系统、电化学工作站业务，打开更大成长空间。我们预计 2023-2025 年归母净利润为 1.93/2.84/3.69 亿元，对应 EPS 为 1.40/2.05/2.67 元，对应 PE 为 31/21/16 倍，维持“买入”评级。

证券分析师：吴双（S0980519120001）、田丰（S0980522100005）

◆ 康泰生物(300601.SZ) 财报点评:新冠疫苗资产减值影响当期净利润，关注新品放量 and 国际化

常规品种营收维持高增速，新冠疫苗相关资产减值影响净利润。2022 年公司实现营收 31.57 亿元（-13.55%），归母净利润-1.33 亿元（-110.50%），扣非净利润-1.83 亿元（-115.35%）。其中，常规疫苗（不含新冠疫苗）实现营收 29.46 亿元（+85.39%），主要产品四联苗、乙肝疫苗营收分别同比 +54%/+26%，新产品 13 价肺炎球菌多糖结合疫苗销售逐步放量。公司业绩变动主要由于新冠疫苗销量较 2021 年大幅下滑，对存在减值迹象的新冠疫苗相关资产计提减值准备，及新冠疫苗三期临床研发支出费用化所致。分季度看，2022Q4/2023Q1 实现营收 5.92/7.48 亿元，分别同比 -53.5%/-14.1%，环比增长 26.4%；实现净利润-3.36/+2.05 亿元，分别同比 -247.8%/-24.9%。

产品管线储备丰富，项目有序推进。公司拥有在研项目 30 余项，冻干人用狂犬病疫苗（人二倍体细胞）已完成注册现场核查及 GMP 符合性检查；水痘减毒活疫苗已申请药品注册批件，并已完成注册现场核查及 GMP 符合性检查；Sabin 株脊髓灰质炎灭活疫苗（Vero 细胞）已获得 III 期临床试验总结报告；四价流

感病毒裂解疫苗和口服五价重配轮状病毒减毒活疫苗（Vero 细胞）处于 I 期临床试验阶段；麻腮风联合减毒活疫苗和吸附破伤风疫苗获得药物临床试验批准通知书。

海外市场不断开拓，国际化取得进展。2022 年公司先后在菲律宾、印度尼西亚、巴基斯坦等海外市场推进 23 价肺炎球菌多糖疫苗、13 价肺炎球菌多糖结合疫苗等产品的注册、销售和当地本土生产等商业化运营进程。

风险提示：13 价肺炎结合苗上市后销售不及预期；全球新冠疫情发生重大变化的风险等。

投资建议：考虑到新冠灭活疫苗相关资产计提减值，三期临床研发支出费用化处理，以及 2022 年海内外疫情对公司新产品推广进度影响，我们对公司 2023-2024 年盈利预测进行调整，预计净利润为 11.31/15.64 亿元（前值为 21.10/26.84 亿元），新增 2025 年 19.85 亿元，目前股价对应 PE 分别为 30/21/17x。公司常规疫苗品种快速增长，人二倍体狂苗预计即将获批，中长期管线储备丰富，国际化取得进展，维持“买入”评级。

证券分析师： 马千里（S0980521070001）、陈益凌（S0980519010002）

◆ 天融信(002212.SZ) 财报点评: 国企和商业市场增长超 50%，信创安全有望加速

22 年整体同比基本持平。公司发布 2022 年报，全年收入 35.43 亿元（+5.71%），归母净利润 2.05 亿元（-10.83%），扣非归母净利润 1.54 亿元（-0.14%）。单 q4 来看，公司收入 20.80 亿元（+6.04%），归母净利润 6.25 亿元（+93.24%），扣非归母净利润 6.11 亿元（+141.47%）。四季度公司业绩在费用控制下已显著反弹；由于 22 年宏观经济影响，公司整体平稳过度。

毛利率保持稳定，费用管控收效明显。22 年公司毛利率 59.72%，同比略有提升。公司期间费用总计同比增加 5.16%，远低于前期费用增速。其中公司在新方向上的投入布局基本完成，研发费用增速为 2.23%，明显放缓；销售费用同比增加 12.95%；管理费用下降 4.48%。公司费用投入已进入平稳期。

国企和商业市场增长快，新安全方向保持快速增长。公司政府及事业单位收入 13.15 亿元（-32.89%），受到宏观环境影响较大；近年来公司在营销侧加大了行业深耕、地市下沉和渠道拓展，国有企业收入 12.14 亿元（+64.73%）；商业及其他收入 10.11 亿元（+54.95%）。其中运营商行业同比增长 21.68%，能源行业同比增长 50.94%，交通行业同比增长 35.51%，卫生行业同比增长 27.22%，教育行业同比增长 16.70%。产品口径划分，基础安全产品收入 24.34 亿元（+8.08%），大数据及态势感知收入 3.45 亿元（-11.23%），基础安全服务收入 4.41 亿元（+2.23%），云计算和云安全及服务收入 3.19 亿元（+15.52%）。新安全方向，公司数据安全收入同比增长 53.21%，工业互联网安全收入同比增长 44.39%。

依然看好防火墙市场，信创安全市场有望加速。防火墙仍是安全市场最大单品，全球安全硬件中防火墙类产品占比达到 78.27%；国内占比约 64.43%，仍有持续提升空间。公司防火墙连续多年市场份额第一，且形成“一专多强”的网络安全产品技术核心能力。信创是当前国内 IT 产业最确定性发展方向，公司国内最早投入信创产业的网络安全企业，基于国产软硬件的“天融信昆仑”系列产品已有 63 款 209 个型号，在信创产品入围中保持品类与型号数量绝对领先，目前产品与解决方案已在党政、金融、能源等近 30 个行业实现规模化应用。22 年信创收入同比增长 25.73%，随着十四五期间信创在各大行业中推广和下沉，公司作为信创安全龙头有望持续受益。

风险提示：宏观经济影响 IT 支出；行业竞争加剧；新业务拓展不及预期。

投资建议：维持“增持”评级。预计 2023-2025 年营业收入 46.55/59.31/74.08 亿元，增速分别为 31%/27%/25%，归母净利润为 5.39/7.22/9.10 亿元，对应当前 PE 为 26/19/15 倍，维持“增持”评级。

证券分析师： 熊莉（S0980519030002）、库宏焱（S0980520010001）

◆ 新五丰(600975.SH) 财报点评: 2022Q4 归母净利环比增长 204%，生猪出栏有望继续保持高速增长

受益养殖行情回暖，公司 2022Q2 业绩转正。公司 2022 年整体业绩承压，2022 年实现营收 49.32 亿元，较上年同期增加 101.78%，实现归属于母公司所有者的净利润-0.76 亿元，较上年同期减亏 74.35%。单四季度看，2022Q4 公司实现营收 23.85 亿元，同比增加 140.82%，实现归母净利 0.76 亿元，同比增加

139%，环比增加 204%。公司单四季度盈利大幅增长，主要原因是报告期内完成了发行股份及支付现金购买天心种业等资产的重大资产重组，夯实了公司生猪养殖主业，生猪出栏规模实现同比大幅增长，导致收入及盈利大幅增加。天心种业 2022 年实现扣非归母净利润 2879.6 万元，超出业绩承诺数 875.79 万元，完成本年预测盈利的 143.71%，经营表现优异。

完成天心种业收购后夯实养殖实力，国企改革焕发活力。公司成立于 2001 年，实控人为湖南省国资委，以生猪产业经营为主业，涵盖饲料、原料贸易、养殖、冷鲜肉品加工等生猪全产业链。据公司公告，公司于 2022 年完成了发行股份及支付现金购买资产的重大资产重组，收购天心种业 100% 股权等资产，进一步夯实了公司生猪养殖主业，2022 年公司（含天心种业）实现生猪出栏合计 183 万头，同比增长 122.32%。天心种业为湖南省优质种猪及仔猪销售企业，2020-2022 年分别实现生猪出栏 16/42/76 万头，处于产能快速放量期。截至 2022 年 7 月 31 日，天心种业合计拥有母猪存栏 8.7 万头，其中包括基础猪群 4.66 万头、后备母猪 3.99 万头，进一步增厚公司养殖实力。成本改善空间充裕，出栏或将继续保持高速增长。成本方面，公司目前处于行业中游水平，未来成本改善空间较大，一方面，公司拟计划通过引进法系猪持续优化种猪群体效率，另一方面，预计随公司产能利用率提升，总部费用会进一步摊销。出栏方面，公司采取以租赁为主、自建及改造为辅的扩张模式，持续大力推进养殖项目布局，2022 年公司合计新增母猪存栏规模 6.84 万头、肥猪产能 92 余万头，其中，新五丰（不含天心种业）交付母猪场 9 个，新增母猪存栏规模 5.4 万头；交付肥猪场 28 个，新增年出栏肥猪产能 70 余万头；天心交付母猪场 4 个，新增母猪存栏规模 1.44 万头；交付肥猪场 13 个，新增年出栏肥猪产能 22 万余头。此外，考虑到天心种业 2022-2024 年处于业绩对赌阶段，发展动力或较为充足，未来预期差修复空间充裕。

风险提示：养殖过程中发生不可控疫情，粮食价格大幅上涨增加饲料成本。

投资建议：维持“买入”评级。预计公司 23-25 年归母净利润为 11.98/25.39/10.71 亿元，对应 EPS 为 1.11/2.36/0.99 元，对应当前股价 PE 为 10.7/5.1/12.0 X。

证券分析师： 鲁家瑞（S0980520110002）、李瑞楠（S0980523030001）

联系人： 江海航

◆ 生物股份(600201.SH) 财报点评:23Q1 归母净利同比+32%，参研非瘟亚单位疫苗提交应急评审

22 全年业绩承压，23Q1 业绩回暖。公司 2022 年实现营业收入 15.29 亿元，较上年同期减少 13.94%，实现归属于母公司所有者的净利润 2.11 亿元，较上年同期减少 44.89%，业绩下滑明显一方面系 22 年上半年生猪养殖亏损冲击猪用疫苗量价表现，另一方面系子公司确认商誉减值约 6500 万元。分季度来看，受下半年猪价回升影响，公司业绩自 22Q3 以来回暖明显，23Q1 实现营业收入 3.64 亿元，较上年同期增加 6.43%，实现归属于母公司所有者的净利润 1.07 亿元，较上年同期增加 32.10%，主要得益于口蹄疫疫苗盈利改善和非口蹄疫疫苗快速增长。

坚持研发创新，致力多线布局。公司近年加大自主研发和联合创新投入，2022 年研发投入 2.03 亿元，占营业收入的比重达到 13.30%。非瘟疫苗研发方面，公司在 P3 实验室基础上建立非洲猪瘟疫苗集成研发平台，同时开展基因缺失疫苗、亚单位疫苗、腺病毒疫苗、mRNA 疫苗多条技术路线的研究，经过多年的基础研究及大量的本动物安全性有效性评价，公司非洲猪瘟疫苗的研发工作已取得重大突破，公司与中国科学院生物物理研究所等单位联合研制的非洲猪瘟亚单位疫苗已正式向农业农村部提交非洲猪瘟亚单位疫苗应急评审材料。多联多价疫苗研发方面，公司猪口蹄疫 VLP 疫苗、猪瘟 E2 蛋白亚单位疫苗、猪伪狂犬基因缺失灭活疫苗、塞内加谷灭活疫苗、猪细小病毒基因工程灭活疫苗、牛支原体活疫苗、牛 A 型梭菌灭活疫苗、羊布鲁氏菌病（Rev.1 株）新型活疫苗、新流腺三联灭活疫苗、新流法腺四联灭活疫苗均处于新兽药注册阶段，2023 年有望取得阶段性进展。

布局宠物，变革组织，有望打开增长空间。公司与日本共立制药株式会社共同投资设立合资宠物疫苗公司金宇共立公司，目前宠物疫苗自主研发和菌毒种引进审核工作稳步推进，实验室和宠物疫苗及药物生产车间已完成机电安装调试，目前已取得犬四联、猫四联疫苗临床试验批件，犬三联疫苗处于临床试验阶段，猫三联疫苗正在申报临床试验。同时公司正对营销体系进行组织变革，引入行业优秀人才，组建更加专业、更有活力的营销团队，非口蹄疫产品渗透率及销量均有所提升，未来有望贡献新业绩增量。

风险提示：养殖过程中发生不可控疫情，疫苗批签发进度不及预期。

投资建议：维持“买入”评级。公司是国内领先的猪用疫苗企业，中期看好猪价回暖驱动业绩修复，长期看好非瘟疫苗研发带来的成长潜力。我们预计公司 23-25 年归母净为 2.5/3.8/3.6 亿元，EPS 为 0.23/0.34/0.32 元，对应当前股价 PE 为 47.3/31.9/33.8X。

证券分析师：鲁家瑞（S0980520110002）、李瑞楠（S0980523030001）

联系人：江海航

◆ 温氏股份(300498.SZ) 财报点评:2022 年成本稳步下降,肉猪及肉鸡生产指标持续改善

受益养殖行情回暖，公司 2022Q2 业绩转正。公司 2022 年营收达 837.25 亿元，同比+28.88%，归母净利达 52.89 亿元，同比+139.46%。公司 2023Q1 归母净利亏损 27.49 亿元，同比减亏 26.95%，环比由盈转亏。2023Q1 以来肉鸡和肉猪市场行情较差，为保证资金和现金流安全，公司增加了部分银行借款，2023Q1 末资产负债率达 59.22%，较 2022 年末增加 2.97%，但较同行仍处于较低水平。此外，公司 2023Q1 末生产性生物资产达 58.28 亿元，较 2022 年年末略降 1.07%，较 2022Q1 末同比+15.27%，公司种猪资产整体保持稳定。

生猪养殖生产成绩显著改善，肉制品加工经营向好。2022 年公司肉猪类产品共实现收入 426.42 亿元，同比+44.58%，占收入整体比例达 50.94%。2022 年商品肉猪出栏量为 1790.86 万头，同比+35.49%。2022 年末公司能繁母猪存栏达 140 万头，创历史新高。生产指标方面，2022 年 12 月份，公司肉猪上市率提升至 93%，年内总体呈稳定上升。目前公司产能储备较为充裕，预计 2023 年生猪出栏有望继续保持较快增长。我们认为猪价中期有望表现强势，公司在出栏高增长及成本改善的共同驱动下，有望实现较好业绩弹性。此外，公司肉制品加工板块 2022 年实现收入 4.49 亿元，同比+11.82%，占收入整体比例达 0.54%。2022 年公司成立广东温氏佳润肉食品有限公司，以提升公司对生猪屠宰加工业务的专业化管理水平。2022 年佳润肉食共屠宰生猪 93.3 万头，同比+50%，推动“产屠销”联动机制后，整体经营情况逐步向好。

黄鸡养殖经营稳健，周期回暖或将带来利润改善。2022 年公司肉鸡类产品共实现收入 355.82 亿元，同比增长 17.32%，占收入整体比例达 42.51%。2022 年共销售肉鸡 10.81 亿只（含毛鸡、鲜品、熟食），销售收入 339.45 亿元，分别同比变动-1.83%、+18.06%。2022 年公司肉鸡养殖鸡苗健康度显著提高，毛鸡销售均重超 4 斤/只，毛鸡上市率近 95%，连续两年保持高水平稳定；毛鸭上市率同样达到 93.9%的高点。我们认为 2023 年活禽消费或将迎来复苏，倘若叠加下半年生猪、白鸡行情回暖，黄鸡行情再起的确定性更高，公司肉鸡板块有望实现较好盈利。

风险提示：养殖过程中发生不可控疫情，粮食价格大幅上涨增加饲料成本。

投资建议：维持“买入”评级。考虑到 2023 年非瘟疫情扰动了行业正常生产迭代，我们下调公司 2023 年盈利预测，预计公司 23-25 年归母净利润为 71.97/150.87/45.87 亿元（原预计为 36.78/130.03/61.09 亿元），对应 EPS 为 1.10/2.30/0.70 元，对应当前股价 PE 为 19/9/30 X。

证券分析师：鲁家瑞（S0980520110002）、李瑞楠（S0980523030001）

联系人：江海航

◆ 中际旭创(300308.SZ) 财报点评:盈利能力提升,800G 需求有望步入加速期

利润实现稳步提升。公司发布 2022 年年报和 2023 年一季报，2022 年公司实现营收 96.42 亿元，同比+25.29%；实现归母净利润 12.24 亿元，同比+39.57%。2023 年一季度，公司实现营收 18.37 亿元，同比-12.04%，实现归母净利润 2.50 亿元，同比+14.95%。利润继续保持稳步增长。

产品结构优化下，公司盈利能力持续提升。2022 年 1) 高端产品出货量（200G\400G 等）占营收比重进一步提升；2) 公司海外销售收入占比较高，美元兑人民币的汇率变动利好，两因素带动公司的毛利率从 2021 年 25.57%提升至 2022 年 29.31%。2023 年一季度，受益于产品结构持续优化，公司毛利率环比提升至 29.55%。2022 年公司还收获了新的海外重点客户，行业地位和市场份额实现巩固和增强。

AI+数字经济推动，带来光模块行业长期需求增量。AI 侧：以 ChatGPT 为代表的生成式 AI 工具正引领新

一轮科技革命，带动数据中心硬件设备的需求增长与技术升级，加快高速光模块需求释放。Lightcounting 预测，全球光模块的市场规模在未来 5 年将以 CAGR11% 保持增长，2027 年将突破 200 亿美元；数字经济侧：伴随着“东数西算”战略的逐步落地，国内数据中心也同步加快新建、扩容步伐，推动光模块市场持续扩张。Lightcounting 预计中国光模块市场将进一步增长，2028 年中国光模块市场规模有望达 35 亿美元。

800G 光模块有望迎来放量阶段，公司有望充分受益。在 AI 驱动下，行业有望加快进入 800G 光模块放量阶段，公司作为全球光模块领军厂商，2022 年泰国工厂也完成了设备调试、试生产和客户验厂等工作，做好了量产前的各项准备工作，并将按计划从泰国厂量产出货 400G 和 800G 等产品，有望充分受益行业发展。

风险提示：800G 光模块放量不及预期，竞争加剧，盈利能力不及预期。

投资建议：上调 2023-2024 年盈利预测，新增 2025 年盈利预测，维持“买入”评级。考虑到公司毛利率和净利率持续提升，2022 年实际利润已经高于此前的预测值，我们上调 2023-2024 年盈利预测，并新增 2025 年盈利预测。预计 2023-2025 年公司归母净利润为 14.6/19.7/23.6 亿元（上调前 2023-2024 年为 13.0/15.0 亿元），对应 PE 分别为 44/33/28 倍。看好公司持续受益 AI 和数字经济推动下带来的行业红利，维持“买入”评级。

证券分析师： 马成龙（S0980518100002）

◆ 锐捷网络(301165.SZ) 财报点评：一季度经营稳健，扣非净利润同比增长 23%

2023 年一季度公司经营业绩稳健增长。2023 年一季度公司主营收入 21.52 亿元，同比上升 6.37%；归母净利润 1.19 亿元，同比上升 7.43%；扣非净利润 1.13 亿元，同比上升 23.33%。

运营商与云厂商核心供应商，行业竞争趋缓，毛利率大幅提升。我国数据中心交换供应商主要包括华为、新华三、锐捷网络等，2021 年数据中心交换机市占率分别为 36%/32%/14%。公司是运营商和头部互联网厂商数据中心核心供应商，2022 年上半年，阿里、移动、百度分别是公司营收第一、第三、第四大客户，占收比分别为 5.6%/4.1%/2.5%。近些年数据中心传输速率端口不断升级，外部环境变化剧烈背景下，行业竞争趋缓，公司高端产品市占率不断提升致毛利率大幅提升，2023 年 Q1 毛利率达 42.3%，同比提升 4.3pp。

费用端，公司重视研发投入，职工薪酬有所提升。2023 年一季度销售费用率、管理费用率和研发费用率同比分别提升 0.2pp/1.3pp/3.5pp，同时计提了上年末职工绩效工资，应付职工薪酬环比减少 6.4 亿元。

市场竞争力保持领先。1) 根据 IDC 数据，公司数据中心交换机产品市占率提升，由 19 年的 8.6% 提升至 22 年 16.8%；其中，22 年 200G/400G 数据中心交换机市场占有率达 58.4%。数据中心交换机互联网行业排名第二（市占率 33.9%），电信运营商排名第三（市占率 18.8%）。2) 医疗、教育、零售市场通信设备保持领先。医疗云桌面产品 20-22 年保持第一，高教及普教领域交换机 22 年第一（市占率 35.4%/48.6%），高教领域无线产品 22 年第一（市占率 34.8%），零售业交换机第一（市占率 38.7%）。3) SMB 中小型企业市场客户数不断扩大，公司 22 年国内外市场签约伙伴分别为 3000/800 家。

受益数字经济行业快速发展。根据信通院数据，2021 年中国数字经济规模达 7.1 万亿美元，世界第二，占中国 GDP 比重 39.8%，预计到 2025 年中国数字经济规模将超过 60 万亿元。公司主要经营通信设备是数字基础设施的重要部分，既是数字经济的核心产业，也强支撑各产业数字化的转型升级，发展趋势持续向好。ChatGPT 等相关 AI 应用对云网资源要求呈现快速增长，交换机产品是云网核心网元，公司与头部互联网厂商一直保持密切往来。

风险提示：新技术研发进展不及预期；上游原材料紧缺；行业竞争加剧。

投资建议：维持盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 7.4/9.6/11.8 亿元，同比分别增长 35%/29%/24%，对应 PE 分别为 52/40/32X，维持“增持”评级。

证券分析师： 马成龙（S0980518100002）

联系人： 袁文翀

◆ 拓邦股份(002139.SZ) 财报点评:一季度扣非净利润增长 58%，工具与新能源增长良好

一季度扣非归母净利润快速增长。公司发布 2023 年一季度报告，实现营业收入 19.95 亿元，同比+6.8%；实现归母净利润 0.96 亿元，同比+2.1%；实现扣非归母净利润 0.91 亿元，同比+58.4%。总体来看公司经营稳健，23Q1 归母净利润个位数增长主要由于非经常性损益同比大幅减少超过 3000 万元。

高价值业务占比提升，积极降本增效。23Q1 公司实现毛利率 21.9%，同比+2.9pct，主要原因为高价值及自主可控业务（商空、智能温控、机器人产品、逆变器、商用储能系统等）占比提升及降本增效。净利率方面，由于非经常性损益大幅变动（主要变动项为交易性金融资产的公允价值变动损益），23Q1 公司净利润个位数增长，净利率同比下降 0.2pct 至 4.9%。

工具与新能源增长良好，家电板块有望复苏。总体来看，公司在已有客户与新客户中的份额稳定并持续提升，分板块来看，据公司公告，一季度工具、新能源板块增长趋势良好，家电板块小幅下滑，主要由于因客户结构及季节性因素，季度间增速存在差异。展望后续，新能源业务作为公司第三增长曲线潜力充足，家电板块公司高价值产品拓展、客户份额提升下后续有望回暖。

持续加大新项目研发，加速推进国际化布局。研发方面，一季度公司投入研发费用 1.38 亿元，同比增长 15%，占营业收入的 6.9%。公司的高价值及自主可控产品如逆变器、洗地机、空气能热泵等依赖于公司对新项目的持续研发投入，为未来业务拓展奠定增长基础。国际化布局方面，公司越南、印度基地在 2022 年持续扩产，墨西哥、罗马尼亚基地也已建成并投入使用，国家化布局一方面有助于贴近部分海外市场客户，有助于全球业务拓展，另一方面也有助于一定程度上规避中美贸易摩擦风险，保证供应稳定。

加强应收账款管理，现金流表现优异。公司持续加强现金流管控，加大对应收账款的回收力度，23Q1 公司经营活动净现金流达 1.76 亿元，同比、环比均实现由负转正，现金流表现优异。

风险提示：下游市场发展不及预期；产能建设不及预期；宏观经济波动风险

投资建议：维持盈利预测，维持“买入”评级。

维持此前盈利预测，预计公司 23-25 年归母净利润分别为 8.0/11.4/14.8 亿元，当前股价对应 PE 分别为 18/13/10 倍。公司基本盘业务稳健，长期增长趋势不变，新能源业务构建公司新成长曲线，看好公司增长潜力，维持“买入”评级。

证券分析师： 马成龙 (S0980518100002)

联系人： 钱嘉隆

◆ 广和通(300638.SZ) 财报点评:盈利能力修复，车载与海外网关快速增长

2022 年经营有所承压，2023 年一季度业绩实现反转。2022 年，公司实现营业收入 56.5 亿元，同比增长 37.4%；实现归母净利润 3.6 亿元，同比-9.2%。23Q1，公司实现收入 18.1 亿元，同比增长 53.9%；实现归母净利润 1.4 亿元，同比增长 34.3%。23Q1 公司受益于需求修复及锐凌无线并表，实现良好增长。

盈利能力实现修复。2022 年，由于高毛利率的 PC 业务收入下滑，公司毛利率出现季度环比下降态势；2023 年一季度，受益于 PC 业务有所回暖，以及 FWA、车载等业务受益于规模效应，整体毛利率环比修复 2.0pct 至 20.9%。费用率方面，收入规模扩大与控费努力下，23Q1 三大费用率环比降低 2.8pct，同比-1.9pct；受益于此，一季度公司净利率环比提升 3.4pct 至 7.5%。

车载、FWA 维持高速增长，PC、POS 业务有望复苏。公司传统深耕的 POS、PC 等市场 2022 年受制于疫情等外部因素影响需求衰退。据公司公告，23 年 PC 业务有望恢复到正常水平，无线支付行业预计有所恢复。除此以外，公司大力拓展的车载以及 FWA 场景有望维持高速增长，公司预计 2023 年国内车载业务及海外网关业务均有望实现 30%-50%以上的增长。

持续投入研发，数传与算力模组迭代升级。公司持续投入研发，23Q1 投入研发费用 1.5 亿元，同比增长 30.3%。受益于此，公司 2022 年发布多款 4G、5G 新产品，加强与合作伙伴的技术交流与合作，如携手矩视科技发布 AI 智能零售柜解决方案。据公司年报，公司算力模组开发项目预计 23 年底实现量产发货，AI 智能模组作为端侧算力的重要载体，有望赋能边缘 AI 应用。

股权激励彰显成长信心。公司近期发布 2022 年限制性股票激励计划（草案修订稿），相比 2022 年 6 月

发布的原计划，修订稿并未根本改变公司层面业绩增长目标，调整主要在于设置业绩完成率系数指标。具体来看，公司层面业绩考核目标为以 2021 年净利润为基数，2022-2024 年净利润增长率分别不低于 20%/50%/80%，对应复合增长率为 22.5%，彰显公司成长信心。

风险提示：下游市场发展不及预期；市场竞争加剧；需求复苏进度不及预期。

投资建议：维持盈利预测，维持“买入”评级。

维持 23-24 年盈利预测，新增 25 年预测，预计公司 23-25 年净利润分别为 6.0/7.6/9.0 亿元，对应 PE 分别为 24/19/16 倍。看好公司受益下游需求修复以及 FWA 和车载领域高速增长，维持“买入”评级。

证券分析师：马成龙（S0980518100002）

联系人：钱嘉隆

◆ 映翰通(688080.SH) 财报点评:重视创新多款新品崭露头角，2023 年一季度经营向好

2022 年业绩同比下降，主要受疫情影响，订单交付有所延迟。2022 年公司实现营收 3.87 亿元，同比下降 13.9%；归母净利润 7035.0 万元，同比下降 33.0%；扣非净利润 6216.4 万元，同比下降 12.4%。2022 年业绩下滑原因一方面是原子公司宜所智能不再纳入合并范围，去年同期该子公司实现营收 3855.4 万元；另一方面，疫情等原因影响到公司订单交付推迟，收入确认延期。归母净利润有所下降亦受到订单确认有所延期影响；此外，公司人员费用有所增加，致销售费用率和研发费用率分别提升 4.0pp/3.4pp。

公司所在行业景气度高，我国政府高度重视行业发展。工业互联网侧，根据 GSMA 数据，全球工业互联网设备联网数量从 2016 年的 24 亿个增加到 2025 年的 138 亿个，增幅达五倍左右，工业互联网设备联网数量也将在 2023 年超过消费物联网设备联网数量。电网侧，2023 年电网投资再创历史新高，国网规划 2023 年投资超 5200 亿元（2022 年投资超 5000 亿元），国网、南网均重视配网侧投资，“十四五”配电网建设总投资比重超过一半，公司中压配电检测系统持续受益，且在 22 年突破北京、辽宁、上海等省市市场，23 年招标份额有望持续提升。工信部部长在今年两会中提出“十四五”建造超过 1 万个 5G 制造工厂，二目前 5G+工业互联网领域仍处在规模试点阶段。

重视技术创新，多款新品崭露头角。公司重视技术创新，报告期内，发布了极简工业路由器 IR202 产品、AI 智能展售货系统；IG502 边缘计算网关产品在美国工控行业第 35 届“工程师选择”奖项中获得荣誉提名奖；增强型工业级边缘计算网关 IG902 等产品获得“北京市新技术新产品(服务)证书”。

颁布三年股权激励计划，2023 年 Q1 业绩表现亮眼成为新起点。公司于 2023 年 3 月 16 日发布三年股权激励计划，三年收入年复合增速不低于 20%增长，彰显公司长远发展目标清晰，并通过合理方法充分激发核心员工积极性与潜力。2023 年 Q1 公司实现营收 9430.4 万元，同比增长 53.8%；归母净利润 932.7 万元，同比增长 374.6%；扣非净利润 782.64 万元，同比增长 1061.1%。2023 年公司设定新目标，一季度经营业绩呈现出向好拐点。

风险提示：新技术研发进展不及预期；上游原材料紧缺；行业竞争加剧。

投资建议：不再受疫情影响，公司有望恢复 2021 年经营景气度，上调盈利预测，预计 2023-2025 年营业收入分别为 5.3/7.0/9.0 亿元（原预测为 5.0/6.3/8.0 亿元），归母净利润分别为 1.1/1.3/1.7 亿元（原预测为 0.9/1.2/1.5 亿元），对应 PE 分别为 31/24/19x，维持“买入”评级。

证券分析师：马成龙（S0980518100002）

联系人：袁文翀

◆ 同庆楼(605108.SH) 财报点评:四季度逆势微利，2023 年扩张显著提速

2022 年收入平稳增长，单 Q4 逆势微利。2022 年，公司收入 16.70 亿元/+3.86%，归母净利润 0.94 亿元/-35.03%，扣非净利润 0.75 亿元/-40.51%。单 Q4，公司收入 4.23 亿元/-13.11%，归母净利润 578.02 万元/-91.04%，扣非净利润 255.39 万元/-95.62%。10 月中下旬起合肥停止堂食，但公司仍逆势微利。

业务情况：2022 年门店稳健扩容，富茂模型初步验证，预制菜逐步起量。2022 年公司新开 2 家/改造 7 家/扩建 1 家大型餐饮店。年末公司直营店共 84 家，其中同庆楼酒楼/婚礼会馆/富茂酒店/新餐饮店各

40/7/2/35 家。2022 年公司富茂模型初步验证，滨湖富茂全年净利润 2102 万元，Q3 单季超 1000 万，Q4 仍逆势盈利，表现突出；而瑶海富茂爬坡期略有拖累。预制菜逐步起量，全年食品收入 9394 万元/+522%，亏 568 万元，年末商超店突破 107 家。

财务：刚性成本费用影响，22 年毛利率 18.33%/-2.76pct，期间费率+3.10pct。

2023Q1，公司收入较疫前+29%，业绩较疫前+3%，恢复亮眼。2023Q1 公司收入 5.40 亿元/+27%，较 2019Q1 增长 29%；归母业绩 0.72 亿元/+217%，较 2019Q1 增 3%，归母净利率 13.4%；扣非业绩 0.61 亿元/+231%，较 2019Q1 恢复 87%。非经主要系拆迁补偿款部分确认。考虑：1、春节前后系宴请旺季，其中 2019 春节晚、Q1 相对高基数，而今年春节早，有季节性差异影响；且今年 1 月仍然受外部环境拖累，直至春节才基本正常经营，估算影响业绩 0.2-0.3 亿；2、Q1 新开北城富茂和常州新店爬坡期拖累等。综合来看，Q1 业绩恢复靓丽。展望后续，预计五一预订火爆助推 Q2 表现，产能扩容下全年高增长可期。

疫情三年逆势扩张为复苏蓄力，2023 年开店目标积极。2020-2022 疫情三年，公司逆势扩张，新增经营面积近 20 万 m²（主要系 3 家富茂新增 17 万平米贡献，此外也有 5 家餐饮门店），较 2019 年底经营面积增长超 80%+。综合酒店客房和餐饮坪效贡献差异，估算有望推动业绩增长 40%~50%+。2023 年展店整体提速，轻资产委托管理扩张有望开启。公司预计 2023 年餐饮新开 4-8 家，并拓展 10 家储备门店；预计富茂酒店新开 2-4 家（公司公告变更资金 1.23 亿募集资金用于开设酒店，杭州/南京/常州各 1 家），并发展 1-3 家委托管理店。今年以来，公司门店签约节奏提速，正逐步进入加速开店周期；伴随富茂模式持续验证及委托管理扩张启动，中线想象空间有望进一步打开。此外，食品尤其预制菜方面，公司通过多渠道扩张、筹建 3 大食品工厂及物流基地积极布局，今年有望加速放量，也逐步进入业绩释放周期。

风险提示：新店拓展不及预期；食品扩张不及预期；原材料、人工成本上涨

投资建议：综合 Q1 恢复、全年非经贡献及展店提速，上调 23-25 年 EPS 至 1.06/1.46/1.89 元（此前 23-24 年为 EPS 0.96/1.27 元），对应 PE 为 35/25/20x。公司过去三年门店规模显著扩容构筑复苏基本盘，去年 Q3 和今年 Q1 业绩阶段验证，有助于提振后续业绩增长信心。并且，在上市平台支持下，公司今年进入门店扩张加速周期，新富茂模型多点开花、酒店委托管理扩张轻模式开启验证关键阶段，食品业务逐步放量有望提振估值。综合酒店餐饮等连锁扩张加速期估值可上看 30-35x，并兼顾公司目前发展阶段和历史可比估值中枢（业绩放量期估值 35x 上下），给予公司 2024 年 30-35x，对应现价 18-38%空间，上调评级至“买入”。

证券分析师： 曾光（S0980511040003）、钟潇（S0980513100003）、张鲁（S0980521120002）

联系人： 杨玉莹

◆ 韵达股份(002120.SZ) 财报点评：一季度单票扣非净利同比持平，期待困境反转

22 年四季度业绩稳健，23 年一季度业绩承压。2022 年全年营收 474.3 亿元（+13.7%），扣非归母净利润 13.9 亿元（-0.9%）；22 年四季度单季营收 122.2 亿元（-7.0%），扣非归母净利润 6.9 亿元（-0.7%）；2023 年一季度单季营收 104.8 亿元（-9.4%），扣非归母净利润 3.5 亿元（-13.8%）。

韵达一季度业务量增长仍然承压，市场份额有所下滑。22 年四季度以来，韵达调整经营策略，主动优化包裹结构、淘汰低质量业务，因此看到公司四季度和今年一季度业务量同比分别为-17.3%和-11.2%，业务量同比表现弱于行业，从而导致公司一季度市场份额同比减少了 3.8 个百分点下滑至 14.0%。得益于行业竞争态势可控以及公司主动优化业务结构，公司一季度单票价格同比增长了 3.3%，价格同比表现优于同行。

韵达一季度单票扣非净利同比持平，资本开支大幅收缩。在油价高企、疫情成本增加的背景下，叠加去年韵达业务量同比下滑（韵达网络出现疫情导致经营效率下降明显）导致资产利用率受损，2022 年韵达的单位成本上升明显，单票运输成本和单票中转成本分别为 0.61 元和 0.37 元，同比分别为+21%和+20%。公司四季度调整经营策略后，盈利能力开始明显修复，去年四季度和今年一季度的毛利率分别为 11.6%和 10.6%，同比变化分别为+2.03%和+0.03%；四季度单票扣非净利为 0.15 元，同比提升明显（21Q4 单票扣非净利为 0.10 元），一季度单票扣非净利为 0.09 元，同比持平。公司 22 年全年和 23 年一季度的资本开支分别为 35.2 亿元和 7.4 亿元，同比大幅下降（21 年全年和 22 年一季度分别为 82.5 亿元和

13.7 亿元)。在资本开支大幅收缩的背景下,23 年公司需求又有望明显改善,因此预计公司 23 年的资产利用率有望明显改善。

风险提示:国内疫情变化;价格竞争恶化;电商快递需求增长低于预期。

投资建议:微幅下调盈利预测,维持“买入”评级。

考虑到公司经营修复需要时间过渡,微幅下调公司盈利预测,预计 2023-2025 年归母净利润分别为 27.4/35.0/40.3 亿元(23-24 年调整幅度分别为-4.6%/-1.8%),分别同比增长 84%/28%/15%。考虑到公司经营质量已经开始边际改善,维持公司“买入”评级,现在股价对应 23-24 年 EPS 的 PE 估值分别为 12X、9X。

证券分析师: 姜明(S0980521010004)、罗丹(S0980520060003)

◆ 圆通速递(600233.SH) 财报点评:市场份额提升明显,盈利能力表现稳健

22 年四季度和 23 年一季度业绩表现稳健。2022 年全年营收 535.4 亿元(+18.6%),扣非归母净利润 37.8 亿元(+82.9%);22 年四季度单季营收 147.2 亿元(+0.7%),扣非归母净利润 11.1 亿元(-6.0%);2023 年一季度单季营收 129.1 亿元(+9.2%),扣非归母净利润 8.8 亿元(+6.6%)。

圆通一季度市场份额提升明显,单票价格同比微幅下降。圆通 22 年四季度和 23 年一季度业务量增速分别为-2%和+20%,疫情管控放开后,快递需求增长加速复苏。得益于经营优化和服务提升,圆通 22 四季度年市场份额同比增加了 0.5 个百分点达到 15.8%,23 年一季度的市场份额同比增加了 1.0 个百分点达到 16.3%。行业竞争态势可控,去年四季度和今年一季度圆通单票价格同比分别为+3.9%(可比口径)和-2.2%。

圆通持续提升综合竞争力,单票快递净利表现稳健。圆通近两年充分发挥数字化转型优势,通过数字化管理工具赋能加盟网络,以及优化网络质量,核心指标持续向同行领先者看齐。在油价高企、疫情成本增加的背景下,2022 年圆通的成本管控仍然稳定,单票运输成本和单票中转成本分别为 0.51 元和 0.31 元,同比分别为+1.7%和+2.7%。圆通 22 年四季度和 23 年一季度单票快递净利分别约为 0.23 元和 0.19 元(21Q4 和 22Q1 分别为 0.15 元和 0.20 元),一季度的单票快递净利同比接近持平。公司 2021 年四季度以来,连续六个季度单票快递净利维持在高位,主要得益于 1) 行业价格战持续缓和,2) 公司自身经营管理改善,客户结构优化。圆通 2022 年全年和 23 年一季度的资本开支分别为 47.4 亿元(同比减少 8.2 亿元)和 11.7 亿元(同比基本持平)。

看好 23 年快递需求修复,公司长期价值凸显。展望疫情后时代的 2023 年,宏观经济和商务活动恢复、居民消费复苏、快递经营效率提升,叠加 22 年快递需求低基数,我们预测快递需求增长将恢复至双位数以上。我们认为在行业需求修复的大背景下,圆通 2023 年依托更优的经营效率和服务质量,将可以继续实现市占率的稳步提升以及盈利的稳定增长。

风险提示:国内疫情变化;价格竞争恶化;电商快递需求增长低于预期。

投资建议:微幅下调盈利预测,维持“买入”评级。

微幅下调盈利预测,预计 2023-2025 年归母净利润分别为 45.4/53.6/61.4 亿元(23-24 年调整幅度-2.6%/-1.7%),分别同比增长 16%/18%/15%,维持公司“买入”评级。

证券分析师: 姜明(S0980521010004)、罗丹(S0980520060003)

◆ 新媒股份(300770.SZ) 财报点评:大屏主业稳中有升, AI 时代内容竞争优势充足

2022 年收入和净利润基本符合快报,2023Q1 扣非后净利润同比增长 39%。1) 2022 年公司实现收入 14.3 亿元,同比增长 1.4%,主要业务稳中有进;归母净利润 6.9 亿元,同比增长 1.7%;扣非后归母净利润 6.7 亿元,同比增长 7.1%,收入和净利润基本符合快报。2021 年后公司将派息提升至 40%以上,2022 年分红比例 45.1%。2022 年经营活动产生的现金净额为 10.1 亿元,净现比为 1.45,现金流充沛。毛利率为 53.8%,同比下降 0.5 个百分点,期间费用率 6.6%控制较好。2) 2023 年第一季度,收入和净利润在高基数下有所下降。2023 年第一季度,公司收入 3.6 亿元,同比下降 8.1%,降幅环比 2022 年第四季

度有所收窄；归母净利润 1.7 亿元，同比下降 0.6%；扣非后归母净利润 2.3 亿元，同比增长 39.2%。

核心主业稳中有升，内容版权业务探索新模式。公司持续推进“互联网新视听头部平台”的战略目标，IPTV 和互联网电视业务健康发展。1) IPTV 基础业务方面，2022 年收入 7.4 亿，同比增长 0.9%，用户数 1985 万户，同比增长 1.4%；2) 互联网视听业务方面，2022 年收入 3.7 亿，同比增长 5.0%，其中 IPTV 增值/互联网电视分别为 3.7/1.9 亿，同比+8.2%/-0.7%；3) 内容版权业务受版权投资及回报的周期性和不确定性影响，下降 10.7%至 1.1 亿。

“技术+内容+投资”多方面寻求突破。1) 技术端，公司与广科院、华为、科大讯飞、华中科技大学等合作，强化数字版权体系、扩充内容库、升级智能运维平台提升精细化运营水平。2) 内容端，公司持续打造国潮、综艺、少儿、生活内容矩阵，推出《国乐大典》《技惊四座》，还将加大内容产业投资，提升内容竞争优势。3) 投资端，公司拥有超过 2.5 亿用户群体和充沛的现金流量，通过投资或设立基金的方式布局了数字版权、超高清视频、大数据、人工智能、内容生产及营销等领域，未来将努力打造“客户-产品-创新”的飞轮循环，开拓少儿、银发、康养、教育、电商等行业新赛道。

风险提示：内容版权业务拉低毛利率；IPTV 增长见顶；用户拓展不及预期。

投资建议：主业大屏端保持稳健，积极探索内容变现模式，维持“增持”评级。公司主业大屏端步入稳定期，现金流充沛，在行业下行期加大内容版权的投入，同时积极利用 AI 拓展内容库、升级日常运营等。我们维持盈利预测，预计 2023/24/25 年归母净利润为 7.75/8.5/9.15 亿，同比增速 12%/10%/8%；摊薄 EPS=3.35/3.68/3.96 元，当前股价对应同期 PE=14/13/12x，维持“增持”评级。

证券分析师： 张衡（S0980517060002）

◆ 东方雨虹(002271.SZ) 财报点评:收入利润重回增长，毛利率环比明显提升

Q1 收入利润重回增长，符合此前业绩预告。2023Q1 公司实现营业收入 74.95 亿元，同比+18.8%，归母净利润 3.86 亿元，同比+21.53%，扣非归母净利润 3.24 亿元，同比+9.33%，基本符合此前业绩预告（归母净利润同比增长 15%-25%，扣非归母净利润同比正增长 5%-15%），EPS 为 0.15 元/股，受益品类和渠道拓展优化，收入利润增速回正且保持较高增长，市占率进一步提升。

毛利率环比明显提升，费用率同比略增。2023Q1 实现综合毛利率 28.66%，同比+0.38pct，环比+3.11pct，受益 C 端零售占比提升、部分产品价格同比增长以及 Q1 沥青价格环比回落，毛利率止跌企稳且环比明显提升；期间费用率 19.33%，同比+0.26pct，环比-1.18pct，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 10.02%/7.42%/0.44%/1.45%，同比+0.09%/+0.39%/-0.09%/-0.12pct，环比-0.93%/+1.41%/-0.84%/-1.18pct。实现净利率 5.0%，同比+0.11pct，环比-1.12pct，净利率环比下降主因去年 Q4 信用减值损失冲回贡献 3.15 亿元而本期计提 2 亿元影响。

现金流同步改善，经营管控持续加强。2023Q1 公司实现经营性现金流净额-38.06 亿元，较上年同期少流出 9.78 亿元，主因销售商品、提供劳务收到的现金同比增长 19.44%及支付其他与经营活动相关现金减少 19.53%所致，收现比 1.097，上年同期为 1.091，付现比 1.439，上年同期为 1.447，存货周转率和应收账款周转率分别为 1.16 和 0.66，上年同期分别为 1.03 和 0.69，经营管控持续加强，周转率有所提升。

风险提示：地产投资下行超预期；沥青价格大幅上涨；应收账款增长超预期

投资建议：经营韧性持续凸显，市占率有望加速提升，维持“买入”

防水新规已于 2023 年 4 月开始执行，有望推动行业扩容和格局优化，利好行业龙头市占率持续提升，同时公司积极调整收入结构，加大非房、零售以及非防水业务拓展，不断提升经营韧性和打开增长空间，看好公司在品牌、产品、渠道等方面的综合优势，成长性有望持续凸显，同时随着原材料价格的逐步回落，盈利能力也有望进一步修复，维持盈利预测不变，预计 23-25 年 EPS 为 1.42/2.07/2.63 元/股，对应 PE 为 20.3/13.8/10.9 x，维持“买入”评级。

证券分析师： 陈颖（S0980518090002）、冯梦琪（S0980521040002）

金融工程

◆ 金融工程周报:私募基金周报-上周中证 1000 指增私募超额中位数 0.36%，百亿私募调研聚焦医药板块

私募证券投资基金市场动态

截至 2023 年 3 月末，存续私募证券投资基金 97429 只，存续规模 5.66 万亿元，环比增长 0.46%；存续私募证券投资基金管理人 8620 家，较上月增加 14 家，环比增长 0.16%。

2023 年 3 月，私募证券投资基金 32766 只，占新备案基金数量的 78.27%，新备案规模 488.51 亿元，环比增长 75.60%；2023 年 3 月，在基金业协会资产管理业务综合报送平台办理通过的私募证券投资基金管理人共 32 家。

私募基金数量分布

截至 2023 年 4 月 26 日，私募排排网数据库中共登记有 74561 只运行中且净值可见的私募证券投资产品，按策略分类占比最高的为主观股票多头、复合策略、量化股票多头，产品数量分别为 35067、6896、4656。

私募基金分策略周度收益

统计上周（2023 年 4 月 17 日至 4 月 21 日，下同）股票多头、股票多空、股票市场中性策略周度收益率中位数分别为-2.05%、-1.77%、-0.20%。

上周指数增强策略分类下各子策略表现统计如下：沪深 300 指增、中证 500 指增、中证 1000 指增策略周度超额收益率中位数分别为-0.01%、0.28%、0.36%。

上周主观 CTA 分类下各子策略表现统计如下：主观趋势 CTA、主观套利 CTA、主观多策略 CTA 周度收益率中位数分别为-0.02%、0.07%、0.09%。

上周量化 CTA 分类下各子策略表现统计如下：量化趋势 CTA、量化套利 CTA、量化多策略 CTA 周度收益率中位数分别为-0.10%、0.01%、-0.48%。

上周债券策略分类下各子策略表现统计如下：纯债策略、债券增强、债券复合策略周度收益率中位数分别为 0.14%、-0.13%、0.07%。

上周多资产策略分类下各子策略表现统计如下：宏观策略、套利策略、复合策略周度收益率中位数分别为-0.96%、-0.09%、-1.00%。

其他策略私募产品上周收益情况统计如下：定增打新、转债交易策略、FOF 策略周度收益率中位数分别为-2.34%、-1.48%、-0.96%。

百亿私募管理人上市公司调研动向

按中信一级行业，上周（2023 年 4 月 15 日至 4 月 21 日）百亿私募管理人调研最多的行业为医药、计算机、基础化工，周度调研机构家数分别达 155、61、60 家。

从个股层面来看，上周最受百亿私募管理人调研关注的个股为天孚通信、海康威视、天赐材料，周内分别受到 27、25、20 家百亿私募机构调研。

风险提示：市场环境变动风险，风格切换风险。本报告整理自历史数据，不构成投资建议。产品历史业绩不代表未来收益。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）、邹璐（S0980516080005）

◆ 金融工程日报:人工智能板块回调，新能源板块强势

市场表现：今日（20230426）规模指数中中证 500 指数表现较好，板块指数中创业板指表现较好，风格指数中沪深 300 成长指数表现较好。电新、汽车、电力公用事业、国防军工、基础化工行业表现较好，计算机、通信、电子、建筑、家电行业表现较差。光伏逆变器、储能、TOPcon 电池、光伏、能源出海等概念表现较好，服务器、网络可视化、炒股软件、3D 传感、超宽带技术等概念表现较差。

市场情绪：今日收盘时有 59 只股票涨停，有 56 只股票跌停。昨日涨停股票今日高开高走，收盘收益为 2.81%，昨日跌停股票今日收盘收益为-3.10%。今日封板率 77%，较前日提升 3%，连板率 24%，较前日提升 6%。

市场资金流向：截止 20230425 两融余额为 16299 亿元，其中融资余额 15370 亿元，融券余额 929 亿元。两融余额占流通市值比重为 2.3%，两融交易占市场成交额比重为 7.8%。20230426 北向合计净流入 7.5 亿元。

折溢价：20230425 当日 ETF 溢价较多的是创科技 ETF 基金，ETF 折价较多的是云计算 ETF 沪港深。近半年以来大宗交易日均成交金额达到 29 亿元，20230425 当日大宗交易成交金额为 28 亿元，近半年以来平均折价率 5.35%，当日折价率为 1.89%，创近半年来新高。近一年以来上证 50 股指期货主力合约年化升水率中位数为 1.13%，近一年以来沪深 300 股指期货主力合约年化升水率中位数为 0.61%，近一年以来中证 500 股指期货主力合约年化贴水率中位数为-2.89%，近一年以来中证 1000 股指期货主力合约年化贴水率中位数为-3.28%，当日上证 50 股指期货主力合约年化升水率为 2.33%，处于近一年来 62%分位点，当日沪深 300 股指期货主力合约年化升水率为 2.42%，处于近一年来 67%分位点；当日中证 500 股指期货主力合约年化贴水率为 3.07%，处于近一年来 49%分位点；当日中证 1000 股指期货主力合约年化升水率为 1.24%，处于近一年来 57%分位点。

机构关注与龙虎榜：近一周内调研机构较多的股票是华阳集团、许继电气、广和通、楚天科技、一心堂、环旭电子、同和药业、罗莱生活等，华阳集团被 259 家机构调研。20230426 披露龙虎榜数据中，机构专用席位净流入较多的股票是游族网络、禾迈股份、山东出版、华建集团、中国科传、高澜股份、联得装备、迅游科技、中国出版、通合科技等，机构专用席位净流出较多的股票是紫光股份、深科技、永鼎股份、中文传媒、锐捷网络、太极股份、昱能科技、科士达、拓维信息、吉宏股份等。陆股通净流入较多的股票是深科技、科士达、禾迈股份、中国科传、中国出版、钧达股份、联泓新科、紫光股份、建龙微纳、数据港、奥飞娱乐、卫信康等，陆股通净流出较多的股票是中文传媒、光迅科技、游族网络、山东出版、太极股份、拓维信息、永鼎股份、粤传媒等。

风险提示：市场环境变动风险；本报告基于历史客观数据统计，不构成投资建议。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）

联系人： 刘璐

【市场数据】

商品期货

商品	收盘价	涨跌幅	商品	收盘价	涨跌幅
黄金	444.68	0.61	ICE 布伦特原油	80.77	-2.36
白银	5597.00	-0.23	铜	67280.00	-1.47
铝	18710.00	-0.53	铅	15285.00	0.06
豆一	4969.00	-0.32	锌	21220.00	-1.69
豆粕	3557.00	-0.19	镍	184740.00	-1.50
玉米	2647.00	0.41	锡	206950.00	-2.63
螺纹钢	3695.00	-1.07	SR305	6851.00	0.67

本月国内重要信息披露

公布日期	项目	本期数据	上期数据	上年同期数据	发布主体
2022/10/31	10月PMI(%)	92.0	92.3	98.2	中国物流与采购联合会
2022/10/31	10月PPI(%)	-2.5	0.64	17.89	PPI
2022/10/31	10月CPI(%)	100.1	99.5	102.1	国家统计局
2022/10/31	10月狭义货币(M1)同比(%)	0.05	0.06	0.02	中国人民银行
2022/10/31	10月狭义货币(M2)同比(%)	0.11	0.12	0.08	中国人民银行
2022/10/31	10月新增人民币贷款(亿元)	4431.0	25686.0	7752.0	中国人民银行
2022/10/31	10月贸易顺差总额(亿美元)	84940.49	84048.99	84856.9	国家商务部
2022/10/31	10月固定资产投资累计同比(%)	0.05	0.01	0.06	国家统计局
2022/10/31	10月工业增加值(%)	0.05	0.06	0.03	国家信息中心
2022/10/31	10月社会消费品零售总额_同比(%)	0.05	0.05	0.06	国家统计局

近期非流通股解禁明细

代码	简称	本次解禁数量(万股)	流通股股本(万股)	流通股增加%	上市日期
688318.SH	财富趋势	4608.66	6667.00	100.00	2023-04-27
301088.SZ	戎美股份	300.00	5819.05	1.73	2023-04-27
688739.SH	成大生物	1137.06	18787.71	4.73	2023-04-27
688257.SH	新锐股份	1176.30	6726.50	31.53	2023-04-26
000738.SZ	航发控制	7211.26	131517.60	99.98	2023-04-25
002761.SZ	浙江建投	58874.37	108134.00	100.00	2023-04-25
601009.SH	南京银行	39370.07	887590.87	25.81	2023-04-24
002982.SZ	湘佳股份	5469.25	10188.00	100.00	2023-04-24
601609.SH	金田铜业	85951.95	145697.17	97.33	2023-04-24
300829.SZ	金丹科技	5904.96	15837.53	72.60	2023-04-24
600171.SH	上海贝岭	16.49	70119.20	1.39	2023-04-24
301087.SZ	可孚医疗	559.14	7216.00	5.98	2023-04-24
600679.SH	上海凤凰	472.09	29943.43	9.63	2023-04-24
688737.SH	中自科技	312.20	4829.78	7.64	2023-04-24
688639.SH	华恒生物	135.00	6989.52	3.42	2023-04-24
600746.SH	江苏索普	5000.00	116608.23	96.59	2023-04-24

600926.SH	杭州银行	29591.70	535631.44	34.02	2023-04-24
600984.SH	建设机械	6622.34	96695.68	100.00	2023-04-24
603985.SH	恒润股份	7412.95	33912.15	100.00	2023-04-21
300828.SZ	锐新科技	5433.60	10991.06	99.32	2023-04-21
688201.SH	信安世纪	116.40	4249.79	2.24	2023-04-21
603682.SH	锦和商业	29295.00	47250.00	100.00	2023-04-21
688682.SH	霍莱沃	46.25	2200.00	2.99	2023-04-20
688126.SH	沪硅产业-U	113400.00	248026.00	100.00	2023-04-20
688533.SH	上声电子	200.00	4000.00	1.63	2023-04-19
300683.SZ	海特生物	125.00	11380.69	13.09	2023-04-17
002980.SZ	华盛昌	10000.00	13333.34	100.00	2023-04-17
002981.SZ	朝阳科技	7200.00	9600.00	100.00	2023-04-17
603095.SH	越剑智能	9460.01	13200.00	100.00	2023-04-17
688222.SH	成都先导	12052.81	40068.00	100.00	2023-04-17
601127.SH	小康股份	32738.09	135992.88	100.00	2023-04-17
002978.SZ	安宁股份	30600.00	40100.00	100.00	2023-04-17
001218.SZ	丽臣实业	603.00	5927.55	16.40	2023-04-14
000952.SZ	广济药业	3753.91	34698.27	99.96	2023-04-13
688315.SH	诺禾致源	201.00	9964.37	0.66	2023-04-13
688663.SH	新风光	349.90	8642.04	6.13	2023-04-13
688683.SH	莱尔科技	185.70	5656.00	1.97	2023-04-12
688611.SH	杭州柯林	69.87	2418.33	2.15	2023-04-12
000800.SZ	一汽解放	298216.62	439392.02	92.07	2023-04-10
300827.SZ	上能电气	5175.00	10567.54	66.28	2023-04-10

全球证券市场统计

股票市场指数

简称	最新收盘价	1日 涨跌幅(%)	1周 涨跌幅(%)	1个月 涨跌幅(%)	3个月 涨跌幅(%)	12个月 涨跌幅(%)	30天 波动率(%)
道琼斯工业平均指数	33301.87	-0.682834	11.48	17.30	11.43	9.77	30.92
德国 DAX 指数	15795.73	-0.481347	29.71	5.60	4.38	14.82	29.85
法 CAC40 指数	7466.66	-0.862365	-1.09	6.43	5.22	16.40	37.58
恒生指数	19757.27	0.710525	-2.99	-0.79	-12.44	-0.89	82.99
沪深 300 指数	3959.23	-0.086600	-4.00	-1.68	-5.31	4.62	58.06
美国 SP500 指数	4055.99	-0.384121	-2.37	2.14	-0.10	-2.85	37.63
纳斯达克综合指数	11854.35	0.467745	-2.49	0.25	2.97	-5.09	49.29
日经 225 指数	28416.47	-0.711389	-0.66	3.76	3.85	6.42	不适用

沪深港通资金流入流出 Top10

A 股资金流入流出前十

排序	代码	简称	价格(RMB)	涨跌幅(%)	流入资金 (RMB, 万元)	代码	简称	价格(RMB)	涨跌幅(%)	流出资金 (RMB, 万元)
1	300274.SZ	阳光电源	117.4800	14.6706	115962.57	600519.SH	贵州茅台	1743.9100	0.7819	115235.19
2	300750.SZ	宁德时代	224.5000	5.4040	85143.62	300750.SZ	宁德时代	224.5000	5.4040	95953.35
3	600438.SH	通威股份	40.2600	6.0870	61798.96	601318.SH	中国平安	45.7900	-0.6509	84373.10
4	002594.SZ	比亚迪	251.0000	2.7425	60889.16	601012.SH	隆基绿能	36.2600	3.5704	66141.91
5	601012.SH	隆基绿能	36.2600	3.5704	59380.75	002475.SZ	立讯精密	26.6400	2.3828	57736.77
6	600519.SH	贵州茅台	1743.9100	0.7819	50149.50	002594.SZ	比亚迪	251.0000	2.7425	57346.85

7	002236.SZ	大华股份	21.6300	-7.9574	49256.49	601888.SH	中国中免	162.0000	0.0309	54760.96
8	300014.SZ	亿纬锂能	66.7900	10.6161	43713.28	300274.SZ	阳光电源	117.4800	14.6706	54229.47
9	000858.SZ	五粮液	168.6100	-0.7008	42343.27	000858.SZ	五粮液	168.6100	-0.7008	52977.93
10	688063.SH	派能科技	253.4800	19.1669	41594.33	002371.SZ	北方华创	334.9900	1.2421	49631.19

港股资金流入流出前十

排序	代码	简称	价格(HKD)	涨跌幅(%)	流入资金 (HKD, 万元)	代码	简称	价格(HKD)	涨跌幅(%)	流出资金 (HKD, 万元)
1	0939.HK	建设银行	5.2300	-0.00190840	10805.42	0700.HK	腾讯控股	348.2000	0.02895981	98659.50
2	1088.HK	中国神华	25.3500	0.00795229	10901.36	0981.HK	中芯国际	21.6000	-0.00460829	90118.67
3	0902.HK	华能国际电力股份	4.8800	0.08928571	15888.06	0883.HK	中国海洋石油	12.5000	0.00644122	41062.50
4	0941.HK	中国移动	67.2000	-0.01030928	21133.35	0941.HK	中国移动	67.2000	-0.01030928	31745.46
5	0386.HK	中国石油化工股份	5.1800	0.01568627	21715.60	0939.HK	建设银行	5.2300	-0.00190840	31695.48
6	1024.HK	快手-W	50.7500	0.05509356	42507.44	3690.HK	美团-W	133.1000	0.01139818	29070.95
7	0883.HK	中国海洋石油	12.5000	0.00644122	45727.02	0902.HK	华能国际电力股份	4.8800	0.08928571	28644.68
8	3690.HK	美团-W	133.1000	0.01139818	47365.50	1171.HK	兖矿能源	26.2000	0.00575816	16948.64
9	0981.HK	中芯国际	21.6000	-0.00460829	69109.47	2380.HK	中国电力	2.9600	0.01718213	14464.14
10	0700.HK	腾讯控股	348.2000	0.02895981	152517.36	1088.HK	中国神华	25.3500	0.00795229	13545.82

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032