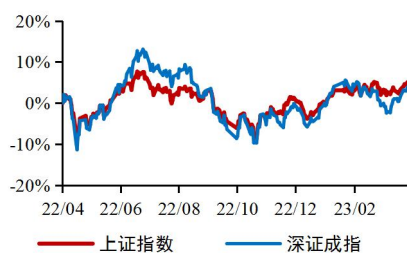


信义山证 汇通天下

研究早观点

2023 年 4 月 10 日 星期一

市场走势



资料来源：最闻

国内市场主要指数

指数	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,327.65	0.45
深证成指	11,967.74	0.85
沪深 300	4,123.28	0.65
中小板指	7,936.22	1.00
创业板指	2,446.95	0.84
科创 50	1,161.02	1.23

主要海外市场指数

指数	收盘	涨跌幅%
道琼斯	33,485.29	0.01
纳斯达克综合	12,087.96	0.76
标普 500	4,105.02	0.36
巴黎 CAC40	7,324.75	0.12
德国法兰克福 DAX	15,597.89	0.50
日经 225	27,518.31	0.17
恒生指数	20,331.20	0.28

资料来源：最闻

【今日要点】

【宏观策略】热点周报-A 股领涨全球，马克龙访华推进多项合作

【山证新股】新股周报（0410-0414）：双创新股首日涨幅走势分化，创业板新股首日涨跌幅处于较低水平

【山证农业】农业行业周报-建议以“亏损期+低 PB”策略逢低布局养殖股

【山证煤炭】行业周报：-主焦煤进口开始倒挂，看好后期需求提升（20230403-20230409）

【行业评论】电力设备及新能源：工信部支持新能源汽车产业高质量发展，210 电池片价格上涨

【行业评论】有色金属：行业周报（20230403-20230407）-电解铝成本中枢下移，锂价持续下探

【公司评论】惠丰钻石(839725.BJ)：惠丰钻石（839725.BJ）年报点评-下游新兴产业持续带动需求增长，产业链纵深布局拓展公司优势

【山证煤炭】平煤股份（601666.SH）公告点评：-业绩高增延续，优质主焦资产价值待显

【公司评论】雍禾医疗(02279.HK)：雍禾医疗（2279.HK）2022 年报点评-疫情下不减新开店步伐，看好年内经营恢复、业绩提升

【山证医药】山河药辅（300452）2022 年报点评-进口替代加速，业绩增长强劲

【公司评论】朗姿股份(002612.SZ)：朗姿股份（002612.SZ）2022 年报点评-22 年疫情影响下盈利水平下降，23Q1 净利润大幅回升

【山证新股】巴比食品（605338.SH）：团餐业务维持高增态势，全国化拓展稳步进行

【山证新股】思林杰（688115.SH）：新品上市表现优异，但原材料涨价及



投入加大致使利润承压

【公司评论】鼎际得(603255.SH): 20230407 鼎际得激励计划点评-期权及股权激励充分, 2025 年业绩有望大幅超预期

【公司评论】361 度(01361.HK): 361 度公司快报-疫情影响下实现收入快速增长, 成本上升毛利率略有下降

【今日要点】

【宏观策略】热点周报-A 股领涨全球，马克龙访华推进多项合作

李孔逸 likongyi@sxzq.com

【投资要点】

➤ 周度观察：

- A 股指数普遍上涨，科创 50 以 7.35% 领涨，上证指数上涨 1.67%。风格来看，除周期下跌 0.11% 外，其余风格均上涨，成长以 3.36% 领涨。综合看全球的情况，外盘涨跌不一，英国富时 100 指数上涨 1.44%，日经 225 下跌 1.86%。商品端铜、铝、锌下跌，原油上涨 6.30 %。行业来看，热点持续性较强，行业来看，热点持续性较强，电子 (+8.35%)、通信 (+7.98%)、计算机 (+5.23%) 排名靠前，煤炭 (-1.89%)、汽车 (-2.38%) 领跌。

➤ 热点跟踪：

- 金融政策：4 月 7 日，中国证券登记结算有限责任公司称，在 2022 年 4 月已将股票类业务最低结算备付金缴纳比例自 18% 调降至 16% 的基础上，引入差异化最低结算备付金缴纳比例机制，将实现股票类业务最低备付缴纳比例由 16% 平均降至 15% 左右。股票类业务最低结算备付金缴纳比例降低，将释放券商部分结算占用资金，可类比为证券业“降准”，减少结算资金占用后可以释放出可用资金，提高资金使用效率，增加市场流动性。
- 行业热点：法国总统马克龙于 4 月 5 日至 7 日对中国进行国事访问，与他同行的还有来自法国的约 60 名高管代表团，包括法国电力公司、阿尔斯通、欧洲飞机制造商空中客车公司等。在此期间，空客与中国签署总价 200 亿美元的飞机批量采购协议，达飞海运集团向中船集团下 16 艘总价 210 亿元集装箱船订单，此外在能源、化工和建筑等领域，中法双方达成多项重要合作。
- 4 月 9 日，中华人民共和国和法兰西共和国发布联合声明，这是两国领导人在北京举行的会晤后发布的。声明中，双方强调了两国之间的友好关系，确认了双方在多个领域的合作意愿。声明中，双方再次确认了两国之间的友好关系，并表示将继续深化和扩大两国在各领域的合作。
- 整体来看，全球流动性风险逐渐弥合，中国外交局面不断打开，A 股上行趋势明显。相关热点上涨超过 5% 的有中药精选指数 (+10.17%)、光模块 (CPO) 指数 (+7.74%)、陆股通轻仓 (+6.55%)、PTA 指数 (+5.93%)、独家药指数 (+5.93%)、啤酒指数 (+5.9%)、CDR 概念指数 (+5.87%)、鸡产业指数 (+5.87%)、共享单车指数 (+5.58%)、猪产业指数 (+5.11%)。
- 市场策略：我们认为，全球流动性风险影响逐渐过去，A 股震荡走强，开始兑现中长期的强预期。美联储加息 25BP 后并未引发新的严重流动性风险，市场情绪逐步回升。同时，国外流动性风险也促使资

金回流中国，人民币汇率回升。中国在外交和外资投入方面打开局面，与沙特、巴西和法国等持续推进合作。中长期看，两会后 2023 宏观政策导向务实平稳，在扩大内需总方针指引下，各部委拼经济政策逐步揭露，国家机构改革，加大了科技创新，大数据和央企改革等领域的关注度。央行超预期小幅降准，结算备付比例降低，短期内给予市场流动性支撑。

- 鉴于当前 A 股整体估值仍偏低，在当前区间有较强支撑，未完全反应市场较强预期。随着国内经济逐步企稳回暖，前 3 月地产销量与售价数据均回暖，两会后继续扩大对外开放，引进外资，外交局面向好，财政政策导向积极，均有望带动市场预期的进一步增强。目前，美联储激进加息预期大幅降低，有望逐渐在年中提前达到利率拐点，减缓紧缩，国内流动性和企业盈利均有望逐步好转。短期风险事件影响弥合，市场正在震荡修复中，各板块机会相对均衡，更看好具有中长期强成长逻辑、下游需求刚性、短期季节性强提振的标的，配置中我们建议紧扣基本面修复弹性较大的行业（通信、高端制造、养殖、和医药医疗等）+经济结构转型主线，继续延续高景气逻辑的赛道（军工、AIGC 概念和新能源等）有望持续收获较优表现。
- 风险提示：全球经济衰退风险，美联储加快加息，疫情持续超预期。

【山证新股】新股周报（0410-0414）：双创新股首日涨幅走势分化，创业板新股首日涨跌幅处于较低水平

叶中正 yezhongzheng@sxzq.com

【投资要点】

- 近端新股的观察与思考：创业板新股首日涨幅及开板估值下降
- 截至周五(2023/04/07)，科创板 3 月份首发 PE（摊薄）154.83 倍(之前一周 71.56 倍)，较 2 月份(75.08 倍)上升；科创板 4 月份新股首日涨幅 94.01%(之前一周 65.34%)，较 3 月份(65.34%)上升；科创板 4 月份新股首日开板估值（TTM-PE，月度中位数）105.19 倍(之前一周 136.89 倍)，较 3 月份(136.89 倍)下降。创业板 3 月份首发 PE（摊薄）42.25 倍(之前一周 43.72 倍)，较 2 月份(68.62 倍)下降；创业板 4 月份新股首日涨幅-3.25%(之前一周 16.35%)，较 3 月份(16.35%)下降；创业板 4 月份新股首日开板估值（TTM-PE，月度中位数）34.74 倍(之前一周 52.17 倍)，较 3 月份(52.17 倍)下降。
- 上周创业板三只新股上市，科源药业、国泰环保破发，创业板新股首日涨跌幅、开板估值已处于创业板注册制以来较低水平；科创板三只新股上市，在云天励飞、华海诚科等带动下，科创板首日涨跌幅及开板估值再次向上。但是仍然存在数据样本量较小的因素，仍需通过继续关注后续的数据来判断新股市场的机会。另外，下周主板首批主板注册制十只新股上市。
- 新股表现回顾：打新收益环比增加 43.43 万元，新股活跃度环比上升
- 周内新股市场活跃度上升，近 6 个月已开板新股周内共有 80 只股票录得正涨幅(占比 62.50%，前值 32.28%)，其中佰维存储、源杰科技、联合水务、永信至诚、萤石网络、三未信安等周涨幅超过 20%。

- 投资建议：
- 近端已上市重点新股：
- 2023 年 4 月：云天励飞-U（人工智能、AI 方案）
- 2023 年 3 月：日联科技（工业级 X 射线智能检测装备）、茂莱光学（工业级精密光学：半导体检测、光刻机、基因测序、AR/VR）、纳睿雷达（全极化有源相控阵雷达系统）；
- 2023 年 2 月：裕太微-U（以太网物理层芯片）、龙迅股份（高清视频桥接及处理芯片）；
- 2023 年 1 月：百利天恒-U（双/多特异性抗体、ADC 药物研发）；
- 2022 年 12 月：微导纳米（ALD 设备）、萤石网络（萤石物联云平台）、杰华特（虚拟 IDM 模式的模拟芯片企业）、山外山（血液净化设备与耗材）。
- 近端待上市重点新股：华曙高科（工业级增材制造设备龙头）、高华科技（高可靠传感器）。
- 已获得批复新股初筛：中芯集成（晶圆代工）、海科新源（碳酸酯系列锂离子电池电解液溶剂等）、阿特斯（晶硅光伏组件）、中科飞测（半导体量测和检测设备）、晶合集成（晶圆代工）。
- 远端深度报告覆盖：安路科技、瑞华泰、维峰电子、容知日新、澳华内镜、广立微、华海清科、景业智能、思林杰、何氏眼科等。
- 风险提示：新股大幅波动的风险；新股业绩不达预期的风险；系统性风险

【山证农业】农业行业周报-建议以“亏损期+低 PB”策略逢低布局养殖股

陈振志 chenzhenzhi@sxzq.com

【投资要点】

- 本周沪深 300 指数涨幅 1.79%，农林牧渔板块涨幅 1.47%，板块排名第 13，子行业中生猪养殖、畜禽饲料、其他农产品加工、其他种植业以及动物保健位居前五。
- 本周全国猪价继续下滑，南方地区猪价跌幅尤为明显，根据跟踪的重点省市猪价来看，截至 4 月 7 日河南/四川/广东外三元生猪均价分别为 14.40/14.45/15.10 元/公斤，周环比分别-1.71%/-1.03%/-5.33%，二元母猪价格为 32.42 元/公斤，周环比-0.22%，平均猪肉价格为 19.86 元/公斤，对应自繁自养利润为 -325.75 元/头，外购仔猪养殖利润为 -477.37 元/头，自繁自养亏损较上周继续加深。4 月第一周白羽肉鸡价格为 10.58 元/公斤，环比+0.66%，肉鸡苗价格 6.22 元/羽，环比略降-0.32%，仍保持高位，养殖利润为 2.32 元/羽。
- 本轮猪周期已经进入第三个“亏损底”。第三个“亏损底”相比第二个“亏损底”更有可能成为新一轮周期的起点。经历过 2021-2022 年两个“亏损底”的资金消耗后，生猪养殖行业的负债率已经处于较高的水平。根据历史经验，随着亏损时间的不断累积，资金持续消耗，负债率和现金流进入较为紧张的

临界区域，即使小幅的亏损也有可能引发较大规模的被动淘汰。此外，第三个“亏损底”也有望使得本轮产业投机行为大幅收敛。

- 根据我们的养殖股“亏损期+低PB”投资策略，我们建议在第三个“亏损底”期间选择PB接近或跌破自身历史底部的优质标的进行布局。如果在第三个“亏损底”期间实现较大幅度的产能去化，则有可能是周期反转的起点；即使在第三个“亏损底”期间产能去化依然不够彻底，则也有机会迎来一次可观的反弹行情，推荐温氏股份、唐人神、东瑞股份、神农集团、巨星农牧、新希望等经营相对稳健的生猪养殖股。根据我们的生猪养殖股的逻辑框架，预计近期生猪养殖股或沿着“产能去化”的逻辑演绎。
- 推荐海大集团：1、饲料行业2023年景气度或优于2022年；2、行业整合持续推进，市场份额有望进一步往头部集中；3、从季度业绩同比趋势来看，公司2023年Q1和Q2的同比业绩基数较低，具有较大的增长潜力，且年度业绩有望进入回升期；4、目前股价对应2023年PE估值处于历史底部区域。
- 推荐圣农发展：白羽肉鸡行业正处于周期底部，对于业绩和估值处于历史底部区域的圣农发展，随着供需格局改善，或有望继续迎来估值修复行情。
- 风险提示：非洲猪瘟等疫情风险；自然灾害风险；饲料原料价格波动风险。

【山证煤炭】行业周报：-主焦煤进口开始倒挂，看好后期需求提升（20230403-20230409）

刘贵军 liuguijun@sxzq.com

【投资要点】

- 投资要点
- 动态数据跟踪
- 动力煤：传统淡季下，煤价趋近合理价格区间下限。本周产地端供应稳定；需求方面，南方雨水增多，部分火电进入春季常规检修，电厂日耗维持低位运行；非电煤耗方面，水泥、化工等非电耗煤有所回升，但对煤炭需求贡献仍显不足。长协兜底、进口煤补充下，港口维持长协拉运为主，库存有所提升。价格方面，传统淡季效应下煤炭交投转弱，市场煤价弱势。展望后期，稳经济政策有望进一步落地，工业用电及非电用煤需求仍有增长空间，同时，低基数下生活用电需求也有望增长；另外，安全生产形势趋紧或成为常态，国内产地产量的增长空间有限，随着气温回升，国际煤炭需求供需或偏紧，进口煤增量预期仍存变数，预计动力煤价格回落幅度有限。截至4月7日，广州港山西优混Q5500库提价1195元/吨，周变化-0.25%；4月秦皇岛动力煤长协价723元/吨，环比3月下跌1元/吨，本周长协挂钩指数中NCEI、BSPI、CCTD分别周变化0%、0%和-0.5%。广州港山西优混与印尼煤的库提价价差65元/吨，周变化-27.78%，外贸煤价格优势持续减弱。4月7日，北方港口合计煤炭库存2645万吨，

周变化 6.31%；长江八港口合计煤炭库存 598 万吨，周变化 1.53%。八省电厂日耗 186.3 万吨，周变化 -2.56%。

- **冶金煤：**主焦煤进口价格现倒挂。本周冶金煤煤矿生产正常，供应基本稳定，三四月传统建材需求旺季，下游生产积极，4 月 7 日，全国建材成交量 19.52 万吨，高于上周均值 11.16%；同时，下游利润恢复，焦化厂和钢厂开工继续提高，冶金煤库存继续下行，但受进口增量预期影响，国内焦煤价格有所回调，喷吹煤价格跟随下行。后期，焦煤矿山安监形势严峻形式常态化，国内冶金煤供应增加有限，后期稳经济政策逐步落地，下游需求有望继续增长；随着美国加息节奏放缓，国际需求恢复或导致国际焦煤需求增长，国内进口仍存变数，冶金煤行业利润预计维持高位。截至 4 月 7 日，山西吕梁主焦煤车板价 2000 元/吨，周变化-4.76%；京唐港主焦煤库提价 2300 元/吨，周变化-1.2%；阳泉喷吹煤 1415 元/吨，周变化-13.46%；日照港喷吹煤 1540 元/吨，周变化-7.51%；澳大利亚峰景矿硬焦煤现货价 308 美元/吨，周变化-5.08%。截至 4 月 7 日，六港口炼焦煤库存 167.8 万吨，周变化 9.46%；国内独立焦化厂、全国样本钢厂炼焦煤总库存环比上周分别变化-5.10%、-2.14%；全国样本钢厂喷吹煤库存环比上周变化-2.62%。样本独立焦化厂焦炉开工率 75.8%，周变化 0.4 个百分点。
- **焦、钢产业链：**钢厂开工升势延续，焦化利润继续改善。本周，产地焦企开工率小幅回调，但下游钢厂开工率继续提升，铁水产量随之增加，焦炭日耗回升，港口焦炭库存开始下降。焦煤价格下跌改善了焦炭利润状况，本周焦炭价格维稳运行。后期，预计复产节奏延续，焦炭需求仍有增加空间，同时低库存下焦炭价格弹性增加，预计焦炭行情偏强运行。截至 4 月 7 日，一级冶金焦天津港平仓价 2840 元/吨，周变化-2.41%；焦、煤价差（焦炭-炼焦煤）745 元/吨，周变化 11.19%，焦化利润继续恢复。独立焦化厂、样本钢厂焦炭总库存周变化分别 13.18%、-0.52%；四港口焦炭总库存 173.3 万吨，周变化 -2.80%；全国样本钢厂高炉开工率 84.3%，周变化 0.43 个百分点；全国市场螺纹钢平均价格 4186 元/吨，周变化-2.47%；35 城螺纹钢社会库存合计 813.81 万吨，周变化-0.41%；螺纹钢生产企业库存 262.77 万吨，周变化-2.34%。
- **煤炭运输：**煤炭淡季效应显现，沿海运价回调。用煤淡季，下游拉运仍以长协为主，整体需求偏弱，但油价上涨导致船舶运营成本增加，两相博弈下，沿海煤炭运价小幅波动，环渤海四港货船比企稳。截止 4 月 7 日，中国沿海煤炭运价综合指数 831.95 点，周变化-0.22%；环渤海四港货船比 23.5，周变化-0.84%。鄂尔多斯煤炭公路运输长途运输价格指数 0.24 元/吨公里，周变化-4%，短途运输价格指数 0.92 元/吨公里，周持平。
- **煤炭板块行情回顾**
- **本周煤炭板块回调，没有跑赢上证指数。**煤炭(中信)指数周变化-2.15%，子板块中煤炭采选 II(中信)周变化-2.31%，煤化工 II(中信)周变化-1.02%。个股普遍回调，淮河能源、永泰能源周涨幅为正，大有能源、盘江股份、靖远煤电和冀中能源跌幅较小；煤化工个股方面，安泰集团和金能科技周涨幅为正。
- **本周观点及投资建议**

- 国内市场方面，最近煤矿产地供应稳定；需求方面下游制造业和建筑业 PMI 处于扩张区间，建材成交较好，水泥、化工等下游开工维持高位，非电用煤增加部分抵消了天气回暖影响，但传统淡季下，水电出力增加，部分火电开始春检，南方八省电厂日耗继续走低，进口煤零关税政策延续也影响市场情绪，周内国内动力煤市场价格弱势运行。库存方面，淡季拉运以长协为主，港口库存有所回升。冶金煤生产供应也较稳定，下游复产提速，钢厂、焦化厂开工率高位，原料需求增加，钢、焦产业链煤炭库存仍然偏低，但国际金融市场动荡影响，市场交易经济衰退预期，国际煤价偏弱，叠加澳煤进口增加预期，炼焦煤和焦炭弱势运行。后期，生产方面安监趋紧有望延续，国内煤炭产量的增加空间有限。随着欧美银行危机缓解，美元加息节奏放缓，夏季度峰到来之前，补库需求仍存，国际煤炭市场有望重新活跃，印尼、蒙古煤价整体向上调整，我国煤炭进口的边际成本增加，2023 年煤炭进口仍存变数；需求方面，随着稳经济政策加大力度落地，工业用电及非电用煤需求增长空间仍存，煤炭行业景气度有望维持。随着市场调整，煤炭股板块动态估值仍然偏低，叠加高股息率水平，板块后期安全边际较高，有较高的配置价值。配置建议如下：预计 4-5 月份煤炭价格博弈加剧，行业进入布局期，关注几类标的。第一，央企国企价值临重估风口，煤炭全产业链龙头中国神华和潜在增量且被低估的中煤能源或将受益。第二，随着年度业绩预告释放，部分超预期标的动态估值较其他可比公司偏低，修复可期，如靖远煤电和恒源煤电。第三，山西焦煤具备稀缺增量，旺季料将有所表现。第四，在 3-5 月的市场环境下，陕西煤业、山煤国际、潞安环能、平煤股份等高弹性标的把握波段是关键。第五，海外能源价格仍具备上涨逻辑，产能分布广泛、长协占比较低以及未来仍具备增量预期的兖矿能源和未来煤炭增量空间居前且有望受益海外能源价格反弹的广汇能源需等待时机。
- 风险提示
- 供给释放超预期；需求端改善不及预期；欧盟煤炭缺口不及预期，进口煤大量涌入国内市场；价格强管控；煤企转型失败等。

【行业评论】电力设备及新能源：工信部支持新能源汽车产业高质量发展，210 电池片价格上涨

肖索 xiaosuo@sxzq.com

【投资要点】

- 投资要点
- 国家能源局监管总监黄学农：研究完善新能源汽车参与电力现货市场的机制途径：4 月 1 日，国家能源局监管总监黄学农表示，要加大机制创新和技术创新力度，加大分时电价应用范围，引导电动汽车有序充电，研究完善新能源汽车参与电力现货市场的机制途径，主动响应电网调节需求，参与电力调峰与辅助服务市场，鼓励行业机构和企业加快柔性充电、无线充电、自动充电等先进技术研究，开发具备车网互动功能的新能源汽车，支持电动汽车开展 V2G 应用示范，鼓励运营企业增大双向充电桩的投资建设力度。

- **工信部副部长辛国斌：**加快推动新能源汽车产业高质量发展：4月2日，工信部副部长辛国斌表示，工信部将与相关部门一道，加快推动新能源汽车产业高质量发展。强化支撑保障，推动国内重点矿产项目加快建设，加强国际矿产资源开发合作，引导上下游企业建立长期合作关系，保障资源稳定供应。此外，辛国斌还表示，推动充换电基础设施建设，更新智能网联汽车标准体系，发布汽车芯片标准体系建设指南，加快新能源汽车与相关领域融合发展的标准的制定。
- **加拿大联邦政府：**30%太阳能投资税减免：加拿大联邦政府近日通过一项为期六年的新投资税收抵免，即日起至2034年3月底，在加拿大新部署的太阳能、风能和储能项目，将享受加政府提供的税收抵免。该税收减免（ITC）分为两个阶段：在2033年12月底前退税率为30%，在2034年降至15%。
- **TCL 中环硅片报价：**N型硅片价格调涨：4月6日，TCL中环公示最新单晶硅片价格，P型150 μ m调价情况为：182硅片价格：上涨0.18元/片，报价6.4元/片，涨幅2.89%；210硅片价格：降价0.15元/片，报价8.05元/片，降幅1.83%。N型130 μ m调价情况为：182硅片价格每片上涨0.13元，报价6.52元/片，涨幅2.03%；210硅片价格每片降价0.15元，报价8.2元/片，降幅1.80%。N型110 μ m调价情况为：182硅片价格每片上涨0.12元，报价6.26元/片，涨幅1.95%；210硅片价格每片降价0.15元，报价7.87元/片，降幅1.87%。
- **价格追踪**
- **多晶硅价格：**根据InfoLink数据，本周多晶硅致密料均价为202元/kg，较上周下降2.9%。供给方面，二季度硅料产能扩张趋势维持，预计季度环比提升约12%-14%，季度末年化产能规模接近150万吨。需求方面，预计4月份拉晶环节的整体稼动水平有望接近90%，对于硅料采买的新增量逐渐收缩。在硅料环节供大于求的背景下，叠加买方的恐跌情绪，目前订单大多采取少量多频次签单或临时补单的业务合作方式。我们预计至今年7、8月份，硅料价格能降至150元/kg左右。
- **硅片价格：**根据InfoLink数据，本周150um的182mm单晶硅片均价6.45元/片，较上周持平。近两周硅料价格持续下行背景下，硅片价格涨价乏力，但单瓦盈利能力持续回升。预计4月单晶硅片单月产量或达46-47GW，环比提升约11%-13%。根据硅业分会数据，4月份N型硅片出货量占比约在15%-20%之间。在下游需求比较旺盛的背景下，预计硅片环节整体不会发生大规模库存堆积现象。
- **电池片价格：**根据InfoLink数据，本周M10电池片（转换效率23.0%+）均价为1.07元/W，较上周持平；210mm电池片（转换效率23.0%+）均价为1.13元/W，较上周增长2.7%。本周182电池价格不变，但210尺寸电池片价格上涨，再次印证了大尺寸电池片供应相对偏紧。此外，经过了2022年的市场教育，今年春节以来，TOPCon电池需求快速放量，但短期增量供给有限，始终保持一定溢价。预计全年TOPCon电池供给约120GW，率先布局产能的企业将显著受益。
- **组件价格：**根据InfoLink数据，本周182mm单面PERC组件均价1.715元/W，较上周增长0.3%；182mm双面PERC组件均价1.735元/W，较上周增长0.3%。TOPCon组件价格为1.83元/W，较上周持平。大尺寸电池片价格上涨带动了组件价格微涨。目前组件端开工率均在80%以上，部分一体化企业开工率

能达到 100%。组件排产饱满是下游需求旺盛的体现，预计 4 月排产小幅上调至 39-41GW 左右的水平，5-6 月呈现逐月上升的趋势。

➤ **投资建议**

➤ **本周硅料价格下降、硅片及 182 电池片价格持平、210 电池片及组件价格微涨。**当前光伏产业链基本面向好，市场对光伏板块的担忧主要是 2024 年需求增速下滑，但已在股价中充分体现。当前光伏产业链内公司的估值大多低至 15 倍以下，坚定看好辅材以及新技术方向，建议积极布局。重点推荐：爱旭股份、鼎际得、海优新材、福斯特、隆基绿能，积极关注：石英股份、通威股份、博菲电气、林洋能源、大全能源、美畅股份、东方日升、晶盛机电、天洋新材。

➤ **风险提示**

➤ 光伏新增装机量不及预期；产业链价格波动风险；海外地区政策风险

【行业评论】有色金属：行业周报（20230403-20230407）-电解铝成本中枢下移，锂价持续下探

杨立宏 yanglihong@sxzq.com

【投资要点】

➤ **板块市场表现**

➤ **板块涨跌幅：**有色金属板块报收 4917.19，周变化 1.06%，排名第 10，跑输上证综指-0.15pct。

➤ **子板块表现：**黄金领涨，稀土与铜随后。其中，子板块市场表现前三名：黄金（7.28%）、稀土（4.26%）、铜（3.78%）；子板块市场表现后三位：钴（-1.63%）、锡（-1.82%）、金属新材料（-2.02%）。

➤ **金属价格表现**

➤ **基本金属：**LME 铜报收 8756 美元/吨，周变动-2.24%；上期所阴极铜（活跃合约）报收 68520 元/吨，周变动-1.10%。LME 铝报收 2323 美元/吨，周变动-0.89%；上期所铝（活跃合约）报收 18580 元/吨，周变动-0.59%。

➤ **贵金属：**COMEX 黄金报收 2023.80 美元/盎司，周变动 2.79%；国内黄金期货价格（活跃合约）报收 443.94 元/克，周变动 1.41%。COMEX 白银报收 25.09 美元/盎司，周变动 7.75%；国内白银期货价格（活跃合约）报收 5454.00 元/千克，周变动 4.64%。

➤ **能源金属：**氢氧化锂价格 30.80 万元/吨，周变动-12.13%；工业级碳酸锂价格 18.50 万元/吨，周变动-28.85%；电池级碳酸锂价格 21.00 万元/吨，周变动-27.59%。钴酸锂价格 28.00 万元/吨，周变动-6.67%；电解钴价格 28.15 万元/吨，周变动-4.25%；硫酸钴价格 38.50 元/千克，周变动-4.35%；三氧化二钴价格 162.50 元/千克，周变动-3.56%。LME 镍收盘价 22500 美元/吨，周变动-5.40%；SHFE 镍收盘价 180430

元/吨，周变动-1.29%；电池级硫酸镍价格 36000 元/吨，周变动-2.70%。

➤ 小金属：镁锭价格 22350 元/吨，周变动 3.23%；钼价格 359 元/克，周变动 0.84%；钛铁价格 36100 元/吨，周内持平；金属硅价格 22850 元/吨，周变动-0.44%；镨钕氧化物价格 528000 元/吨，周变动-1.31%。

➤ 投资建议

➤ 铜：宏观方面，虽然欧美银行业危机没有进一步扩散，但美国疲软的经济数据还是引起了市场对经济衰退与金属需求的担忧，宏观压力仍旧在。供应方面，根据智利铜业委员会统计，智利 2 月铜总产量同比下降 3.4%至 38.10 万吨，环比下降了 12%，是 2017 年初以来的最低月度产量，其中智利国家铜业公司产量同比下降了 14.8%；其他铜矿山产量增减不一，例如必和必拓控制的 Escondida 矿产量增长 4%至 7.27 万吨；总的来看，供应方面变化不大。进出口方面，根据海关总署数据，2023 年 1-2 月精铜累计进口量 50.65 万吨，累计同比下降 8.6%；其中，1 月精铜进口 27.86 万吨，环比下降 19.8%，同比下降 2.63%；2 月精铜进口 22.79 万吨，环比下降 18.19%，同比下降 14.97%。需求方面，新能源汽车、光伏、家电需求均有所回暖，但恢复强度不及预期，国内需求复苏速度有所放缓，短期内铜价会有一定压力，建议关注紫金矿业、博威合金、海亮股份。

➤ 铝：供应方面，云南未到丰水期，之前减产的电解铝产能预计 5 月下旬复产。库存方面，沪铝库存与伦铝库存均处于历史地位，对铝价形成一定支撑。本周，电解铝单吨毛利润 1622 元，周环比增加了 24.38%，主要是由于氧化铝、预焙阳极价格下降以及电解铝价格微升；建议关注天山铝业、神火股份。需求方面，国内房地产需求减弱，传统门窗等建筑型材需求疲软；在制造业逐渐向高端化转型的过程中，高端精密型材、汽车轻量化挤压件、光伏型材等方向需求较为旺盛，建议关注万顺新材。

➤ 锂：价格快速下行已接近 20 万，部分外购矿企业已经开始亏损。根据 SMM2023Q1 数据，盐湖提锂电碳单吨成本为 4-5 万元，自有锂辉石原矿产碳酸锂单吨成本约 6 万元，自有锂云母产碳酸锂单吨成本约 6-8 万元，外采锂云母产碳酸锂单吨成本约 20-25 万元，外采锂辉石产碳酸锂单吨成本约 30-32 万元(包括有海外矿山股权的头部锂盐厂)。需求方面，由于价格持续下跌，下游厂商多处于观望阶段，采购意愿减弱，燃油车价格竞争激烈对新能源汽车需求也会产生扰动。根据中国汽车动力电池产业创新联盟数据，2 月动力电池产量为 41.45GWh，装车量为 21.94GWh。根据乘联会预估，Q1 新能源车厂商销量约 148 万辆，同比增长 25%。

➤ 风险提示

➤ 宏观压力影响持续风险；下游需求恢复不及预期风险；供给超预期释放风险；海外地缘政治风险。

【公司评论】惠丰钻石(839725.BJ)：惠丰钻石（839725.BJ）年报点评-下游新兴产业持续带动需求增长，产业链纵深布局拓展公司优势

盖斌赫 gaibinhe@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述:**
- 2022 年公司分别实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润 4.31/0.74/ 0.68 亿元，同比分别增长 96.71%/31.24%/41.88%，EPS 为 0.95 元/股，扣非前和扣非后加权平均净资产收益率分别为 19.74%/18.37%。
- **事件点评:**
- **下游新兴产业蓬勃发展带动公司营收高速增长，第三代半导体领域应用潜力巨大。**2022 年公司营收同比增长 96.71%，主要得益于下游清洁能源、陶瓷石材、油气开采等行业的蓬勃发展带动金刚石微粉及破碎整形料的需求高速增长；同时国内第三代半导体产业链布局正在日益完善，公司积极把握战略新兴产业发展的良好契机，拓展产品应用领域，成功进入第三代半导体领域市场，已成为公司收入的主要增长点之一。公司在保证产品质量稳定的前提下，加大生产投入，以满足下游市场旺盛需求，业务规模有望持续扩张。
- **产品结构变化及原材料价格提升导致整体毛利率有所下滑，但各产品毛利率基本稳定。**近三年公司收入结构变化明显，2022 年毛利率较低的低强度类产品营收占比显著提高，导致公司综合毛利率由 2021 年的 41.10% 下滑至 2022 年的 29.50%；其中 2020-2022 年金刚石微粉营收占比分别为 75.24%/69.11%/55.47%，毛利率分别为 42.88%/42.58%/ 40.39%；金刚石破碎整形料营收占比分别为 19.59%/23.97%/40.58%，毛利率分别为 28.79%/24.90%/11.02%。此外，原材料成本上涨亦对公司毛利率产生了一定程度的影响。
- **研发中心项目持续推进，提升公司竞争力，为公司创造新的收入增长点。**公司持续加大对原有产品的研发投入；同时进一步延伸产品链条，积极推进培育钻石的研发进展，持续探索金刚石在声、光、磁、电、热等领域的研究和技术储备，并积极探索其在新兴领域产业化应用的可能性。公司已于 2022 年 8 月成功研发出培育钻石产品，达到可售标准，目前已进行批量生产，后续公司将紧抓培育钻石行业的发展机遇，完善生产和销售团队，加快产品销售力度，为公司创造新的收入增长点。
- **投资建议:**随着下游新兴产业的快速发展，公司金刚石微粉业务有望持续增长，生产和研发投入持续加大，行业竞争力不断增强；同时，公司培育钻石已达到可售标准，延伸产业链条、丰富产品结构的同时，进一步提升公司盈利水平。此外，随着募投研发中心项目的持续推进，公司竞争优势将随产业链延伸进一步拓展。预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 1.21/1.60/2.07，对应公司 4 月 7 日收盘价 16.45 元，2023-2025 年 PE 分别为 13.6/10.3/7.9x，2023 年公司 PE 和可比公司平均 PE 分别为 13.60/21.56x（力量钻石 18.62x/中兵红箭 20.32x/国机精工 20.86x/四方达 22.66x/沃尔德 25.33x），相较可比公司存在一定折价，给予“增持-A”评级。
- **风险提示:**宏观经济波动；行业景气度不及预期；公司新业务拓展不及预期；研发进展不及预期；原

材料成本上涨等

【山证煤炭】平煤股份（601666.SH）公告点评：-业绩高增延续，优质主焦资产价值待显

刘贵军 liuguijun@sxzq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

➤ 公司发布 2022 年年度报告：报告期内公司实现营业收入 360.44 亿元，同比增长 21.37%；实现归母净利润 57.25 亿元，同比增长 95.9%；扣非后归母净利润 57.45 亿元，同比增长 96.79%；基本每股收益 2.47 元/股，加权平均净资产收益率 29.21%，同比增加 12.12 个百分点。四季报单季营业收入 78.46 亿元，同比增长-22.52%；归母净利润 9.97 亿元，同比增长-13.57%；扣非后归母净利润 9.79 亿元，同比增长-16.31%。公司同步发布 2022 年度利润分配预案：公司拟每十股派发人民币 8.7 元（含税），共计 20.14 亿元，展归母利润的 35.18%。

➤ 事件点评

➤ 受益于焦煤价格大张，经营业绩延续高增长。2022 年平顶山产主焦煤、1/3 焦煤车板价平均价格分别为 2812.65 元/吨和 2496.33 元/吨，同比分别增长 44.59%和 42.69%。公司煤炭采选业务结构占比超过 97%，其中主要是炼焦煤生产销售，业绩受焦煤价格影响明显。公司全年合计生产原煤 3030 万吨，同比增长 0.7%；销售商品煤 3092.3 万吨，同比增长 0.9%，吨煤综合售价 1118 元/吨，同比增长 22.1%。其中焦精煤产量 1187 万吨，同比基本持平，吨煤售价 2172 元/吨，同比增长 36%。

➤ 季节性影响，Q4 业绩增速回落。公司 Q4 营收及净利润同、环比均有所下滑。我们认为主要原因一是四季度疫情影响仍存，下游产品销售不佳；二是 2022 年下半年房地产行业处于低谷，金融风险集中暴露，导致焦煤需求不足；展望 2023 年，随着稳经济实施，地产有望企稳恢复，建材成交持续回暖，焦煤需求有望反弹，进口仍存不确定性，国内焦煤价格有望维持在较高位置，公司 2023 年业绩仍有保障。

➤ 资产注入获得承诺，公司资产规模增长空间较大。根据公司控股股东解决同业竞争承诺，未来焦化资产和煤炭资产在条件成熟后将注入上市公司。具体来看，夏店矿矿预计于 2023 年一季度完成联合试运转并正式投产，梁北二井预计于 2023 年 7 月 1 日进行联合试生产，汝丰科技焦化项目预计在 2023 年初投产，根据承诺，投产后注入工作或将开始启动。承诺期限明确，操作性较强，公司未来资产规模增长空间较大。另外，以 4 日收盘价 10.06 元/股计算，公司股息率为 8.65%，股息率具有吸引力。

➤ 投资建议

➤ 预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 2.61\2.72\2.74 元，对应公司 4 月 7 日收盘价 10.06 元，2023-2025

年 PE 分别为 3.9\3.7\3.7 倍，继续给予“增持-A”投资评级。

➤ 风险提示

- 宏观经济增速不及预期风险；煤炭价格超预期下行风险；安生产生风险；资产注入不及预期风险等；利润分配预案仍需通过股东大会审议等。

【公司评论】雍禾医疗(02279.HK)：雍禾医疗（2279.HK）2022 年报点评-疫情下不减新开店步伐，看好年内经营恢复、业绩提升

王冯 wangfeng@sxzq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

- 公司发布 2022 年财报，期内实现营收 14.13 亿元（-34.89%）、毛利 8.73 亿元（-44.78%）、毛利率 61.8%（-11.1pct），净亏损 0.86 亿元（-171.44%）、EPS-0.16 元。营收、业绩同比下滑主要系疫情影响各地院部均经历关店、线下手术量减少，同时公司 22 年拓店速度不减，全年新开雍禾/发之初/史云逊门店 15 家，经营相关开支增加所致；期内政府补助 781.7 万元（21 年同期 82.2 万元）。

➤ 事件点评

- 植发业务客流下滑超 30%，客单价表现稳定。植发收入 10.3 亿元（-34.17%）、收入占比 72.9%（+0.7pct）、毛利率 62.4%（-10.3pct），植发业务年内接待手术患者 3.93 万人次（-32.86%）、植发患者人均消费 2.63 万元（-1.51%）；年内公司细化植发业务价格体系，由原来三级普通/优质/雍享转变为四级业务主任/业务院长/雍享主任/雍享院长，突出医生价值为核心的服务理念。
- 医疗养固客单价略有增长，年内门店积极扩张。养固收入 3.63 亿元（-37.74%）、收入占比 25.7%（-1.1pct）、毛利率 61.8%（-12.1pct），目前公司在每个植发医疗机构中以“店中店”模式建立史云逊健发中心，年内接待患者 6.33 万人次（-39.91%），人均消费 5731 元（+3.62%），养固套餐复购率为 28.2%（-0.8pct）。其他收入 0.19 亿元（-4.92%）、毛利率 61.8%（-11.1pct）。
- 期内公司重点在二三线城市布局植发门店下沉拓展，植发、健发机构由 57 家增加至 72 家。期内新建 6 家雍禾植发院部、3 家发之初女性植发院部（杭州、北京、成都）、6 家史云逊院部（深圳、广州）。目前公司成熟院部 37 家（vs21 年 30 家）、发展期院部 17 家（vs21 年 18 家）、新建院部 9 家（vs21 年 6 家）。截至 22 年底，公司在国内 60 个城市拥有 63 家雍禾植发、发之初女性植发医疗机构。雍禾植发在二、三线城市拓店提速。年内一线城市共有 5 家门店（vs21 年 4 家）、新一线城市 19 家（vs21 年 18 家）、二线城市 27 家（vs21 年 24 家）、三线城市 11 家（vs21 年 7 家）、香港 1 家。共有 9 家史云逊健发机构，其中广州/深圳/上海/北京分别布局 4/2/2/1 家。

- 期内毛利率 61.76% (-11.09pct)、净利率 6.08% (+0.53pct)。毛利率下滑主要系疫情影响收入规模下滑，公司改革医生接诊制度、门诊医生人工成本增加，以及快速拓店新开机构增加导致摊销及折旧费用增加。整体费用率 76.19% (+13.2pct)，其中销售费用 7.67 亿元 (-28.51%) 系疫情期间公司控制营销成本、提高营销转化率；管理费用 2.58 亿元 (+4.03%) 系员工成本、及新开店成本增加；研发费用 0.18 亿元 (+30.59%)；财务费用 0.52 亿元 (+13.83%) 系公司主动向功能货币由美元转人民币。
- 公司 23Q1 收入基本与 21 年同期持平，线下到店就诊客流恢复情况较好。23 年植发机构将继续保持稳定新店开店速度，通过向低线城市下沉实现广度覆盖，预计 23 年底，公司植发医疗机构数量可达 85 家；继续加强史云逊产品设计和应用，在原有妆字号产品基础上推出效果更显著的械字号、特字号产品；同时公司致力于从植发医疗机构向毛发综合医院转型，上海综合毛发医院已开业运营，预计北京毛发综合医院将于 23 年中开业。目前国内植发行业渗透率持续处于较低水平，疫情影响部分中小机构相继出清，公司作为毛发行业龙头连锁机构，在品牌效应+服务品质+门店加密多重举措下有望率先布局市场。
- 投资建议
- 预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.2\0.36\0.55 元，对应公司 4 月 6 日收盘价 7.89 元，2023-2025 年 PE 分别为 34.4\19.2\12.5 倍，首次覆盖给予“买入-B”评级。
- 风险提示
- 行业竞争加剧风险；门店扩张不及预期风险；线下就诊客流恢复不及预期风险；医疗事故风险。

【山证医药】山河药辅（300452）2022 年报点评-进口替代加速，业绩增长强劲

魏贇 weiyun@sxzq.com

【投资要点】

- 事件描述
- 公司发布 2022 年年报，全年公司实现营业收入 70,453 万元，同比增长 14.24%，实现归母净利润 13,071 万元，同比增长 46.45%，实现扣非归母净利润 11,966 万元，同比增长 50.79%。研发费用率 4.89%，同比增加 0.54 个百分点。实现 EPS0.56 元，全年业绩增长强劲。
- 公司同时预告 2023 年一季度业绩，预计归母净利润为 4741 万元~5141 万元，同比增长 40.11%~51.93%；扣非归母净利润 4372 万元~4772 万元，同比增长 46.01%~59.37%。一季度延续强劲增长态势。
- 事件点评
- 单季度利润增速加快，净利率提升 4.71 个百分点。分季度业绩看，前 1~4 季度公司收入分别为 19140.4 万元 (+11.0%)、16857.1 万元 (+26.7%)、16521.5 万元(+17.4%)、17933.50 万元 (+5.20%)，归母净利润分别为 3383.9 万元(+8.8%)、3232.0 万元(+45.9%)、2846.9 万元(+47.7%)、3608.11 万元(+115.90%)。

单季度利润增速加快，其中第四季度利润增速高，与抗疫药物相关辅料出货大幅增加、去年同期计提资产减值损失导致低基数、今年政府补助及资产相关的递延收益摊销产生的其他收益增加有关。2022年，公司销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为3.3%、4.03%、4.89%，比上年同期分别-0.15pp、-1.02pp和+0.54pp。销售毛利率29.77%，比上年同期增加0.88pp，销售净利率18.58%，同比增加4.71个百分点。控股子公司曲阜天利2022年业绩扭亏，净利润47.09万元。

- **注射级辅料产生突破，新产能二季度试生产。**2022年公司新增龙胆酸（供注射用）、微晶纤维素丸芯、乳糖粉状纤维素共处理物3个新产品的CDE登记，其中龙胆酸（供注射用）为公司第一款注射级辅料产品，实现了注射级辅料领域新突破。目前公司已有39种产品获得登记号，其中23个产品已激活（A）；共有14个产品获得美国DMF归档号，新增二氧化硅和羟丙甲纤维素邻苯二甲酸酯获得欧盟EXCIPACT认证，使欧盟EXCIPACT认证品种达到10个。位于淮南的“新型药用辅料生产基地一期项目”建设持续推进，建成后将增加9000吨高端辅料产能供应，预计2023年二季度投入试生产。“合肥研发中心及生产基地项目”已取得合肥市高新区政府备案，等待土地指标的下发。
- **进口替代加速，国内头部制剂客户订单增长，海外销售快速增长。**国内药辅需求保持高速增长，在带量采购和保持供应链稳定的背景下，国产产品质量的提升及成本的优势，使国内药辅领域进口替代趋势明显。2021年公司实现进口品种替代的客户25家，进口替代的销售额占销售额增长的20%以上。22年上半年进口替代销售额超过1500万，占上半年销售增加额的1/3左右，全年该比例提升至40%左右。国内头部制剂客户订单增长，大客户订单循环快，对高品质辅料的需求量大，有助于提升高品质辅料的销售占比，改善公司产品销售结构，去年全年大客户销售占国内销售额的比例接近2/3。此外，随着海运逐渐畅通，欧洲客户订单增加，海外全年实现销售9464.48万元，同比增长48.96%，毛利率26.27%，提升6.43个百分点。
- **公司产品销售结构变化明显，高品质MCC销售紧俏。**2022年纤维素系列销售额3.29亿元，同比提升15.30%，销售占比46.65%，同比增加0.43个百分点，毛利率35.03%，同比略有下降。其中，喷雾法制备的高品质型号的MCC具备更好的粉体学特性，目前供不应求，公司是国产唯一供应商。明年随着新产能建成投产，纤维素系列品种的供货周期有望缩短。
- **投资建议**
- **预计公司2023-2025年EPS分别为0.67、0.81、0.98元，对应PE分别为27.0、22.2、18.5倍。**我们看好公司未来一段时间的发展，维持“买入-B”评级。
- **风险提示**
- 风险因素包括但不限于：安全生产的风险，新产能利用情况不及预期的风险，产品质量的风险，汇率波动的风险，原材料价格上涨，曲阜天利整合不及预期的风险等。

【公司评论】朗姿股份(002612.SZ)：朗姿股份(002612.SZ)2022年报点评-22年疫情影响下盈利水平下降，

23Q1 净利润大幅回升

王冯 wangfeng@sxzq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

- 公司发布 22 年年报：报告期内，公司实现营收 38.78 亿元/+1.19%；归母净利润 0.16 亿元/-90.73%；扣非净利润 0.01 亿元/-99.40%；基本每股收益为 0.04 元。
- 公司发布 23Q1 业绩预告，预计归母净利润 3500-5250 万元，去年同期为 9.25 万元；扣非后净利润 3400-5100 万元，去年同期为 74.92 万元。

➤ 事件点评

- **女装：**线上销售大幅增长，线下受疫情影响收入下降。2022 年，女装业务板块实现营业收入 15.35 亿元/-9.26%；毛利率 62.94%/+1.86pcts。分品牌看，朗姿/莱茵/莫佐/子苞米分别实现收入 10.93/2.98/1.02/0.35 亿元，占营收比重分别为 71%/19%/7%/2%；同比分别 -11.07%/-2.61%/+6.82%/-19.83%；分渠道看，女装业务线下/自营/经销分别实现收入 5.09/8.68/1.58 亿元，占营收比重分别为 33%/57%/10%；同比分别+52.08%/-22.30%/-34.08%。报告期末，女装业务共有 612 家店铺，其中自营 399 家，经销 178 家，线上店铺 35 家（线上自营），总店铺数比上年末下降 26 家。报告期内，公司女装直营门店平均面积 162 平米，店效 289.83 万元/年。
- **医美：**内生+外延推动医美业务持续增长。公司目前有“米兰柏羽”、“晶肤医美”、“高一生”和“昆明韩辰”四大品牌，22 年医美业务收入 14.06 亿元/+9.25%，毛利率 49.54%/-2.05pcts。其中，米兰柏羽/晶肤/高一生/昆明韩辰分别实现收入 7.82/2.94/1.34/1.95 亿元，占比分别为 56%/21%/10%/14%；同比分别+11.30%/+14.71%/-16.48%/+17.05%；截至 22 年末，公司拥有 30 家医美机构，其中综合性医院 6 家、诊所 24 家。22 年公司老机构(运营 3 年以上)销售净利润由 21 年的 13.18%下降至 4.99%，整体医美业务净利润率由 21 年 1.45%下降至 0.15%。
- **婴童业务：**韩国市场恢复、提升国内市占率。22 年公司婴童业务板块实现营收 8.78 亿元/+7.55%，毛利率 60.52%/+4.85pcts。分品牌看，Agabang/Ettoi 分别实现收入 4.83/3.03 亿元，占比分别为 55%/34%，同比增长+18.84%/+6.6%；报告期内，婴童业务减少店铺 12 家至 535 家，其中线上 34 家、经销 155 家、自营 346 家。公司韩国婴童业务中，调整货品结构及折扣，优化低效店铺，提升运营效率，进一步提升市场占有率；国内婴童业务方面，公司将主推品牌从“阿卡邦”调整为“ETTOI”，充分发挥国内设计师的优势、减少韩国跨境采购、提高自做货比例，实现中韩两国订货会同步，稳步推进国内营销网络布局战略。报告期内，已设立的国内婴童业务品牌自营店铺 40 家（含线上 7 家）。
- **期间费用率上升、经营性净现金流下降。**公司销售/管理/财务费用同比增长 6.11%/11.30%/41.47%至 16.45/3.31/0.91 亿元；销售/管理/财务费用率为 42.41%/11.53%/2.33%；由于职工薪酬、广告宣传费等上

升推升销售费用；管理费用上升主要是职工薪酬上升所致；本期短期借款增加，利息费用增加提升财务费用；各项费用率增速快于营收增长，期间费用率上升 3.89pcts 至 56.28%。公司经营性净现金流同比下降 53.7%，主要是女装业务销售现金流入及收到经营活动有关的现金较去年同期下降所致。女装存货周转天数 455 天主要受需求萎缩影响，库存上升、童装存货周转 266 天，主要是市场回暖，备货上升。

- **主业恢复、持股公司公允价值增加带动 23Q1 净利润大幅回升。**公司预计 23Q1 归母净利润 3500-5250 万元；扣非后净利润 3400-5100 万元。净利润大幅改善主要原因是：1、居民时尚消费倾向较 2022 年度有所修复，公司女装业务板块和医疗美容机构的业绩均实现快速复苏；2、北京朗姿韩亚资产管理有限公司（公司持有 29.23%的股权）2023 年第一季度利润增幅较大，主要系前期投资项目实现 IPO，其公允价值增幅较大所致。
- **投资建议**
- **公司稳步打造出时尚女装、安全医美、绿色婴童等业务板块的“线上线下流量互通、多维时尚资源共享、全球多地产业联动”的泛时尚产业互联生态圈。**我们预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.40/0.56/0.72 元，对应公司 4 月 6 日收盘价的 27.24 元，其对应 PE 分别为 69/48/38，给予“增持-A”评级。
- **风险提示**
- 服装消费不及预期，医美政策变化对终端消费的影响、医疗事故和医疗人员流失的风险。

【山证新股】巴比食品（605338.SH）：团餐业务维持高增态势，全国化拓展稳步进行

叶中正 yezhongzheng@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- 公司发布 2022 年年报，2022 全年公司实现营业收入 15.25 亿元，同比增长 10.88%；实现归母净利润 2.22 亿元，同比减少 29.19%；实现扣非归母净利润 1.85 亿元，同比增长 21.31%；基本每股收益为 0.90 元，同比减少 29.13%。
- **事件点评**
- **2022 年公司营业收入实现稳步增长，主要原因是“团餐+门店”双轮驱动战略进展顺利。**①在门店业务方面，公司完成华中区域市场业务的整合及推进，巴比品牌门店拓展数量达到 930 家，门店存量突破 4000 家，华东以外区域门店数量占比由 2020 年末的 11% 上升至 24%；同时，公司持续丰富产品矩阵，拓展中晚餐消费场景，赋能加盟商线上外卖运营能力，目前华东地区约七成门店已开通外卖统管业务，显著提升门店销售额。②在团餐大客户业务方面，公司持续推进渠道深耕、产品优化等工作，团餐业务保持高增，实现连续两年收入超 50% 的高增长。分区域来看，华北团餐业务 2022 年同比增速

高达 97%，华南、华中地区在建产能投放后将进一步拉升当地团餐业务规模。

- **2022 年公司归母净利润明显回落但扣非归母净利润显著增长，主要系东鹏饮料公允价值变动收益减少所致。**2022 年主要原材料猪肉价格同比回落，进一步增加了公司的盈利能力，使得归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润增长速度快于公司营业收入增速。但公司通过天津君正投资管理合伙企业（有限合伙）间接持有东鹏饮料（集团）股份有限公司股份在报告期内产生的公允价值变动收益相比 2021 年减少 1.61 亿元，致使公司归母净利润明显减少。
- **公司加快产品推陈出新，品牌矩阵逐步完善。**公司在各区域市场设立专属研发部门，2022 年公司开发产品 40 余款，其中 19 款产品上市试销，产品出新率持续保持较高水平；通过设备升级及工艺革新，公司已完成 16 款产品的迭代优化。2022 年公司加大品牌运营费用投入和资源整合，组建 20 余人的专业品牌推广团队，搭建巴比品牌线上媒体营销矩阵，提升了公司的品牌曝光度、美誉度。
- **公司产能建设项目顺利推进，公司业务全国化拓展稳步进行。**2022 年公司南京智能制造中心一期项目正式启用，辐射覆盖华东部分门店业务及江苏、安徽、湖北等地团餐业务，产能处于逐渐爬坡阶段；2022 年 10 月，公司在东莞投资设立全资子公司并投资建设东莞工厂，进行产能布局以提升华南地区产品交付能力，东莞工厂预计 2023 年第三季度投放产能；2022 年 10 月，公司武汉智能制造中心项目（一期）正式启动，预计 2024 年末投放产能；2022 年 12 月，公司上海智能制造及功能性面食国际研发中心项目正式启动，预计 2025 年投放产能。
- **投资建议**
- 预计公司 2023-2025 年分别实现营收 20.36、24.90、30.23 亿元，同比增长 33.5%、22.3%、21.4%；分别实现净利润 2.65、3.16、3.77 亿元，同比增长 19.0%、19.4%、19.4%；对应 EPS 分别为 1.06、1.26、1.51 元，以 4 月 7 日收盘价 30.63 元计算，对应 PE 分别为 28.9X、24.2X、20.3X，维持“增持-A”评级。
- **风险提示**
- 猪肉、面粉等原材料价格波动风险；速冻食品行业市场竞争加剧的风险；加盟商管理不当影响公司经营效益和品牌形象的风险；销售区域较为集中的风险；募投项目收益不及预期的风险；食品安全相关风险。

【山证新股】思林杰（688115.SH）：新品上市表现优异，但原材料涨价及投入加大致使利润承压

叶中正 yezhongzheng@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- 公司发布 2022 年年报，2022 全年公司实现营业收入 2.42 亿元，同比增长 9.01%；实现归母净利润 5403.22

万元，同比减少 18.18%；实现扣非归母净利润 4420.06 万元，同比减少 30.73%；基本每股收益为 0.86 元，同比减少 36.76%。

➤ 事件点评

➤ 2022 年公司营业收入实现稳步增长，主要原因是模组检测环节拓展顺利。2022 年上半年，随着公司对工业自动化检测产线的场景和需求的理解逐步加深，公司嵌入式智能仪器模块检测方案从原主要应用在 PCBA 功能检测环节拓展到模组检测环节，新产品锂电池保护板测试仪在模组检测环节实现规模销售，带来营业收入增长。进入第四季度后，新冠疫情反复，全球经济衰退，消费电子市场需求疲软，下游客户对检测设备采购计划延后，公司产品销售及新领域拓展均不及预期。但从全年情况来看，公司营收仍保持稳步增长。

➤ 2022 年公司净利润明显回落，主要系电子材料缺货及价格上涨叠加投入增加所致。一方面，面对电子材料缺货及价格上涨、新冠疫情反复等挑战，为保障订单如期交付，公司从现货市场采购较多的电子原材料，并为生产工人提供疫情及加班补贴，产品毛利率有所下降。另一方面，为了持续提高公司产品技术水平和竞争力，公司仍保持加大研发技术投入和市场拓展，培育新业务，引入高级研发人才、补充销售团队，因此在研发和市场营销方面投入有较大的增长。

➤ 公司高度重视研发投入与管理，新品锂电池保护板测试仪性能较为优越。为持续提高产品技术水平和核心竞争力，巩固公司在行业内的领先地位，公司仍保持加大研发技术投入和市场拓展，培育新业务，引入高级研发人才。公司新推出的用于模组检测的锂电池保护板测试仪，是一款高精度测量仪器，主要用于锂电池保护板基本特性和保护特性测试，具备高精度、高可靠性、高集成度、体积小巧的特性。该产品基于公司原有产品和核心技术，在精度、指标性能、可靠性等方面有了较大的升级。

➤ 投资建议

➤ 预计公司 2023-2025 年分别实现营收 2.86、3.72、4.57 亿元，同比增长 17.8%、30.4%、22.7%；分别实现净利润 0.60、0.75、0.91 亿元，同比增长 10.2%、26.2%、20.4%；对应 EPS 分别为 0.89、1.13、1.36 元，以 4 月 7 日收盘价 41.06 元计算，对应 PE 分别为 46.0X、36.4X、30.2X，维持“买入-B”评级。

➤ 风险提示

➤ 对苹果产业链依赖度较高的风险；在收入规模、技术等方面与国外模块化检测方案提供商存在较大差距的风险；模块化检测仪器与传统仪器仪表存在差异化竞争的风险；芯片供应短缺风险。

【公司评论】鼎际得(603255.SH)：20230407 鼎际得激励计划点评-期权及股权激励充分，2025 年业绩有望大幅超预期

肖索 xiaosuo@sxzq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

- 2023 年 4 月 6 日，公司公告期权和股权激励计划，合计拟向激励对象授予权益总计 179.50 万股，占公告时公司总股本的 1.34%；其中，首次授予 149.50 万股，占总股本的 1.12%。

➤ 事件点评

- 期权激励占公告时总股本的 0.33%，行权价 63.36 元/股；限制性股票激励占比 1.02%：股票期权激励部分，拟授予 44.00 万份股票期权，占公告时公司总股本的 0.33%，一次授予，无预留权益，行权价格为 63.36 元/股。限制性股票激励部分，拟授予 135.50 万份限制性股票，占公告时公司总股本的 1.02%；其中首次授予 105.50 万份，占公告时公司总股本的 0.79%，授予价格为 31.68 元/股。
- 激励对象中高级管理人员及核心技术人员具有大型石化公司任职经历：激励计划共计覆盖 49 人，包括：（1）公司高级管理人员；（2）公司中层管理人员、业务骨干人员及核心技术人员。此次计划覆盖的高级管理人员人别为吴春叶、祝平、李金阁和计良连；其中，李金阁曾担任卫星化学股份有限公司总裁办副主任，祝平曾任中国石化催化剂有限公司工程技术研究院科研管理部主任。核心技术人员包含林庆富先生，其曾任浙江石化副总裁兼乙烯化工事业部总经理/教授级高工、荣盛控股集团副总裁，参与过浙江省科学技术厅 2023 年度尖兵计划、高碳 α -烯烃及乙烯-高碳 α -烯烃共聚物研究。
- 业绩目标明确，2025 年 POE 项目考核利润超 7 亿元：股票期权的行权条件为，2023-2025 年，公司主营业务收入/归母净利润增速均不低于 10%。限制性股票接触限售的业绩考核要求为，以 2022 年主营业务收入为基数，公司 2024/2025 年主营业务收入/归母净利润增长率均不低于 21.0%/33.1%；此外，子公司石化科技 2024 年 POE 项目按设计施工方案，经建设、设计、监理、施工等单位确认完成中期交付，2025 年 POE 项目投产，产品投入市场且净利润超 7 亿元（不含 7 亿元）。
- 激励计划有利于绑定人才及实现经营目标：（1）充分调动公司员工的积极性，有效的结合公司股东利益、公司利益与管理层、员工利益；（2）充分调动激励对象的主动性和创造性，稳定和吸引优秀人才；（3）提升公司凝聚力和竞争力，确保公司未来发展战略和经营目标的实现。
- 投资建议
- 由于公司 POE 投产进度超预期，我们上调对公司的盈利预测，预计公司 2023 年-2025 年归母公司净利润 1.59/2.37/9.48 亿元，同比增速为 44.2%/49.1%/300.3%，对应 EPS 为 1.19/1.77/7.10 元，PE 为 53.8/36.1/9.0 倍，维持“买入-B”评级。
- 风险提示
- POE 新产品投产不及预期风险；产品价格波动风险；原材料价格大幅上行的风险；行业竞争加剧。

【公司评论】361 度(01361.HK)：361 度公司快报-疫情影响下实现收入快速增长，成本上升毛利率略有下降

王冯 wangfeng@sxzq.com

【投资要点】**➤ 事件描述**

- 公司披露 2022 年年报：报告期内，公司实现收入 69.6 亿元/+17.3%；实现归母净利润 7.5 亿元/+24.2%，扣非后归母净利润为 5.5 亿元/29.5%；EPS 为 0.36 元。

➤ 事件点评

- 疫情影响下保持较高增长，门店持续拓展，第九代形象店占比近一半。22 年公司实现收入 69.6 亿元/+17.3%。分业务看，361 主品牌/童装/其它产品占比分别为 77.5%/20.7%/1.8%，同比分别 +13.7%/+30.3%/+54.8%。

➤ 从渠道看：

- 361 品牌门店持续拓展，22 年末中国内地网点数净增加 210 间至 5480 间；其中 76.3% 的门店位于三线及三线以下城市，23.7% 的门店位于一线和二线城市，公司鼓励经销商在商场及百货店中开设新门店，拓展门店面积，升级门店形象，优化渠道结构。361 主品牌第九代门店数量已增加至 2664 家，占比由 21 年末的 20.4% 提升至 22 年的 48.6%，第九代形象店结合轻量简洁的装潢和丰富道具，在提升门店形象的同时降低装修成本、提升店铺效益。

- 361 童装全年店铺净增 392 至 2288 家，其中第四代形象店占比 72%，达 1642 家。

- 国际销售网点数 1192 家。

- 22 年公司电商业务实现收入 16.85 亿元，收入占比 24.2%，同比增长 37.3%。

➤ 量价拆分看：

- 361 成人装鞋/服装量增长 6.2%/5.7%，价格上升 6.1%/7.9%，价格提升主要是批发价格上调+弥补生产成本增加、通过推出批发价较高的新产品升级产品组合、电商业务销售收入占比提升。儿童业务销量同比增长 21.1%，价格提升 7.5%。

- 价格提升不能完全覆盖疫情所致的生产成本上升，毛利率下降，营销活动提升费用率。22 年公司毛利率同比下降 1.2pct 至 40.5%，其中成人装鞋类毛利率下降 1.9pct 至 41.2%，主要是泉州生产厂房受疫情严重影响导致更多订单转至 OEMs，生产成本增加；服装产品毛利率提升 0.2pct 至 41.6%，主要是销售组合变动及及电商销售占比增长所致。配饰毛利率下降 2.4pct 至 36.0%；361 儿童毛利率下降 0.3pct 至 40.9%，主要原因在于产品组合变化及生产成本增加所致。

- 22 年公司销售及分销成本同比增长 25.7%至 14.33 亿，主要是加强营销推广提升品牌知名度，电商平台物流费用上升、服务费增加、订货会开支增加、销售活动增加；其中，广告及宣传开支同比增长 31.0%

至 7.92 亿元，占集团收益的 11.4%，较去年同期上升 1.2pct。

- 22 年公司行政管理费用控制良好，同比减少 3.0%至 5.41 亿元，占集团收入比为 7.8%，主要是加强精细化管理，控制费用。
- 存货周转天数小幅上升。22 年公司存货平均周转天数为 91 天，较 2021 年底的 87 天上升 4 天，存货中 89.9%为成品，主要是 2022 年冬季以及 23 春季产品，无确认滞销存货，预计存货来年将会进一步改善。
- 投资建议
- 公司受益于运动行业的快速增长以及国产品牌渗透率提升，坚持“专业运动”+“运动潮流”双驱动，助推跑步、篮球、综训和运动生活等核心产品品类发展。我们预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.44\0.51\0.59，对应公司 4 月 5 日收盘价 PE 分别为 8\7\6 倍，维持“增持-A”评级。
- 风险提示
- 线下客流量恢复不及预期、公司终端销售不及预期、原材料大幅上涨不能及时转嫁的风险、库存上升风险等。

值周研究员：

李召麒 执业登记编码：S0760521050001 电话：010-83496307 邮箱：lizhaoqi@sxzq.com
平海庆 执业登记编码：S0760511010003 电话：010-83496341 邮箱：pinghaiqing@sxzq.com

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 6 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336

