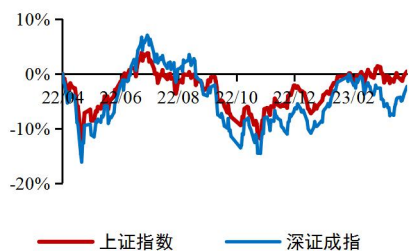


信义山证 汇通天下

研究早观点

2023 年 4 月 4 日 星期二

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	3,296.40	0.72
深证成指	11,889.42	1.39
沪深 300	4,090.57	0.98
中小板指	7,888.13	1.49
创业板指	2,440.21	1.70
科创 50	1,126.49	4.16

主要海外市场指数

指数	收盘	涨跌幅%
道琼斯	33,601.15	0.98
纳斯达克综合	12,189.45	-0.27
标普 500	4,124.51	0.37
巴黎 CAC40	7,345.96	0.32
德国法兰克福	15,580.92	-0.31
DAX		
日经 225	28,188.15	0.52
恒生指数	20,409.18	0.04

资料来源：最闻

【今日要点】

【山证新股】新股周报（0403-0407）：3 月双创首发 PE 及首日涨跌幅较 2 月下降，云天励飞待上市

【宏观策略】热点周报-外资引进加速，全球股市回暖

【山证宏观策略】外资周报-外资维持净流入，汽车医药生物电子获买入
---2023 年第 11 期

【山证宏观】2023 年 3 月 PMI 点评兼论利率影响：经济持续恢复，收益率短期难改震荡

【山证宏观策略】-2023 年 4 月策略观点&金股组合

【山证化工】OPEC+减产点评：减产有望提振油价，或将维持中高位区间震荡

【行业评论】纺织服装：纺服家居行业周报-Lululemon 库存增速显著放缓，红星美凯龙 315 春装季迎开门红

【行业评论】化学原料：新材料周报-化工与新材料小幅调整，可降解塑料有望受益于进口玉米供给增长

【山证非银】行业周报（20230403）-业绩披露季分化加速，板块迎来布局时机

【山证农业】农业行业周报-建议关注生猪养殖股的底部布局机会

【山证煤炭】行业周报：-年报陆续披露，继续关注高分红个股（20230327-20230402）

【行业评论】电力设备及新能源：2030 年欧盟可再生能源消费目标提至 42.5%，210 电池片价格坚挺

【公司评论】中国中免(601888.SH)：中国中免（601888.SH）2022 年报点评-线上有税业务占比提高挤压毛利率，静候机场口岸业务复苏

【山证非银】恒生电子 2022 年年报点评-金融 IT 核心供应商，成本优化释放利润

【衍生品研究】2023 年 4 月转债金券组合

【山证非银】中金公司 2022 年年报点评-权益市场波动影响业绩，财富/投行优势稳固

【公司评论】中船科技(600072.SH)：中船科技年报点评-业绩超预期，申请恢复并购审核

【公司评论】华熙生物(688363.SH)：华熙生物（688363.SH）2022 年报点评-年内营收净利双增 20%+，大单品效应显著、在研项目丰富

【山证化工】盐湖股份（000792.SZ）年报点评：Q4 业绩高增 356%，盈利水平大幅提高

【山证非银】东方证券 2022 年年报点评-经纪/资管贡献提升，基金投顾展业迅速

【公司评论】贝泰妮(300957.SZ)：贝泰妮（300957.SZ）2022 年报点评-Q4 收入增速有所放缓，股权激励彰显未来信心

【山证非银】华泰证券 2022 年年报点评-业绩表现优于行业，国际业务布局深化

【山证非银】中信证券 2022 年年报点评-投行稳居龙头，各项业务保持韧性

【山证非银】瑞达期货 2022 年年报点评-风险管理表现亮眼，财富供给稳步布局

【公司评论】贵州茅台(600519.SH)：贵州茅台 22 年年报点评-22 年超额完成全年目标，23 年高质量增长可期

【公司评论】首旅酒店(600258.SH)：首旅酒店（600258.SH）2022 年报点评-疫情不减拓店步伐，看好年内出行市场需求释放提振业绩

【山证医药】新天药业（002873）2022 年年报点评-品牌计划推及全国，新品跟进储备未来动力

【山证金融&衍生品】新华保险年报点评-资产负债承压，内含价值下降

【行业评论】零售板块大跌点评



【宏观策略】大盘高开高走，成交量创新高

【今日要点】

【山证新股】新股周报（0403-0407）：3月双创首发PE及首日涨跌幅较2月下降，云天励飞待上市

叶中正 yezhongzheng@sxzq.com

【投资要点】

- 近端新股的观察与思考：3月双创首发PE及首日涨跌幅较2月下降
- 截至周五(2023/03/31)，科创板3月份首发PE（摊薄）71.56倍(之前一周71.56倍)，较2月份(75.08倍)下降；科创板3月份新股首日涨幅65.34%(之前一周69.23%)，较2月份(106.09%)下降；科创板3月份新股首日开板估值（TTM-PE，月度中位数）136.89倍(之前一周109.19倍)，较2月份(80.46倍)上升。创业板3月份首发PE（摊薄）43.72倍(之前一周43.72倍)，较2月份(68.62倍)下降；创业板3月份新股首日涨幅16.35%(之前一周16.72%)，较2月份(55.48%)下降；创业板3月份新股首日开板估值（TTM-PE，月度中位数）52.17倍(之前一周57.66倍)，较2月份(51.29倍)上升。
- 3月份科创板和创业新股首发PE和首日涨跌幅较2月份均有不同程度的下降，但科创板的首发PE和首日涨跌幅仍处于较高位置，创业板的首日涨跌幅已是创业板近6个月以来的次低点（1月份最低点为11.27%），但1月份创业板仅上市一只新股鑫磊股份，数据样本量较少会影响结果公允性。新股市场的机会需要持续关注后续的数据。
- 新股表现回顾：打新收益环比增加6.58万元，新股活跃度环比上升
- 以3亿元规模A类投资者为例，上周打新收益环比增加6.58万元。周内新股市场活跃度下降，近6个月已开板新股周内共有41只股票录得正涨幅(占比32.28%，前值50.00%)，其中挖金客、一彬科技、多利科技、佰维存储、亚光股份等周涨幅超过10%。
- 投资建议：
- 近端已上市重点新股：
 - 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：云天励飞（人工智能、AI方案）、南芯科技（充电管理芯片及充电协议芯片）、

华曙高科（工业级增材制造设备龙头）。

- 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

【宏观策略】热点周报-外资引进加速，全球股市回暖

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 1.94% 领涨，上证指数上涨 0.22%。风格来看，除稳定和金融下跌 1.14% 与 0.96% 外，其余风格均上涨，消费以 2.00% 领涨。综合看全球的情况，外盘普遍回升，德国 DAX 指数上涨 4.49%。商品端普遍回升，原油上涨 9.30 %。行业来看，热点持续性较强，石油石化 (+3.32%)、农林牧渔 (+2.37%) 和传媒 (+2.35%) 排名靠前，综合 (-3.02%) 和建筑 (-3.11%) 领跌。
- 热点跟踪：
 - 金融政策：3 月 31 日，证监会就新修订的《证券公司监督管理条例》（以下简称《条例》）向社会公开征求意见。《条例》强化公司治理和穿透监管，明确合规审慎、归位尽责的监管导向，引导证券公司加强公司治理和内部管理，回归行业本源，提升专业能力，补齐功能短板，走规范化、专业化、集约化、差异化的高质量发展道路，为全面实行注册制提供更有有力保障，更好提升服务实体经济功能，助力建设中国特色现代资本市场。
 - 行业热点：3 月 26 日，沙特阿美宣布在华设立合资公司，开工建设大型炼油化工联合装置。此次沙特阿美联手北方工业集团、盘锦鑫诚实业集团，计划在中国东北地区建设一座大型炼油化工一体化联合装置，该项目总投资 837 亿元。3 月 27 日，沙特阿美宣布签署最终协议，拟以 246 亿元的价格收购中国民营炼化龙头荣盛石化（002493）10% 的股权。
 - 3 月 23 日，由国家 6G 技术研发推进工作组和总体专家组指导，紫金山实验室、未来移动通信论坛主办的 2023 全球 6G 技术大会在南京开幕。据科技日报，科学技术部副部长张广军在开幕式致辞中指出，中国高度重视 6G 发展，《“十四五”规划纲要》和《“十四五”数字经济发展规划》明确提出要前瞻布局 6G 网络技术的储备，要求加大 6G 技术研发支持力度，积极参与推动 6G 国际标准化工作。
 - 在 3 月 29 日于北京举行的中国-巴西商业研讨会上，淡水河谷宣布与中方合作伙伴签署七项合作文件，以加强战略议程，巩固对华关系。巴西已与中国达成协议，不再使用美元作为中间货币，而是以本币

进行贸易。这项协议让中国与巴西可以直接进行大规模的贸易和金融交易，用人民币兑换雷亚尔，反之亦然，而不是通过美元。

- **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股震荡反弹。**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，A股短期震荡企稳，中长期维持走强的预期。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。中国外交与吸引外资投入打开局面。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，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，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。短期风险事件影响逐渐走弱，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。

【山证宏观策略】外资周报-外资维持净流入，汽车医药生物电子获买入---2023年第11期

张治 zhangzhi@sxzq.com

【投资要点】

- **本周北上资金净流入104.65亿元，连续3周加仓A股。**本周，1-2月工业企业利润数据指向国内经济复苏趋势仍需巩固，3月PMI数据则显示出供需两端修复延续。回顾3月份的市场表现，海外因素对外资配置情绪扰动较大。当前，随着外围金融风险企稳、美联储加息靴子落地，市场已逐步进入交易国内经济现实的阶段。近期北上资金持续大幅流入，显示出外资对我国经济保持较强信心。进入4月份，外资配置A股动能有待经济数据的进一步支持。
- **本周获得北向资金净买入的前五行业分别为汽车、医药生物、电子、食品饮料、传媒，净买入金额分别为31.43亿元、27.7亿元、27.2亿元、20.55亿元、18.29亿元。**获得北向资金净卖出的前五行业分别为家用电器、非银金融、银行、建筑材料、商贸零售，净卖出金额分别为22.23亿元、17.84亿元、14.33

亿元、8.54 亿元、4.2 亿元。

- 以近 30 日外资净流入天数作为衡量近期外资配置“热点”行业的标准，整体来看板块热度分化仍在持续。食品饮料连续 12 天获净买入，建筑材料、家用电器连续 6 天获净卖出。本周商贸零售、医药生物和有色金属分别有 69%、63%和 61%的个股获得外资净买入，房地产和非银金融仅有 24%和 23%的个股获买入。近三个月北向资金净买入的行业平均涨跌幅为 7.25%，净卖出的行业为 1.58%，行业配置能力较优。
- 风险提示：数据或存在误差。

【山证宏观】2023 年 3 月 PMI 点评兼论利率影响：经济持续恢复，收益率短期难改震荡

郭瑞 0351-8686977 guorui@sxzq.com

【投资要点】

- 核心观点：
- 制造业景气度高位边际回调，非制造业商务活动 PMI 继续走高。3 月制造业 PMI 为 51.9%(前值 52.6%)，尽管有所回落，但景气水平仍为近两年次高点。商务活动 PMI 继续回升至 58.2% (前值 56.3%)，其中服务业回升至 56.9% (前值 55.6%)，建筑业回升至 65.6% (前值 60.2%)。三大领域 PMI 连续三个月位于扩张区间，显示国内经济仍在企稳回升。
- 产需两端继续扩张，制造业生产快于需求。从 PMI 分项看，制造业生产、在手订单边际均有所回落，生产和在手订单之差回落到 5.7% (前值 7.4%)，但 12 个月均值仍处高位，显示生产年初以来持续快于需求。非商务活动中，服务业新订单指数再创新高 (56.9%)，建筑业新订单指数则回落到 50.2% (前值 62.1%)。不过建筑业业务活动预期指数为 63.7%，连续 4 个月位于高位景气区间，建筑业企业对近期市场发展前景比较乐观。新出口订单指数边际回落，整体有韧性但处于低位。
- 需求边际扩张快于库存积累。由于生产边际仍在扩张，导致产成品库存继续攀升，产成品库存指数当月值和 12 个月均值处于 2016 年以来高位。新订单指数边际回落至 53.6% (前值 54.1%)，但相较于库存指数有所回升，或预示 1-2 月工业企业库存边际回升后，将再度进入去库存进程。
- 企业经营预期改善，采购活动开始活跃。3 月制造业生产经营活动预期指数为 55.5%%，持续位于较高景气区间。企业采购意愿开始边际改善，连续两个月采购量 PMI 维持在 53.5%，12 个月均值为 49.2% (前值 48.8%)。3 月进口指数为 50.9%，连续两个月位于扩张区间，企业生产用原材料进口量继续增加。采购相对于生产也有所加快但整体还处于偏低位置。
- 工业品价格仍在回落，制造业价差加快改善。3 月制造业出厂价格指数 48.6% (前值 51.2%)，主要原材料购进价格指数 51.8% (前值 53.0%)，价格整体仍在回落。3 月出厂价格及购进价格指数价差为-2.3% (前值-3.2%)，从趋势上看，中下游企业价差修复速度加快。

- **市场启示：**经济持续恢复，深层次驱动因素仍待改善，债券收益率上行幅度有限。3月PMI数据显示国内经济保持了较好的恢复势头，制造业和商务活动新增需求仍在好转，并且开始消化库存。但在库存仍偏高的情况下，工业品价格仍在下滑。中期看，出口和制造业投资回落，经济复苏斜率可能不高。但地产投资增速回落放缓以及地产销售政策宽松，消费的缓慢恢复以及基建支撑，政策推动信心恢复，经济深层次修复延续。二季度债券市场依然面临一定风险，但收益率上行幅度有限。短期看，3月国股银票转贴现利率回升或预示3月信贷依然偏旺，资金面宽松下债市大概率依然呈现震荡格局。
- **风险提示：**居民信心恢复偏慢、地产政策效应不及预期、增量政策不及预期。
-

【山证宏观策略】-2023年4月策略观点&金股组合

张治 zhangzhi@sxzq.com

【投资要点】

- **策略观点：**
- **3月以来，海内外市场都出现了较为典型的新变化。**海外方面，自3月初开始，银行风险事件接连出现，硅谷银行在高息环境下资产负债端两头承压，为弥补流动性不足，出售其AFS同时配合股权融资，然而此番操作却加剧了市场恐慌，短期内的挤提压力最终使得SVB在48h内宣布破产，美国政府为遏制恐慌发酵扩散承诺对储户存款刚兑，然而一周后，作为系统重要性银行的瑞信再度爆发危机，美股银行股连续大幅走低，德银CDS冲高再度引发市场恐慌，至此，通胀数据呈现粘性带来的“higher for longer”预期再度转向“Pivot”，市场开始交易美国经济衰退。月底恐慌情绪有所减弱，但美联储临时流动性工具的启用反映出美国流动性确实偏紧的事实。往后看，我们认为3月是美联储最后一次加息。美国经济当前仍然彰显出韧性，但金融稳定性问题成为货币政策短期内关注的重点，4月或许仍有局部风险事件冲击市场神经。
- **国内方面，3月复苏步伐虽延续，但节奏放缓，最初的高速“填坑”接近尾声，市场对于“复苏”的交易暂歇，而“中特估”与AI的题材热度不断飙升，交易集中度达到历史高点。**一二季度交接点，市场对于后续行情的走势开始出现分歧。我们认为，AI拥有较优发展前景，但短期内的配置性价比已处于低位，在高度集中的交易环境中，进一步上行的空间有限，同时对于预期与资金流向变得敏感，而我们此前较为看好的以电信运营商为代表的“中特估”或许亦是如此，从中长期角度看仍有重估空间，逢低布局仍可行，但从月度维度看，以上两类题材或许均将以调整为主。与此同时，4月基本面的影响权重将会放大，在主题引领的一系列调整之下，多数板块的估值已回到低位，“业绩改善”逻辑将重新占优。
- **行业配置：**
- **农业、啤酒、军工、机械、电新**

- 风险提示:
- 海外流动性超预期恶化；地缘冲突超预期发展。
-
- 2023 年 4 月金股组合
- 001223.SZ 欧克科技
- 002025.SZ 航天电器
- 002311.SZ 海大集团
- 003020.SZ 立方制药
- 300896.SZ 爱美客
- 600132.SH 重庆啤酒
- 600150.SH 中国船舶
- 600732.SH 爱旭股份
- 601225.SH 陕西煤业
- 603255.SH 鼎际得

【山证化工】OPEC+减产点评：减产有望提振油价，或将维持中高位区间震荡

程俊杰 chengjunjie@sxzq.com

【投资要点】

- 投资要点:
- **OPEC+超预期减产，有望提振油价。**4月2日，OPEC+宣布减产超过160万桶/日。沙特自愿减产50万桶/日；阿联酋自愿减产14.4万桶/日；阿尔及利亚自愿减产4.8万桶/日；科威特自愿减产12.8万桶/日；阿曼自愿减产4万桶/日；伊拉克自愿减产21.1万桶/日；哈萨克斯坦自愿减产7.8万桶/日。减产时间从5月开始，持续到2023年底。俄罗斯将自愿减产50万桶/日的石油产量，将石油减产承诺延长至2023年底。我们认为此举有望提振油价。
- **复盘一季度油价呈下跌走势，美油持续累库。**2023年一季度国际原油均价较2022年第四季度呈下跌走势，第一季度WTI原油均价为76.02美元/桶，环比下降8.01%，同比下降19.38%；布伦特原油均价为82.19美元/桶，环比下降7.27%，同比下降15.60%。美联储加息利率上涨导致经济增长显著降低，令原油需求承压，叠加美国原油库存持续累库、OPEC产量增加，油价高位震荡。根据EIA公布的数据显示，截至3月24日当周，美国商业原油库存为4.7亿桶，美国国内原油产量达1220万桶/天。国

际能源署数据显示，参与减产协议的欧佩克及其减产同盟国 19 国原油日产量 3838 万桶，比 1 月份原油日产量增加 16 万桶。参与减产协议的非欧佩克 9 国 2 月份原油日产量 1536 万桶，比 1 月份日均增加 10 万桶。3 月美国银行暴雷致市场担忧经济或陷入衰退，随后市场情绪缓和，3 月 20 日油价触底反弹。

➤ **原油回归基本面指导，油价维持 70-85 美元/桶区间运行。**此前市场预估由于银行业危机放大全球经济衰退的担忧，叠加油价跌破低位，增加 OPEC+干预市场的可能，而本次 OPEC+超预期减产印证这一逻辑。供应层面，OPEC+宣布减产超过 160 万桶/日，需求层面，OPEC 预计 2023 年世界石油需求将增加 230 万桶/日，升至 1.019 亿桶的纪录高位，原油市场回归基础面指导，同时存在经济前景与地缘局势的不确定性，预计未来价格走势波动性较大，在美联储加息尾期和原油需求回暖的乐观预期提振下，预计 2023 年二季度原油价格将在 70-85 美元/桶震荡运行。

➤ **重点公司关注：**二季度油价震荡上行下，重点关注中国海油和荣盛石化。中国海油，油气净产量 624 百万桶油创新高，资本开支超额完成，净利润大幅增长 101.5%，新能源业务进展顺利，看好在高油价下业绩增长和中特估下的估值修复；荣盛石化，引入沙特阿美战略投资，拓展公司化品的海外销售渠道，保障石化产业链的稳定性，同时布局新能源新材料领域，在后疫情和下游需求复苏下，看好公司未来成长。

➤ 风险提示：减产不及预期的风险、油价大幅波动的风险、全球经济衰退预期。

➤

➤

➤

【行业评论】纺织服装：纺服家居行业周报-Lululemon 库存增速显著放缓，红星美凯龙 315 春装季迎开门红

王冯 wangfeng@sxzq.com

【投资要点】

- **本周专题：lululemon 公布 FY22 业绩，营收超出前期指引**
- **2022 年，lululemon 实现收入 81.11 亿元，同比增长 29.6%，不变汇率下，同比增长 32%，收入增速高于此前指引。**分区域看，美国、加拿大、其它区域收入分别为，56.54、11.63、12.93 亿美元，同比增长 30.10%、21.91%、35.11%，收入占比为 69.7%、14.3%、15.9%。公司于中国实现收入 6.82 亿美元，同比增长 31.2%。分渠道看，自营门店、电商 DTC、其它渠道收入分别为 36.48、36.70、7.63 亿美元，同比增长 29.3%、33.2%、16.0%，收入占比分别为 45.0%、45.6%、9.4%。自营门店收入增长由新开店与同店销售增长贡献，其中同店销售收入同比增长 16%，不变汇率下，同比增长 19%。

- 2022 年，公司门店净增加 81 家至 655 家，预计 FY23 开设 45-50 家门店（国际市场预计开设 30-35 家，大部分位于中国），并完成约 25 家门店改造。
- 2022 年，公司毛利率同比下滑 2.3%至 55.4%，主要由于产品价格下降、运输等成本增加及汇率影响。
- 截至 FY22 末，存货为 14.47 亿美元，同比增长 49.79%，环比下降 16.9%。公司预计 FY23，库存增长将继续放缓，预计 FY23Q1 末库存同比增加 30%-35%，预计下半年库存增长与销售增长保持一致。
- 展望 FY23，公司预计 FY23Q1 收入为 18.90-19.30 亿美元，同比增速约 18%；预计 FY23，收入为 93.00-94.10 亿美元，同比增速约 15%。根据公司“Power of Three x2”计划，2026 年收入由 2021 年的 62.5 亿美元增长至 125 亿美元，增长驱动力主要为产品创新、顾客体验提升、市场扩张，预计与 2021 年相比，2026 年男士产品收入翻倍、DTC 渠道翻倍、国际区域收入变为 4 倍。
- 行业动态：家具制造业 1-2 月营收；红星美凯龙 315 战报；《2022 年中国珠宝行业发展报告》
- 3 月 27 日，国家统计局发布工业企业利润数据报告。今年前 2 个月，全国家具制造业营业收入为 893.5 亿元，同比下降 15.7%；利润总额 26.7 亿元，同比下降 23.5%。纺织业营业收入为 3317.3 亿元，同比下降 7.9%；利润总额 70.8 亿元，同比下降 37.1%。木材加工和木、竹、藤、棕、草制品业营业收入为 1381.1 亿元，同比下降 2.2%；利润总额 44.5 亿元，同比下降 2.2%。国家统计局工业司统计师孙晓分析，受市场需求依旧偏弱等因素影响，工业利润降幅明显扩大。
- 红星美凯龙 315 春装季迎开门红。据红星美凯龙全国统计数据显示，“315FUN 肆嗨购节”期间，客流同比增长 15.8%，消费人数同比增长 23%，客总价同比增长 6%，销售金额同比去年实现稳中有涨。芝华仕、九牧、美的、方太等品牌均实现同比双位数乃至翻倍增长。事实上，红星美凯龙的购销两旺只是春季家装消费全面回暖的缩影。国家统计局发布的全国建材家居景气指数 BHI2 月份为 119.88，环比上涨 24.26 点，同比上涨 16.91 点。全国规模以上建材家居卖场 2 月销售额环比上涨 44.18%，同比上涨 34.54%，各项增长创近年来新高，可见家装消费的强势回暖已成为大势所趋。“从全国分日销售情况数据来看，1 月底 2 月初是销售回暖的分水岭，从 1 月底开始恢复，并呈现逐步加快的趋势，2 月开始迅速回暖，呈火箭式拉升态势。”红星美凯龙家居集团执行总裁兼大营运中心总经理朱家桂表示，家装消费本身的重决策、长周期特点决定了这一增长态势还将持续延续，前期累积的车客流将逐步在后续 3-6 个月内逐步实现销量转化，极可能将在 5 月迎来更强劲的热销高峰。
- 中宝协发布《2022 年中国珠宝行业发展报告》。报告指出 2022 年我国珠宝行业总体承压，主要表现为金银珠宝零售总额略有下降、主要品类销量有涨有跌、企业经营压力加大、进出口稳中有增、珠宝电商增势强劲、消费升级与分层加剧演化等。按销售额计算，2022 年中国珠宝首饰市场总规模约为 7190 亿元，与 2021 年基本持平。其中黄金产品市场规模约为 4100 亿元，同比下降 2.4%，占比为 57%；钻石产品市场规模约为 820 亿元，同比下降 18%，占比为 11%。2022 年，全球培育钻石产能约为 2000 万克拉，其中我国产能为 900 万克拉，占全球比重 40%-50%，仍为第一大生产国，印度培育钻石产能占比为 15%，完成安装设备 4500 台。

➤ 行情回顾（2023.03.27-2023.03.31）

➤ 本周纺织服饰、家居用品板块均跑输大盘：本周，SW 纺织服饰板块下跌 1.27%，SW 轻工制造板块下跌 2.41%，沪深 300 上涨 0.59%，SW 纺织服饰板块跑输大盘 1.9pct，SW 轻工制造板块跑输大盘 3.0pct。各子板块中，SW 纺织制造下跌 2.57%，SW 服装家纺下跌 0.83%，SW 饰品下跌 0.30%，SW 家居用品下跌 3.33%。截至 3 月 31 日，SW 纺织制造整体法（TTM，剔除负值）计算的行业 PE 为 18.09 倍，为近三年的 25.14%分位；SW 服装家纺的 PE 为 17.29 倍，为近三年的 40.11%分位；SW 饰品的 PE 为 20.08 倍，为近三年的 64.08%分位；SW 家居用品的 PE 为 25.64 倍，为近三年的 34.62%分位。

➤ 投资建议：

➤ 纺织服饰板块，本周申洲国际公告 2022 年业绩，公司预计 2023H1 收入有下滑可能，我们预计纺织制造企业订单拐点在 23Q2 后出现。建议优选生产效率领先、规模优势显著、老品牌份额提升+新品牌持续拓展逻辑清晰的华利集团、申洲国际；露营旺季已至，携程数据显示，2023 年 3 月以来（3.1-3.16），国内露营产品预订量环比 2 月同期增长 107%，同比增长 135%。建议关注运动户外用品标的浙江自然、牧高笛。品牌服饰方面，欧睿预计 2023 年我国运动服饰市场规模为 4010 亿元，同比增长 10.5%，预计 2022-2027 年年均复合增速为 8.7%，运动服饰景气仍将持续，建议关注安踏体育、李宁、特步国际、361 度。黄金珠宝方面，受益于珠宝需求占比最大的刚需婚庆需求恢复，叠加高线城市悦己需求，以及金价稳中有升，我们看好珠宝板块全年的表现，建议积极关注周大生、老凤祥。

➤ 家居用品板块，23Q1，30 大中城市商品房成交 32.56 万套、成交面积 3642 万平方米，同比分别增长 5.4%、5.5%，新房销售市场恢复增长。根据诸葛找房，3 月 10 个重点城市二手住宅成交 97609 套，环比上涨 41%，同比上涨 85.59%，成交延续上月的上升态势。家居行业 315 大促活动落幕，根据红星美凯龙统计，“315FUN 肆嗨购节”期间，客流同比增长 15.8%，消费人数同比增长 23%，客总价同比增长 6%，销售金额同比去年实现稳中有涨。国家统计局发布的全国建材家居景气指数 BHI2 月份为 119.88，环比上涨 24.26 点，同比上涨 16.91 点。全国规模以上建材家居卖场 2 月销售额环比上涨 44.18%，同比上涨 34.54%，印证家装消费回暖。龙头家居企业不断升级的多品类整家套餐，线上渠道向线下门店的引流，但由于意向订单到实际落地转化存在较长时间，预计家居企业在上年高基数背景下，23Q1 业绩增长有限，315 活动期间储备订单对 23Q2 家居企业工厂出货提供较强支撑，建议积极关注欧派家居、索菲亚、顾家家居、喜临门、慕思股份、金牌厨柜、志邦家居、好太太。

➤ 风险提示：

➤ 地产销售或不达预期；品牌库存去化不及预期；原材料价格波动；汇率大幅波动。

【行业评论】化学原料：新材料周报-化工与新材料小幅调整，可降解塑料有望受益于进口玉米供给增长

叶中正 yezhongzheng@sxzq.com

【投资要点】

- 本周化工与新材料板块小幅调整，半导体材料领涨。基础化工涨跌幅为-0.37%，跑输沪深 300 指数 0.96%，在申万一级行业中排名第 18 位。新材料指数涨跌幅为-0.65%，跑输沪深 300 指数 1.24%。观察各子板块，OLED 材料上涨 0.98%、半导体材料上涨 0.54%、锂电化学品下跌 0.01%、有机硅下跌 0.27%、可降解塑料下跌 0.81%、膜材料下跌 1.93%、碳纤维下跌 7.51%。
- 观察估值，新材料各子板块估值水平处于历史较低水平。新材料指数市盈率为 22.84 倍，处于近三年 0%分位数水平。有机硅市盈率为 15.31 倍（3%，近三年分位数水平）；碳纤维市盈率为 38.3 倍（0%）；锂电池市盈率为 33.82 倍（1%）；锂电化学品市盈率为 17 倍（0%）；半导体材料市盈率为 101.26 倍（22%）；可降解塑料市盈率为 18.44 倍（67%）；OLED 材料市盈率为 104.79 倍（46%）；膜材料市盈率为 49.43 倍（50%）。
- 从交易拥挤度情况看，当前新材料具备显著的配置优势。本周新材料指数交易拥挤度为 3.94%，处于近两年 0.0%分位数水平，具备显著的配置优势。
- 超三成个股上涨：上周新材料板块中，实现正收益个股占比为 37.84%，表现占优的个股有帝科股份(20.07%)、阿石创(10.79%)、金达威(7.65%)等，表现较弱的个股包括光威复材(-14.73%)、道恩股份(-10.82%)、泛亚微透(-8.3%)等。机构净流入的个股占比为 17.12%，净流入较多的个股有帝科股份(2.43 亿)、天赐材料(2.31 亿)、万华化学(2.05 亿)等。77 只个股中外资净流入占比为 44.16%，净流入较多的个股有万华化学(4.47 亿)、天赐材料(1.56 亿)、圣泉集团(0.73 亿)等。
- 行业动态
- 行业要闻：
 - 昂利康：拟组建合资子公司，入局合成生物
 - 中巴或达成协议以本币进行贸易，中国进口玉米供给有望提升
 - 欧盟委员会和成员国：2023 年，欧盟将采用质量平衡法作为回收成分计算规则
 - 海科新源：创业板 IPO 获批，募资 15.12 亿元用于电解液项目
 - 湖北晶瑞：获 1.6 亿大基金参投液态储氢加氢示范系统及其关键设备研制技术取得重大突破
 - 投资 75 亿元，创普斯磷酸铁锂萍乡项目一期产线“点火”
 - 重要上市公司公告（详细内容见正文）
- 投资建议
 - 中巴达成可不再以美元作为中间货币的协议，可降解塑料有望受益于进口玉米供给增长。3 月 30 日，外交部回应中巴有关达成可不再以美元作为中间货币的协议，外交部发言人表示，中国和巴西今年初签署了《在巴西建立人民币清算安排的合作备忘录》。中国和巴西人民币清算安排的建立，有利于中巴两国企业和金融机构使用人民币进行跨境交易，促进双边的贸易投资便利化。我国玉米等粮作物长期

维持供需紧平衡，并主要从美国和乌克兰进口。2022 年以来，我国放开从巴西进口玉米的控制，此次不以美元作为中间货币结算的协议有助于促进中巴玉米贸易，Mysteel 预计 2023 年我国或将进口 500-700 万吨巴西玉米。我国进口玉米供应的来源多元化有助于缓解生物基可降解材料行业碳源保障的问题。另一方面，地缘政治冲突影响缓和或将推动玉米价格温和下行，进而提升生物基可降解塑料价格竞争力。我们建议关注：

- 金丹科技：国内乳酸龙头，上下游一体化布局有望实现降本增效。
- 海正生材：率先突破丙交酯并且实现 PLA 量产，先发优势显著。
- 风险提示
- 疫情可能引发市场大幅波动的风险；原材料价格大幅波动的风险；政策风险；技术发展不及预期的风险；行业竞争加剧的风险。

【山证非银】行业周报（20230403）-业绩披露季分化加速，板块迎来布局时机

孙田田 0351-8686900 suntiantian@sxzq.com

【投资要点】

- 投资要点：
- 证监会就《证券公司监督管理条例》公开征求意见，完善投行、做市、场外业务规范。《条例》加强对证券公司股东、实际控制人穿透监管的要求；引导行业回归本源、集约经营，走高质量发展之路，建立长效合理激励约束机制。同时，补充业务规则，新增证券承销与保荐、做市交易、场外业务三节，针对性完善相关业务规范，促进服务实体经济功能有效发挥，规定做市业务的基本规范和要求，加强对场外衍生品业务的风险管控。《条例》引导证券公司回归业务本源，增强服务实体经济质效，推动证券公司全面落实注册制改革，走高质量发展之路。
- 年报陆续披露，业绩分化加速。截止 3 月 31 日，已有 23 家证券公司披露 2022 年业绩，整体来看，证券公司依然受到二级市场波动影响较大，多数业绩下滑。营业收入仅有浙商证券（2.41%）和华林证券（0.17%）实现增长，归母净利润仅有方正证券（17.88%）和信达证券（4.75%）实现增长，其余证券公司业绩均有不同程度下滑。同时，自营业务表现成为影响证券公司业绩的重要因素，虽然多数受投资业务下滑影响拖累业绩，但投资业务从增长 234%到下滑 178%表现出较大的差异，随着证券公司在自营投资业务上的战略布局、资本实力、业务方向的不同，预计未来业绩分化仍将继续。2023 年一季度，一级市场发行量继续增长，二级市场成交回暖，看好一季度券商业绩改善，建议关注资本实力及业务布局领先的头部券商及投行业务特色券商。
- 行业数据：
- 股市表现：截至 3 月 31 日，股票指数较年初均收涨，创业板指数收涨 2.25%，中证 500 收涨 8.11%，

沪深 300 指数收涨 4.63%。

- 债市表现：截至 3 月 31 日，中债-总全价(总值)指数较年初收跌 0.16%。
- 大宗商品：截至 3 月 24 日，大宗商品指数收于 178.14，较年初收跌 5.02%。
- 交易额：上周成交金额 5.03 万亿元，日均成交额 1 万亿元，环比上涨 0.38%。
- 新增投资者：2023 年 2 月，新增投资者 167.68 万，月环比 98.84%。
- 股票质押：截至 3 月 31 日，市场质押股 3891.10 亿股，占总股本 5.04%。
- 两融业务：截至 3 月 31 日，两融余额 1.61 万亿元，较上年末上升 4.30%。其中，融资余额 1.51 万亿元，融券余额 937.13 亿元。
- 基金发行：2023 年 3 月，新发行基金份额 387.12 亿份，发行 63 只，环比下降 69%。其中，股票型基金发行 58.83 亿份，环比下降 59%。
- 股权承销：2023 年 3 月，股权承销规模 1270.24 亿元，环比上升 14%。其中，IPO 金额 330.93 亿元，环比上升 32%。
- 风险提示：二级市场大幅下滑；资本市场改革不及预期

【山证农业】农业行业周报-建议关注生猪养殖股的底部布局机会

陈振志 chenzhenzhi@sxzq.com

【投资要点】

- 本周沪深 300 指数涨幅 0.59%，农林牧渔板块涨幅 2.40%，板块排名第 5，子行业中肉鸡养殖、动物保健、生猪养殖、其他农产品加工以及畜禽饲料涨幅位居前五。
- 本周全国猪价出现下滑，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，3 月 31 日河南/四川/广东外三元生猪均价分别为 14.50/14.50/15.50 元/公斤，周环比分别-4.92%/-3.01%/+0.32%，二元母猪价格为 32.49 元/公斤，周环比-0.46%，平均猪肉价格为 21.73 元/公斤，对应自繁自养利润为-283.12 元/头，外购仔猪养殖利润为-486.04 元/头，亏损幅度较上周继续加深。本周白羽肉鸡价格 10.58 元/公斤，环比+2.72%，肉鸡苗价格 6.24 元/羽，环比+6.30%，养殖利润受鸡肉价格拉动回升至 2.87 元/羽。黄羽鸡方面，本周价格出现大幅提升，3 月 31 日中速鸡价格为每斤 8.02 元，环比+11.54%，快大鸡每斤价格 6.88 元，环比+14.29%。
- 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：-年报陆续披露，继续关注高分红个股（20230327-20230402）

刘贵军 liuguijun@sxzq.com

【投资要点】

- 动态数据跟踪
- 动力煤：传统淡季下，煤价弱稳运行。本周产地端供应以稳为主；需求方面，大部分地区供暖结束，叠加南方雨水增多，部分火电进入春季常规检修，八省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，煤炭进口零关税冲击，港口贸易商清库为主，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 3 月 31 日，广州港山西优混 Q5500 库提价 1220 元/吨，周变化 0.81%。按照长协价格调整公式，预计 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-0.51%、0%和-0.37%。广州港山西优混与印尼煤的库提价差 90 元/吨，周变化 1.12%，外贸煤价格优势持续减弱。3 月 31 日，北方港口合计煤炭库存 2488 万吨，周变化 2.01%；长江八港口合计煤炭库存 589 万吨，周变化 4.62%。
- 冶金煤：价格有所回调，港口库存下行。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，3 月 31 日，全国建材成交量 16.8 万吨，本周均值 17.56 万吨/天，高于上

周均值 14.92%；同时，港口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 3 月 31 日，山西吕梁主焦煤车板价 2100 元/吨，周变化-6.67%；京唐港主焦煤库提价 2470 元/吨，周变化-1.2%；阳泉喷吹煤 1635 元/吨，周持平；日照港喷吹煤 1665 元/吨，周变化-1.94%；澳大利亚峰景矿硬焦煤现货价 324.5 美元/吨，周变化-6.89%。截至 3 月 31 日，六港口炼焦煤库存 153.3 万吨，周变化-6.70%；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-2.84%、1.34%；全国样本钢厂喷吹煤库存环比上周变化-0.96%。样本独立焦化厂焦炉开工率 75.4%，周变化 0.8 个百分点。

➤ **焦、钢产业链：**钢厂开工继续提高，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 3 月 31 日，一级冶金焦天津港平仓价 2910 元/吨，周持平；焦、煤价差（焦炭-炼焦煤）670 元/吨，周变化 6.35%，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 2.33%、1.43%；四港口焦炭总库存 178.3 万吨，周变化-2.19%；全国样本钢厂高炉开工率 83.87%，周变化 1.14 个百分点；全国市场螺纹钢平均价格 4292 元/吨，周变化 0.63%；35 城螺纹钢社会库存合计 817.19 万吨，周变化-2.43%；螺纹钢生产企业库存 269.06 万吨，周变化-3.8%。

➤ **煤炭运输：**煤炭淡季效应显现，沿海运价回调。本周进入用煤淡季，下游拉运积极性减弱，叠加北方港口大雾情况缓解，部分港口空泊现象增加，环渤海四港货船比反弹，沿海煤炭运价有所回落。截止 3 月 31 日，中国沿海煤炭运价综合指数 833.81 点，周变化-6.14%；环渤海四港货船比 23.7，周变化 10.23%。鄂尔多斯煤炭公路运输长途运输价格指数 0.25 元/吨公里，周变化-7.41%，短途运输价格指数 0.92 元/吨公里，周变化-1.08%。

➤ **煤炭板块行情回顾**

➤ **本周煤炭板块继续反弹，跑赢上证指数。**煤炭(中信)指数周变化 1.81%，子板块中煤炭采选Ⅱ(中信)周变化 2.03%，煤化工Ⅱ(中信)周变化 0.28%。个股方面，受年报披露影响，兖矿能源、山煤国际、潞安环能、陕西煤业和淮北矿业涨幅靠前；煤化工个股方面，美锦能源和金能科技涨幅靠前。

➤ **本周观点及投资建议**

➤ **国内市场方面，最近煤矿生产恢复政策，产地供应以稳为主；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下，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 3-5 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：2030 年欧盟可再生能源消费目标提至 42.5%，210 电池片价格坚挺

肖索 xiaosuo@sxzq.com

【投资要点】

- **欧盟：**2030 年欧盟可再生能源消费目标提至 42.5%：3 月 30 日，欧盟周四就 2030 年扩大可再生能源使用的雄伟目标达成一项政治协议，这是欧盟应对气候变化和放弃俄罗斯化石燃料计划的关键一步。欧洲议会成员马库斯·皮珀在推特上发文称，欧盟国家和欧洲议会一致同意，到 2030 年将欧盟可再生能源占最终能源消费总量的比例由目前的 32%提高到 42.5%。
- **国家发改委：**大力推进以沙漠、戈壁、荒漠地区为重点的大型风电光伏基地建设：3 月 25 日，中共国家发展改革委党组关于十九届中央第九轮巡视整改进展情况的通报中指出，大力推进以沙漠、戈壁、荒漠地区为重点的大型风电光伏基地建设。着力保障产业链供应链安全稳定，加大力度推动国内铁矿等资源开发项目建设，加强废旧资源回收利用。深入推进国家战略性新兴产业集群发展工程，打造保持产业链供应链安全稳定重要载体。健全产业链供应链安全稳定风险监测体系。
- **三部门：**鼓励利用未利用地和存量建设用地发展光伏发电产业：3 月 28 日，自然资源部办公厅、国家林业和草原局办公室、国家能源局综合司发布的《关于支持光伏发电产业发展规范用地管理有关工作的通知》指出，鼓励利用未利用地和存量建设用地发展光伏发电产业。在严格保护生态前提下，鼓励

在沙漠、戈壁、荒漠等区域选址建设大型光伏基地；对于油田、气田以及难以复垦或修复的采煤沉陷区，推进其中的非耕地区域规划建设光伏基地。

- **欧盟：**2035年起禁售碳排放燃油小汽车：据央视新闻报道，当地时间3月28日，欧盟理事会批准了一项法规，决定从2035年起禁售会导致碳排放的新的燃油轿车和小型客货车。欧盟委员会将在与利益相关者协商后提出一项提案，在2035年后允许完全使用碳中性燃料的车辆注册。

➤ 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 208 元/kg，较上周下降 3.7%。从活跃度来看，有新订单成交的企业 4 家，延续上周的清淡态势。本周为 3 月最后一个周，应为 4 月份长单集中签订期，但签单企业和成交量都相对较少，主要由于下游硅片企业硅料库存相对充足，当下能够维持正常运转，在硅料价格下行的趋势下，硅片企业定期采购的意愿略有减弱，观望情绪加重。在此背景下，二三线硅料企业出货难度扩大，迫于出货诉求和库存压力，与一线硅料厂家之间的价格差范围扩大。

- **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。本周主流规格价格水平在龙头企业和小厂之间差异微小，前期龙头厂家定价差异的现象暂时趋于统一。3 月份国内多晶硅产量约 10.51 万吨，环比增加 7.7%；一季度多晶硅合计产量约 30.4 万吨。展望二季度，预计国内硅料产量约 35 万吨，环比增加 7%左右；而硅片企业对硅料的需求受坍塌的制约环比基本持平。我们预期，硅料在供大于求的状态下，价格将持续下行；硅片后续价格即使上涨，涨幅也会相对有限。

- **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，较上周下降 0.9%；210mm 电池片（转换效率 23.0%+）均价为 1.10 元/W，较上周持平。下游组件降价，但 210 尺寸电池片价格持稳，反映了大瓦数组件需求攀升的背景下，大尺寸电池片供应相对偏紧的状态。展望后势，预计组件端对 M10 电池片涨价的接受度有限；但由于供应紧张，G12 尺寸电池片成交价格将有望上行。我们维持原观点，提前布局大尺寸高效率电池片及电池新技术的企业，全年盈利能有保障。

- **组件价格：**根据 InfoLink 数据，本周 182mm 单面 PERC 组件均价 1.71 元/W，较上周下降 1.2%；182mm 双面 PERC 组件均价 1.73 元/W，较上周下降 1.1%。TOPCon 组件价格为 1.83 元/W，较上周持平。随着硅料价格逐渐松动，近期开标项目价格呈现持续下探的趋势。3 月组件排产环比增幅超过 10%，当下一线组件厂商排产饱满。我们认为，随着组件价格持续下行，国内大基地项目招标将加速，带动需求进一步释放。

➤ 投资建议

- **本周硅料价格下降、硅片价格止涨、182 电池片和组件价格下行，210 电池片价格坚挺，不排除后续价格上涨的可能性。**组件价格下行后，需求将持续释放，光伏产业链基本面向好，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、海优新材、福斯特、通威股份、隆基绿能、鼎际得，积极关注：石英股份、博菲电气、林洋能源、大

全能源、美畅股份、东方日升、晶盛机电、天津新材。

- 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
-

【公司评论】中国中免(601888.SH)：中国中免（601888.SH）2022 年报点评-线上有税业务占比提高挤压毛利率，静候机场口岸业务复苏

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 544.32 亿元（-19.57%），归母净利润 50.3 亿元（-47.89%）、扣非归母净利润 49.01 亿元（-48.59%），EPS2.52 元。其中 Q4 实现营收 150.68 亿元（-17.1%）、环比 Q3 增加 28.9%；归母净利润 4.02 亿元（-65.46%）、环比下滑 41.73%；扣非归母净利润 3.18 亿元（-72.2%），环比下滑 51.45%。
- 事件点评
- 受疫情影响，离岛免税销售额同比下滑近 40%。22 年国内旅游总人次及旅游收入较上年同比下滑 22.1%、30%；海南省旅游总人次及旅游收入同比下滑 25.9%、23.9%；全年离岛免税收入 487.1 亿元（-19%），免税销售额 349 亿元（-29.5%）、免税购物实际购物人次 422.4 万（-37.1%）、免税购物件数 4944 万（-29.8%）。销售渠道方面，公司免税商品销售收入 260.3 亿元（-39.4%）、有税商品销售收入 279.7 亿元（+16.5%），疫情影响线下到店客流、线上有税业务及时填补销售空缺。销售区域方面，海南市场仍为主要营收贡献业务板块，机场业务小幅回升。三亚国际免税城收入 302.4 亿元（-14.8%）、海免收入 56.4 亿元（-64.7%）、日上上海收入 141.4 亿元（+13.2%）。
- 多渠道布局、强化免税业态竞争优势。离岛免税业态：10 月 28 日公司新开全球最大单体免税店海口国际免税城，吸引超 800 个国内外品牌入驻；三亚海棠湾一期 2 号地项目有序推进；与太古地产合作获取三亚海棠湾地产项目，致力于打造高端旅游零售综合体。口岸免税渠道：公司中标杭州萧山机场 T4 航站楼、成都双流机场等机场、口岸免税店经营权，持续扩大渠道销售优势。市内免税店：公司密切关注市内免税店发展，目前处于重点城市项目调研、选址、签约阶段。海外渠道：新增 2 家香港零售网点；中标国际邮轮免税经营权等
- 港股成功上市拓宽融资平台、会员数稳步增长。期内公司成功登陆香港联交所，融资逾 180 亿港元，并在之后被纳入恒生、MSCI 等股票指数。公司通过 A+H 双资本平台实现与国际资本市场对接、主力国际化发展。目前会员总数超过 2600 万人。

- **毛利率 28.39% (-5.29pct)，净利率 11.37% (-6.9pct)。**利润率有所下滑主要系疫情期间线下经营受到影响、线上销售占比提升影响利润率。整体费用率 11.87% (+2.9pct)，其中销售费用率 7.41% (+1.7pct) 系应付机场租赁费用增加；管理费用 22.09 亿元 (-1.81%) 系疫情影响、运营费用降低；财务费用率 0.4% (+0.47pct) 系人民币贬值、汇兑损失增加。
- **投资建议**
- **年内预计离岛免税客流重新回到正常水平、线下门店正常经营带动免税商品销量提升、利润率端改善；**随着出入境政策调整、机场口岸免税销售业务有望持续回暖。公司作为国内免税业龙头公司，目前通过门店建设、供应链管理体系、会员模式、海内外融资平台等铸就强大竞争壁垒。公司参股中出服 49% 股权，旨在市内免税店业务形成协同效应。预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 5.81\7.65\9.55 元，对应公司 3 月 31 日收盘价 183.24 元，2023-2025 年 PE 分别为 31.5\24\19.2 倍，上调公司投资评级、给予“买入-B”评级。
- **风险提示**
- 宏观经济波动风险；离岛免税政策变化风险；消费者购买力不及预期风险；汇率波动风险；行业竞争加剧风险。

【山证非银】恒生电子 2022 年年报点评-金融 IT 核心供应商，成本优化释放利润

孙田田 0351-8686900 suntiantian@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- 2022 年公司实现营业收入 65.02 亿元，同比增长 18.30%，实现归母净利润 10.91 亿元，同比下滑 25.45%，扣非后归母净利润 11.44 亿元，同比增长 20.90%，加权平均 ROE 为 17.36%，减少 12.75 个百分点。
- **事件点评**
- **营收稳健增长，市场波动拖累利润。**2022 年公司主动抓住金融行业数字化转型升级带来的市场机遇，营业收入实现稳步增长，同时受资本市场波动影响，公允价值变动收益大幅下降，全年亏损 1.65 亿元，同比减少 5.80 亿元。扣非后净利润 20.90%，主要源于公司控制成本费用，收入增速高于成本费用的增速。
- **核心业务，品牌竞争力较强。**大零售 IT、大资管 IT 是公司主要收入来源，2022 年分别实现收入 15.35 亿元和 28.05 亿元，增长 9.53% 和 27.97%，占比 24% 和 43%。公司在证券经纪业务核心交易系统、买方投资管理系统和 TA 系统等方面具有较强的品牌竞争力。同时公司通过收购兼并、成立合资公司等方式拓展新业务领域，扩大产业链布局。
- **金融科技持续投入，AI 技术领先。**在 IDC 金融科技排名中公司 2022 年排名全球第 24 位，提升 14 位。

2022 年研发费用 23.46 亿元，营收占比 36%，研发人员占比 52%，研发投入及研发人员数量处于领先水平。国产数据库 LightDB 基于开源 PG 研发，通过信通院三项可信数据库评测；结合前沿 AI 技术，探索在投顾、投研、营销等金融领域的应用，2023 年 2 月 24 日，公司及子公司恒生聚源成为百度文心一言首批生态合作伙伴，探索生成式 AI 技术与金融核心业务场景的应用融合。同时公司大力推进员工持股计划，顺利实施 2022 年员工持股计划和股票期权激励计划，进一步巩固和加强经营团队和核心骨干人员的奖励机制。

➤ **投资建议：**

➤ 公司在金融科技方面建立了较高业务壁垒，使得公司在金融 IT 行业享受龙头红利和政策福利，产品研发革新为公司长期发展提供驱动力。预计公司 2023 年-2025 年分别实现归母净利润 17.21 亿元、20.66 亿元和 24.13 亿元，同比增长 57.7%、20.0%、16.8%；PE 为 58.8、48.9、41.9 倍，维持“增持-A”评级。

➤ **风险提示**

➤ 金融市场大幅波动，业务推进不及预期。

【衍生品研究】2023 年 4 月转债金券组合

崔晓雁 cuixiaoyan@sxzq.com

【投资要点】

➤ **转债市场概况**

➤ 2023 年 3 月，中证转债指数+0.41%、万得转债等权指数+0.48%，市场主要指标中位数：转股溢价率（34.08%）、纯债溢价率（30.88%）、YTM（-1.42%）、收盘价（122.53 元），市价、转股溢价率中位数再度逼近过去三年平均值+1x sd。

➤ 本期日均成交额 662.0 亿元，环比小幅降低 1.34%，尤其下旬成交不断缩量，再度回到日均 450 亿元左右的相对低迷状态。换手率中位数降至 2.09%的较低位，低于 2.38%的过去三年平均水平。

➤ **目前建议增配相对低估型个券**

➤ 基于山证转债分类评级体系及不同类型对应的增强策略，我们更新相对低估、资金驱动、基本面驱动、高风险型转债重点关注组合。

➤ 相对低估、资金驱动、基本面驱动 3 月累计收益率分别 0.62%、0.92%、-2.22%；日度收益率、换手率相关系数分别是 0.58、0.44、-0.08。按照山证转债风格轮动指数中，使用量价指标识别市场景气的方法，目前适合配置相对低估型个券。这一判断与转债市场目前整体偏弱、趋势不明，同时转股溢价率等关键指标处于相对高位相验证。

➤ **平衡风险收益兼具弹性组合**

- 考虑到相对低估型个券弹性不足，全仓位押注某一类型也不符合多数投资人风格偏好，我们从四类型转债重点关注名单中优选十只，构建一个平衡风险收益兼具弹性的组合。
- 相对低估：道恩转债、中陆转债、沪工转债。
- 资金驱动：贵燃转债、贵轮转债、新北转债、湘佳转债。
- 基本面驱动：温氏转债、国微转债。
- 高风险：一品转债。
- 风险提示：流动性不及预期，市值估值中枢下移；监管趋严，系统风险偏好降低等。

【山证非银】中金公司 2022 年年报点评-权益市场波动影响业绩，财富/投行优势稳固

孙田田 0351-8686900 suntiantian@sxzq.com

【投资要点】

- 事件描述：
- 公司发布 2022 年年报，全年实现营业收入 260.87 亿元，下滑 13.42%，实现归母净利润 75.98 亿元，下滑 29.51%，加权平均 ROE 为 8.88%，较上年下降 5.77pct。
- 投资要点：
- 投资业务拖累业绩，ROE 保持优势。公司受投资业务拖累，投资业务全年实现收入 106.08 亿元，同比减少 27.85%，经纪业务及资管业务分别实现收入 52.32 亿元和 13.65 亿元，同比下滑 13.24%和 10.94%；投行业务基本持平，实现收入 70.06 亿元。公司 2022 年 ROE 为 8.88%，同比有所下降，但在上市券商中仍保持相对优势，在已披露业绩的 23 家中排名第三。
- 投行龙头地位稳固，并购业务优势突出。2022 年，公司完成 A 股 IPO 项目 32 单，主承销金额 528.63 亿元，排名市场第三，承销规模市占率 10.12%；同时境内债券承销规模 9,181.51 亿元，市场份额 5.09%；完成并购交易 94 宗，交易总额约 995.95 亿美元，排名并购市场第一，连续多年保持领先地位。
- 公募基金规模提升，代销收入逆市增长。中金财富客户同比增长 28.3%，数量达 581.65 万户，其中高净值个人客户（300 万以上）3.44 万户；财富管理业务的产品保有量超 3,400 亿元，较上年增长超 10%；股混类产品保有量全市场排名从 45 位提升至 35 位，规模增长 69%，代销金融产品业务收入逆市增长 6.74%。2022 年，中金公司及子公司总资管规模 1.48 万亿元，同比下降 20%；其中公募基金规模 1148.45 亿元，同比增长 35%。
- 投资业务整体承压。2022 年由于科创板跟投收益下滑（11%）及基金投资净值下滑（62%），投资收入净额减少。但投资业务仍保持优势地位，股票业务机构覆盖、创新产品、跨境业务排名保持市场前列，覆盖境内外机构投资者 9,000 余家；债券业务保持市场领先地位，记账式国债承销团成员国债现货交易

量全市场第一，中资美元债承销稳居券商第一。

- **盈利预测、估值分析和投资建议：**公司投行业务及投资业务布局领先，财富管理转型稳步推进，看好公司未来发展。预计公司 2023 年-2025 年分别实现归母净利润 95.36 亿元、108.25 亿元和 131.65 亿元，同比增长 25.51%、13.52%和 21.62%；PB 分别为 1.70/1.55/1.45，维持“增持-A”评级。
- **风险提示：**金融市场大幅波动，业务推进不及预期，公司出现较大风险事件。

【公司评论】中船科技(600072.SH)：中船科技年报点评-业绩超预期，申请恢复并购审核

李孔逸 likongyi@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- **2023 年 4 月 1 日，公司发布 2022 年年度报告，营业收入达到 33.49 亿元，同比增长 39.01%，归母净利润达 1.10 亿元，同比增长 37.35%，略超预期。**同时公司更新了《中船科技股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（草案）（修订稿）》，并发布公告回应了之前证监会的审核意见，申请恢复并购审核。
- **事件点评**
- **疫情影响下营收与盈利逆势上涨，业绩超预期。**报告期内，公司营收与净利润大幅上涨，主要受两方面因素影响。一方面是 2021 年度存在子公司中船华海在处置江南德瑞斯 100%股权时存在投资损失，对比基数较低。另一方面是公司下半年在上海疫情后业绩修复超预期，船舶行业景气度上升带动中船九院在工程设计相关业务增长，造成营收和毛利高额增长。
- **根据注册制新规回应监管意见，申请恢复并购审核。**2022 年 11 月 22 日，证监会就公司发行股份购买资产并募集配套资金的申请给出意见，对标的公司财务情况、关联交易、股权结构、风险提示等方面提出补充信息要求。此后，公司于 2023 年 1 月 17 日向证监会申请暂时中止审查发行股份购买资产核准项目，并购审查与进度一度搁置。在 2023 年 3 月 3 日，公司再度公告相关内容后，在注册制新规下，上交所已对公司申请予以受理。截至目前，公司已按照相关规定完成本次交易的加期评估、审计及申请文件的更新工作，向上交所提交恢复审核的申请。
- **2023 年一季度风电招标延续高增，海风价格企稳，中国海装长期受益。**2023 年一季度风电总计招标 20.8GW，同比增长近 100%，其中海上风电招标 2.15GW，1 月与 2 月含塔筒均价分别为 4148 元/kw 和 3668 元/kw，3 月最新中标价为 3580 元/KW，基本维持了 2022 年四季度以来的价格水平，逐渐企稳。标的公司中国海装研发实力雄厚，于 2023 年 1 月下线 18MW 海风机组，速度为国内最快，有望在中长期的海风降本竞争中占据优势。此外，中国海装完成的“扶摇号”漂浮式风电示范平台，在深远海领域技术领先。子公司在叶片、主控系统等方面为风电机组整体设计与制造提供一体化支持，有利于公司成

本控制与最新机组的快速量产，在海风装机领域优势较大。

➤ 投资建议

➤ 目前并购重组仍在进行，上市公司与标的公司暂未并表。预计公司 2023-2025 年归母公司净利润 1.31/1.81/2.64 亿元，同比增长 19.3%/38.1%/45.9%，对应 EPS 为 0.18/0.25/0.36 元，PE 为 81.4/58.9/40.4 倍。

➤ 如公司并购重组成功，公司将以 11.39 元/股新增发行 7.68 亿股份，并购后公司总股份将增至 15.04 亿股，直接或间接完成对中国海装、中船风电、新疆海为、洛阳双瑞和凌久电气的全资控股。基于海风规划与招标需求带动海风行业装机需求提高，以及预期风电场开发业务稳定推进，我们预计公司新增风电业务在 2022-2024 年归母净利润 6.06/8.65/11.92 亿元，同比增长 12.4%/42.7%/ 37.7%，以收购对价对应的 PE 为 15.2/10.6/7.7 倍。

➤ 考虑到以收购对价计算的误差以及公司各业务之间成长性的差异，我们采用 PB 估值。根据 2023 年同业可比公司的平均 PB 为 2.49，我们认为如果公司并购成功，风电资产注入上市公司后，业绩维持预期增速，PB 估值将有望对标同业可比公司。因此我们给予公司 2023 年新增风电业务估值在 180-200 亿元，预计并购成功后 2023 年目标市值 260-280 亿元，维持“买入-B”评级。

➤ 风险提示

➤ 并购与募集资金失败或进度不及预期风险；风电新增装机不及预期风险；关联交易风险；原材料价格波动风险；疫情风险。

【公司评论】华熙生物(688363.SH)：华熙生物（688363.SH）2022 年报点评-年内营收净利双增 20%+，大单品效应显著、在研项目丰富

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 63.59 亿元（+28.53%），归母净利润 9.71 亿元（+24.11%），扣非归母净利润 8.52 亿元（+28.46%），EPS2.02 元，拟 10 派 6.1 元。其中 22Q4 实现营收 20.38 亿元（+5.32%）、归母净利润 2.93 亿元（+29.07%）、扣非归母净利润 2.51 亿元（+15.67%）。公司收入规模持续增长、原料业务稳定增长、功能性护肤品业务高速放量、整体规模效应显现、盈利能力进一步提升。

➤ 事件点评

➤ 受供需关系影响，原料收入增速相对放缓。主要系上游供应端受暂时停工致产量有所收缩、下游需求端市场需求量有所下降。原料业务收入 9.8 亿元（+8.31%），收入占比 15.41%、毛利率 71.54%。收入

结构方面，毛利率较高的医药级透明质酸原料业务保持高增速，实现收入 3.37 亿元（+33.73%）占比持续提升；食品级透明质酸原料业务、其他生物活性物稳定增长。经营方面，公司海外市场增长势头明显，年内公司出口原料销售收入 4.26 亿元、收入占比 43.25%。产能方面，天津工厂新增 300 吨透明质酸产能，中试生产线以投入运营；东营佛思特工厂无菌级 HA 生产线预计 23 年实现生产以占据最高端市场。产品布局方面，年内公司完成 3 个化妆品新原料备案；收购北京益尔康 51% 股权正式进军动物源胶原蛋白领域，新增胶原蛋白海绵和人工骨两项产品管线；未来将通过合成生物技术优化已有产品，将产品触角延伸至其他生物活性物。

- **医疗终端产品结构调整致收入同比微降，营收 6.86 亿元（-2%），收入占比 10.79%、毛利率 80.86%。**其中，皮肤类产品收入 4.66 亿元（-7.56%）系公司主动调整产品结构；骨科注射液产品收入 1.52 亿元（+22.98%）系“海力达”八省二区及安徽带量采购落地执行、覆盖国内超 6000 家亿元（较上年增加 1000 多家）、市占率进一步提升；其他产品收入 0.68 亿元（-5.79%）。产品方面，润百颜小颗粒产品线下机构及消费者渗透率持续提升；具有差异化优势的微交联润致娃娃针销量增长约 38%。储备项目方面，公司将持续推进产品在骨科、眼科等多部门、多地市场推进。
- **功能性护肤品业务持续增长，实现营收 46.07 亿元（+38.8%）、收入占比超 72.45%、毛利率 78.37%。**产品方面，润百颜 / 夸迪 / 米蓓尔 / BM 肌活营收较上年同期分别增长 12.64% / 39.73% / 44.06% / 106.4%。润百颜、夸迪系列营收过十亿，BM 肌活放量显著有望成为下一个销量过十亿系列。渠道布局方面，直营渠道份额持续提升，品牌在官方旗舰店、品牌直播间、私域流量和线下门店销量稳定，年内抖音渠道销量增长 31%、上升约 14pct。产品布局方面，top 10 产品销售收入增加、核心产品集中度提升，未来公司将稳固大单品基本盘以增强用户粘性、延伸产品功效强化用户心智、丰富品牌吸收新客。
- 功能性食品业务营收 0.75 亿元（+358.19%），公司在消费者教育初期推进产品布局，水肌泉、黑零等完善产品力、强化线上渠道内容输出。
- **期内毛利率 76.99%（-1.08pct）、净利率 15.12%（-0.56pct）。整体费用率 59.47%（-1.63pct），**其中销售费用 30.49 亿元（+25.16%）系公司销售渠道推广增加；管理费用率 6.18%（+0.05pct）系增加中后台管理人员等职工薪酬所致、研发费用率 6.1%（+0.36pct）系研发人员同比增加 256 人、研发人员薪酬较上年增长 26.36%、在研项目同比增长 98 项；财务费用率 -0.77%（-0.76pct）系利息收入同比增加及汇率变化产生汇兑收益。
- **投资建议**
- **年内国内原料业务市场有序恢复、海外市场率先回暖；线下消费场景修复带动医疗终端产品销量增长；功能性护肤品继续稳扎稳打，润百颜系列渗透率持续提高、米蓓尔、BM 肌活继续差异化优势。年内看好公司原料、医疗终端业务低基数下修复势能，功能性护肤品进一步优化品牌赋能、提升渠道布局。预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 2.64\3.36\4.32 元，对应公司 3 月 30 日收盘价 114.69 元，2023-2025**

年 PE 分别为 43.5\34.1\26.5 倍，维持“增持-B”评级。

➤ 风险提示

- 政策管控风险；行业竞争加剧风险；产品研发及注册不及预期风险。

【山证化工】盐湖股份（000792.SZ）年报点评：Q4 业绩高增 356%，盈利水平大幅提高

程俊杰 chengjunjie@sxzq.com

【投资要点】

- 公司披露 2022 年年报，实现营业收入 307.48 亿元，yoy+108.06%，归属母公司股东的净利润 155.65 亿元，yoy+247.55%。其中，Q4 实现营业收入 72.06 亿元，yoy+81.06%，环比+15.52%；归属净利润 34.82 亿元，yoy+356.37%，环比+19.04%。
- 氯化钾碳酸锂量价齐升，业绩大幅增长。受到粮食安全危机、新能源汽车产销量的大幅增长强力带动锂电池产业的需求扩增，公司氯化钾、碳酸锂产销量增加，产量分别为 580 万吨、3.1 万吨，同比分别+15.32%、+36.53%；销量分别为 494.11 万吨、3.02 万吨，同比分别+4.31%、+56.45%；碳酸锂产品产销量增加主要原因系新建 2 万吨/年碳酸锂装置全面达产，产能释放，下游需求增加所致。毛利率明显提升，氯化钾、碳酸锂毛利率分别为 79.44%、91.96%，较上年同期分别+10.93pct、21.93ct；根据百川盈孚，截至 3 月 30 日，氯化钾市场价格为 3214 元/吨，同比-25.94%，22 年氯化钾均价为 4208.29 元/吨，较 21 年均价 2712 元/吨增长 55.16%；2022 年四季度国内电池级碳酸锂均价 56.38 万元/吨，同比增长 170.63%。根据上海钢联发布数据显示，截至 30 日，电池级碳酸锂跌 7500 元/吨，均价报 25.65 万元/吨；工业级碳酸锂跌 7500 元/吨，均价报 21 万元/吨。
- 延伸钾肥产业链，稳步扩大锂产业规模。1）优化钾肥板块子公司股权结构，推动三元、元通、晶达等公司外部股权退出，盘活硝酸盐业、ADC 发泡剂装置，统筹推进钾盐产业发展。加强与下游复合肥和高附加值钾盐企业的合作，开发高端钾肥、钾盐精细化工产品等。2）全力推进 4 万吨基础锂盐一体化工程，其中电池级碳酸锂 2 万吨，氯化锂 2 万吨，预计 2024 年投产。公司在现有 3 万吨/年碳酸锂生产能力的基础上再扩能建设，有助于巩固盐湖提锂的行业龙头地位。公司与优势锂电产业企业合作，做大锂电材料规模，做强锂电产业链。
- 研发投入持续增长，盈利水平大幅提高。2022 年公司研发投入金额 2.84 亿元，同比+44.55%，由于研发项目增多，相应的研发投入相继增大，导致资本化率大幅度增加。公司净资产收益率和净利率分别为 61.79%、64%，较去年同期分别+13.82pct、+28.67pct，期间费用率 5.02%，较去年同期-4.6pct，其中，财务费用 1.23 亿，同比-47.27%，利息收入相对增加所致。资产负债率为 32.17%，较去年同期-21.72pct。经营活动产生的现金流量净额 174.84 亿，同比+266.59%，主要系钾肥及碳酸锂价格上涨销售收入增加。

➤ 投资建议

- 受多重因素影响，碳酸锂价格波动幅度较大，我们下调公司 2023-2025 年归母公司净利润 112.93/120.94/153.21 亿元，对应 EPS 为 2.08/2.23/2.82 元，目前股价对应 2023-2025 年 PE 为 10.8/10.0/7.9 倍，维持“买入-B”评级。

➤ 风险提示

- 下游需求不及预期的风险、项目投产不及预期的风险、原料价格大幅波动的风险。

➤

【山证非银】东方证券 2022 年年报点评-经纪/资管贡献提升，基金投顾展业迅速

孙田田 0351-8686900 suntiantian@sxzq.com

【投资要点】

- 泛财富管理占比高，投资收入拖累业绩。2022 年公司投行与利息业务收入分别为 17.33 亿元和 16.40 亿元，同比增长 1.67%和 12.05%；经纪、资管、投资收入分别实现收入 30.85 亿元、26.45 亿元和 19.00 亿元，同比下滑 14.72%、26.96%和 42.44%。剔除其他业务成本后，公司以经纪业务及资管业务为主要构成的泛财富管理业务合计占比 47%，轻资产经营特色明显。
- 基金投顾发展迅速。经纪业务收入市占率 1.63%，较去年下降 0.11pct，排名第 20 位，与去年持平。实现代销产品收入 6.42 亿元，同比下降 32.8%；权益类保有规模 480.2 亿元，较期初下降 25.8%，股票+混合公募基金保有规模排名行业第 10 位。基金投顾业务 2021 年 11 月开始展业，2022 年公司引入互联网 IP 营销，通过“悦”“钉”两大产品线达成签约规模约 149 亿元，展业速度位于行业前列，服务客户 16 万。
- 资管差异化竞争优势明显，长期收益率保持领先。东证资管 2022 年实现收入 27.30 亿元，同比下滑 27.14%，管理规模 2847.52 亿元，下降 22.18%；其中公募基金占比 72.74%，集合资管占比 17.02%。公司专注主动管理，旗下 7 年主动管理收益率 91.75%，排名行业第 2 名。参股汇添富基金管理总规模 8430.24 亿元，较上年降低 8.85%，排名行业第 9，其中非货基金占比 62.9%。
- 投行业务进步明显，债承份额持续提升。2022 年公司完成股权主承销 238.23 亿元，排名行业第 12 名，其中 IPO 发行 8 家，募资 74.85 亿元，市占率 1.43%，较上年下滑 0.73pct；债券总承销金额 3,357.24 亿元，排名提升至行业第 7 名，市场份额 3.14%，较上年提升 0.37pct，连续三年实现增长。截至 3 月 31 日，公司在审 IPO 项目 15 个（其中江浙沪企业 11 家）。
- 盈利预测、估值分析和投资建议：东方证券为财富管理优势券商，旗下基金投顾业务展业速度行业领先，资管子公司主动管理能力强。预计公司 2023 年-2025 年分别实现归母净利润 37.59 亿元、43.38 亿元和 48.60 亿元，增长 24.86%、15.40%和 12.04%；PB 分别为 0.98/0.96/0.91，维持“增持-A”评级。

- 风险提示：金融市场大幅波动，业务推进不及预期，公司出现较大风险事件。

【公司评论】贝泰妮(300957.SZ)：贝泰妮（300957.SZ）2022 年报点评-Q4 收入增速有所放缓，股权激励彰显未来信心

王冯 wangfeng@sxzq.com

【投资要点】

- 事件描述
- 公司发布 2022 年年报，报告期内公司实现营业收入 50.14 亿元/+24.65%；实现归母净利润 10.51 亿元/+21.82%；实现扣非归母净利润 9.51 亿元/同比+17.00%。EPS 为 2.48 元。拟每 10 股派 8 元（含税）。
- 其中 22Q4，公司实现营收 21.18 亿元/+10.93%；实现归母净利润 5.34 亿元/+5.17%；EPS 为 1.26 元。
- 事件点评
- 22 年线上线下均保持快速增长，分季度看 Q4 收入增速有所放缓。营收方面，2022 年公司实现营收 50.14 亿元/+24.65%，其中 Q1-Q4 分别实现收入 8.1/12.4/8.5/21.2 亿元，同比分别+59.3%/+37.3%/+20.7%/10.93%，Q4 收入增速进一步放缓，公司依托王牌单品和持续推新，带动销售规模和收入持续增长；业绩方面，2022 年实现归母净利润 9.51 亿元/+21.8%，其中 Q1-Q4 分别实现 1.5/2.5/1.2/5.34 亿元，同比+85.7%/+33.6%/+35.5%/5.17%，Q4 业绩增速放缓明显，整体表现符合预期。
- 分品类看，2022 年公司护肤品/医疗器械/彩妆/服务及其他分别实现收入 45.6/3.87/0.53/0.16 亿元，同比增长分别为 25.6%/18.9%/0.1%/10.1%，护肤品仍然是公司收入的最大品类，占比超过 90%。
- 分渠道看，2022 年，线上渠道销售收入 40.3 亿元/+22.1%，占营收比重为 80.33%。线下渠道产品销售实现了 9.7 亿元收入+37.0%。
- 毛利率略有下降，加大研发投入整体费用率上升，备货增加影响经营性现金流。毛利率方面，2022 年公司实现销售毛利率 75.2%/-0.8pct，销售净利率 21%/-0.5pct。费用率方面，2022 年期间费用率为 52.48%/+2.0pct，其中销售/管理/财务费用率同比分别-0.9pct/+3pct/+0.04pct；销售/管理/财务费用同比+22.8%/39.7%/-42.6%，主要是随着销售规模快速增长，公司持续加大品牌形象推广宣传费用、人员费用以及仓储物流投入所致，随着公司规模增长，公司边际销售费用率呈平缓下降趋势；管理费用增长主要是管理人员薪酬成本和其他行政费用支出同向匹配增加所致；财务费用进一步下降主要系报告期内公司取得商业银行活期存款利息。
- 公司持续加大研发投入，研发人员数量达到 391 人/+66%，公司依托云南省特色植物提取实验室平台的资源和优势，有针对性地开展特色植物基础理论研究、创新原料研发、原料筛选研发、功效性化妆品研发、功能性食品研发、医疗器械研发以及包装开发研究等多维度深层次研发项目；报告期内投入研发费用 2.55 亿元/+125%；研发费用率 5.08%/2.27pct。

- 2022 年公司经营性现金流 7.69 亿元/-33%，主要受到经营现金流出增长较多影响，公司为满足 23 年预期销售业务持续增长，配合供应链多层次备货物料需求，提高部分热销商品的备货。
- 皮肤学级护肤品 22 年逆势增长，“薇诺娜”品牌在皮肤学级护肤品赛道连续多年排名第一，公司积极孵化新品牌完善品牌矩阵。2022 年，我国限额以上化妆品类零售总额约 3,935.60 亿元/-2.25%，但根据 Euromonitor 的数据统计及预期，我国化妆品行业整体市场容量 2017-2022 年期间 CAGR 达 7.3%，2023-2027 年仍将保持 5.9%的复合增长，2023 年度我国化妆品行业整体市场容量预计将接近 5,800 亿元，预计同比增长约 8.9%；在皮肤学级护肤品的细分市场上，2022 年我国皮肤学级护肤品市场规模约 286 亿元，在 2022 年仍保持 6.8%的逆势增长，持续向好。公司“薇诺娜”品牌在护肤类排名第 8，在我国皮肤学级护肤品赛道连续多年排名第 1，在皮肤学级护肤品中市场份额约 23.2%，进一步提升。
- 报告期内，公司不断丰富“薇诺娜宝贝”品牌产品系列，满足婴幼儿洗浴、润肤、防晒等多种需求，品牌实现 2022 年天猫“双 11”婴童护肤行业排名 TOP4；内部孵化国货首个高端专业抗老科技品牌——“瑗科缙（AOXMED）”，推出“专妍”、“美妍”以及“萃妍”三个系列，建立由水、乳、精华以及功能性食品等组成的产品矩阵雏形。公司多品牌矩阵初步形成。
- 发布股权激励计划，彰显长期增长信心：公司拟授权限制性股票 635.40 万股，授予价格 62.10 元/股，激励考核目标是以 2022 年为基数，2023-2025 年营收&归母净利润均分别同增 28%/26%/24%（净利润为归母净利润且剔除计划股份支付费用）。本次股权激励对象包括董事、高管、核心技术&管理人员共 298 人，覆盖范围广。
- 投资建议
- 公司定位于敏感肌肤护理，品牌矩阵不断丰富，在巩固主品牌优势的同时，发力婴童护肤品牌，进军高端抗衰领域。公司坚持线上线下协同发展，优化公域、搭建私域，线上渠道保持快速增长。我们预计 2023-2025 年 EPS 分别为 3.17/4.00/4.95 元，对应公司 3 月 30 日收盘价 127.37 元，2023-2025 年 PE 分别为 40X/32X/26X，维持“买入-B”评级。
- 风险提示
- 高端外资品牌及本土新锐品牌带来市场竞争加剧风险；销售平台及品牌相对集中风险；委托加工的风险。

【山证非银】华泰证券 2022 年年报点评-业绩表现优于行业，国际业务布局深化

孙田田 0351-8686900 suntiantian@sxzq.com

【投资要点】

- 事件描述：
- 公司发布 2022 年年报，实现营业收入 320.32 亿元，同比减少 15.50%，实现归母净利润 110.53 亿元，

同比减少 17.18%，加权平均 ROE 为 7.49%，较上年减少 2.35pct。

➤ **投资要点：**

- 财富管理转型升级，代销收入逆市提升。公司 2022 年实现代买收入 70.73 亿元，同比下滑 10.23%，优于行业下滑幅度。持续推进“涨乐财富通”平台产品及服务创新，沪市股票期权经纪业务成交量市场份额行业排名第一，两融余额 1,123.47 亿元，市场份额达 7.29%，排名第二；股票及混合公募基金保有规模人民币 1,226 亿元、非货币市场公募基金保有规模人民币 1,367 亿元，均排名证券行业第二，全市场排名由 18 位提升至第 9 位，代销收入增长 24%至 9.69 亿元。
- 投行业务深耕行业，并购重组排名提升。公司 2022 年实现投行业务收入 40.24 亿元同比下滑 7.36%。全品种债券主承销金额人民币 9,804.02 亿元，规模增长 5%，行业排名保持第三位；股权主承销金额 1,553.69 亿元，规模下滑 12%，行业排名保持第四位；并购重组交易家数 9 家、交易金额人民币 1,650.67 亿元，规模提升 154%，行业排名提升 1 位至第二位。
- 公募规模提升，ABS 保持优势。公司实现资管收入合计 37.69 亿元，同比基本持平，优于行业整体。华泰资管管理规模 4,796.14 亿元，同比下降 8%，其中专项资管和公募管理规模增长 5%和 26%。旗下基金管理公司规模稳步增长，南方基金管理规模达到 1.73 万亿，增长 9%；华泰柏瑞管理规模 3267.89 亿元，增长 27%。华泰资管 ABS 发行数量 130 单，行业排名提升至第二；发行规模人民币 1,305.00 亿元，行业排名保持第三。
- 国际业务布局深化，营收占比超过 20%。华泰国际资产规模近 2,000 亿港元，综合实力持续提升，2022 年完成 5 单港股 IPO 保荐项目及 1 单港股介绍上市项目，港股 IPO 保荐加权规模位居中资投行第二；GDR 领域保持领先地位，参与 2022 年全市场 10 单 GDR 中的 6 单。ASSETMARK 资产规模市场占有率提升 0.2pct 到 11.2%，排名保持第三位。
- 盈利预测、估值分析和投资建议：公司打造以金融科技赋能财富管理和机构服务，综合实力稳居行业头部。预计公司 2023 年-2025 年分别实现归母净利润 129.34 亿元、146.13 亿元和 172.52 亿元，增长 17.02%、12.98%和 18.06%；PB 分别为 0.61/0.55/0.51，维持“增持-A”评级。
- 风险提示：金融市场大幅波动，业务推进不及预期，公司出现较大风险事件。

【山证非银】中信证券 2022 年年报点评-投行稳居龙头，各项业务保持韧性

孙田田 0351-8686900 suntiantian@sxzq.com

【投资要点】

- 业绩保持韧性。2022 年公司投行业务收入增长 6.11%至 86.54 亿元，利息净收入增长 8.77%至 58.06 亿元，投资业务同比减少 22.25%，降幅小于行业（前三季度）；经纪业务和资管业务分别实现收入 111.69 亿元和 109.40 亿元，同比下降 20.01%和 6.51%，与行业同步。同时信用减值计提减少 15.97 亿，推动

公司营业收入和净利润增速表现优于行业。

- 投行业务稳居龙头，IPO 储备丰厚。公司投行业务多年稳居第一，2022 年公司完成 A 股主承销项目 166 单，主承销规模人民币 3,763.17 亿元，同比增长 13.38%，市占率达 22.31%。其中完成 IPO 项目 58 单，主承销规模人民币 1,498.32 亿元，市占率达 25.53%；再融资项目 108 单，主承销规模人民币 2,264.85 亿元，市占率达 20.60%。公司债务融资业务继续保持行业领先地位，共承销债券 3,555 只，承销 15,785.81 亿元，同比增长 0.93%，市占率达 6.32%。公司 IPO 项目储备行业第一，投行业务头部地位稳固。
- 财富管理完善高净值客户服务体系。公司推出企业家办公司整体解决方案，不断强化投资顾问及核心财富配置能力，高净值客户配置的私募产品保有规模 1800 亿元，非货公募保有规模 1733 亿元，排名行业第 1，公募投顾累计签约客户近 14 万户、累计签约资产超百亿元。客户总数超过 1300 万户，200 万以上资产财富客户近 16 万户。
- 公司资管规模下降，华夏基金业绩稳定。年末管理规模合计 1.42 万亿，规模下降 13%，收入 29.46 亿元，下降 14%；华夏基金权益基金中长期业绩表现出色，产品发行数量和募集资金规模保持行业领先，管理规模 1.72 万亿，增长 4%，其中公募规模 1.14 万亿，增长 10%，营业收入和净利润分别为 74.75 亿元/21.63 亿元，下降 7%/6%。
- 盈利预测、估值分析和投资建议：公司头部地位稳固，各项业务表现出相对韧性，投行业务稳居行业龙头地位，IPO 项目储备丰厚。预计公司 2023 年-2025 年分别实现归母净利润 256.45 亿元、305.16 亿元和 358.04 亿元，增长 20.30%、19.00%和 17.33%；PB 分别为 1.09/1.03/0.94，维持“增持-A”评级。
- 风险提示：金融市场大幅波动，业务推进不及预期，公司出现较大风险事件。

【山证非银】瑞达期货 2022 年年报点评-风险管理表现亮眼，财富供给稳步布局

孙田田 0351-8686900 suntiantian@sxzq.com

【投资要点】

- 经纪资管拖累业绩，基差贸易表现亮眼。净额法下，公司 2022 年实现营业收入 7.15 亿元，同比下降 44%。经纪、资管业务大幅拖累业绩，2022 年分别实现收入 4.39 亿元和 0.44 亿元，同比下降 46%和 63%。利息净收入、投资收益（投资净收益+公允价值-联营合营）也有所下滑，实现收入 1.55 亿元、0.64 亿元，同比下降 19%、54%。其他业务（基差贸易）表现亮眼，实现净收入 0.12 亿元，同比+351%，但收入贡献较小。
- 风险管理优势稳固，场内期权行业第一。公司通过子公司瑞达新控开展风险管理业务，2022 年场外衍生品交易实际名义本金 586.10 亿元，权利金收入 1.82 亿元，同比增长 52.98%、48.62%。公司积极为其申报交易所做市资格提供资金支持，年内增资 1.5 亿元，瑞达新控场内期权做市成交额市场占比达 22.07%，位居行业第一。

- 公募基金注入资金，资产管理独居特色。瑞达期货为行业内仅有的拥有公募基金子公司的两家期货公司之一。2022年10月，公司为丰富财富管理产品货柜、优化产品布局，向子公司瑞达基金注资7000万，报告期末，瑞达基金管理3只混合型基金，规模为1.04亿元，同比下降64.14%。公司资产管理业务深耕以期货市场投资为目标的商品及衍生品类资管产品，产品规模居行业第一，2022年受市场环境波动影响，规模有所下降，权益产品规模为25.46亿元，同比下降40.32%；商品及金融衍生品类别资管产品规模为312.95亿元，同比下降4.64%，市场份额降低4.87pct至8.13%。
- 经纪业务量价双降低。受市场环境及营销渠道影响，公司期货经纪业务量价双降。2022年行业交易额下降7.96%，支付佣金的居间人数量为313人，同比减少63.13%。报告期内，公司代理交易金额（双边）7.05万亿，同比下降19.22%，各交易所内市场份额均有所下降，佣金率降至0.006%，同比下降0.3bp。
- 盈利预测、估值分析和投资建议：公司风险管理及财富管理业务在期货行业具备品牌优势，随着2023年市场回暖，金融助力实体的大战略推进，期货行业发展各项推动政策落地，预计公司业绩将稳步提升。预计公司2023年-2025年分别实现归母净利润4.04亿元、4.70亿元和5.09亿元，同比增长37.48%、16.48%和8.26%；PB分别为2.52/2.26/2.06，给予“增持-A”评级。
- 风险提示：金融市场大幅波动，业务推进不及预期，公司出现较大风险事件。

【公司评论】贵州茅台(600519.SH)：贵州茅台22年年报点评-22年超额完成全年目标，23年高质量增长可期

周蓉 zhourong1@sxzq.com

【投资要点】

- 事件描述
- 公司发布2022年年报，2022年茅台共计实现营业总收入1275.54亿元，同比增长16.53%；其中酒类收入1237.72亿元，同比增长16.70%；实现归母净利润627.16亿元，同比增长19.55%。22Q4实现营业总收入377.68亿元，同比增长16.53%，实现归母净利润183.17亿元，同比增长20.55%。
- 事件点评
- 收入利润稳定增长，直销收入延续高占比。产量方面，2022年公司完成茅台酒及系列酒基酒总产量9.18万吨，同比增长8.38%，其中茅台酒基酒产量5.68万吨，同比增长0.60%；生产系列酒基酒3.50万吨，同比增长24%。销量方面，1）从产品看，2022年茅台酒实现销量3.79万吨，系列酒实现销量3.03万吨。茅台酒实现收入1078.3亿元，同比增长15.4%；其中22Q4实现收入334.3亿元，同比增长17.4%；系列酒实现收入159.4亿元，同比增长26.6%；其中22Q4实现收入34.0亿元，同比增长11.2%。系列酒增速有所放缓，主要系茅台1935提前完成全年目标，22Q4开始控量挺价。2）从销售渠道看，批发渠道收入734.9亿元，占比酒类收入约60.1%，直销收入493.8亿元，占比约39.9%，批发渠道收入维持下滑但速度有所放缓，直销渠道收入延续高占比。全年公司国内经销商数量为2084个，减少5家，

进一步优化营销网络布局，提升经销商整体实力。在市场化改革及销售渠道不断优化下，22年公司超额完成年初15%的增长目标，整体经营动能强劲。产能方面，据公司前期公告，公司拟投资建设茅台酒“十四五”技改建设项目，建成后可新增茅台酒实际产能约1.98万吨/年，为公司业绩持续增长提供基础保障。

- 毛利率维持稳定态势，盈利能力持续提升。22年公司归母净利润627.16亿元，同比增长19.55%，毛利率和净利率分别+0.29/+1.24pcts至92.09%/49.17%，毛利率维持稳定态势，盈利能力持续提升。公司全年销售费用率和管理费用率分别+0.08/-0.65pcts至2.59%/7.07%，销售费用增加主要系酱香系列酒广告及市场拓展费增加所致。公司全年合同负债155亿元，环比22Q3增加36亿元，经销商打款积极性依旧。预计未来随着费用投放不断优化、产品结构持续改善及直销渠道改革发力，公司盈利水平有望进一步提升。
- “五合营销法”下深耕市场建设，助力2023年业绩稳健增长。22年公司在产品结构与渠道调整方面持续进行。产品方面，积极推出虎年生肖茅台、珍品茅台、茅台1935、100ml飞天茅台等新品，精准营销势头向好。渠道方面，“i”茅台数字营销平台正式上线开辟便捷购物新渠道，同时有利于公司产品中长期的量价调整和吨价提升，公司有望通过多维渠道协同形成销售合力，助力业绩长期稳健增长。根据渠道反馈，当前散飞批价2750元左右，其体外利润依旧丰厚，公司改革步伐坚定，回收体外利润仍是长期方向。由此助力公司盈利水平的稳步提升和品牌影响力的不断扩大。
- 投资建议
- 我们认为公司未来价值增长主要来自三方面，一是品牌力的不断强化，品牌护城河增强公司抗风险能力。二是渠道改革带来吨价和渠道掌控力的提升。三是结构升级带来的吨价提升，我们看好公司长期投资价值。预计2023-2025年公司营业总收入分别为1483.33/1707.31/1961.52亿元，同比增长16.3%/15.1%/14.9%；归母净利润742.09/861.43/995.96亿元，同比增长18.3%/16.1%/15.6%；对应EPS分别为59.07/68.57/79.28元；对应3月30日收盘价2023-2025年PE分别为30.3\26.1\22.6，维持“买入-A”投资评级。
- 风险提示
- 宏观经济回暖节奏放缓业绩增长不及预期，改革推进不及预期，行业竞争加剧等。

【公司评论】首旅酒店(600258.SH)：首旅酒店（600258.SH）2022年报点评-疫情不减拓店步伐，看好年内出行市场需求释放提振业绩

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 50.89 亿元（-17.29%），归母业绩亏损 5.82 亿元（21 年同期盈利 0.55 亿元），扣非归母业绩亏损 6.73 亿元（21 年同期盈利 0.1 亿元），EPS-0.52 元。受限于 22Q4 疫情管控政策趋严、出行环境变化所致单 Q4 实现营收 12.52 亿元（-12.3%），归母业绩亏损 2.51 亿元（21Q4 亏损 0.69 亿元），扣非归母业绩亏损 2.77 亿元（21Q4 亏损 0.82 亿元）。全年仅 Q3 实现归母净利润 0.52 亿元，其余季度均表现亏损。
- **事件点评**
- 年内疫情反复拖累酒店业务表现亏损。酒店业务营收 49.03 亿元（-15.93%），亏损 7.18 亿元（较上年同期减少 6.18 亿元），其中酒店运营模式收入占比 71.07%、管理模式占比 25.27%（+1.33pct）；景区运营收入 1.86 亿元（-42.03%），亏损 954 万元（较上年同期减少 1.15 亿元）。经济型酒店以“如家”系为核心持续改造升级。年内公司升级改造资本性支出 3.78 亿元，主要用于升级如家商旅、如家酒店、如家 NEO3.0 等经济型酒店，目前如家品牌店占比提升至 49.47%（+6.77pct）。年内公司会员数达 1.38 亿（+3.76%），通过自有渠道入住间夜数占比为 76.18%。
- 公司新开店步伐未受疫情影响有所放缓，期内新开门店 879 家（Q1/Q2/Q3/Q4 分别新开 190/152/279/258 家）。新开酒店类型方面，公司继续优先发展中高端酒店战略，年内中高端酒店 200 家，占新开门店 22.75%；目前公司中高端酒店数占比提升至 25.36%，房间数占比提升至 35.3%，中高端酒店产品贡献收入提升至 53.02%（-6.14pct）。新开酒店模式方面，特许加盟方式新开店 850 家，占比 96.7%；目前特许加盟门店比例提升至 88.68%，酒店管理收入占比 26.23%。储备店方面，公司期末储备门店数上升至 2085 家，为 23 年商旅需求恢复提供坚持供给保障。
- 经济型酒店韧性较强，平均房价较 19 年同比下滑幅度在 9% 左右。22Q4 首旅如家全部酒店 RevPAR95 元（-11.6%）较 19 年同期-37%、ADR182 元（-2%）较 19 年同期-6.5%、OCC52.3%（-5.7pct）较 2019 年同期-25.3pct。其中经济型酒店 22Q4RevPAR85 元（-11%）、ADR151 元（-2.7%）、OCC56.4%（-5.3pct）；中高端酒店 22Q4RevPAR123 元（-14.1%）、ADR236 元（-6.1%）、OCC52%（-4.8pct）。
- 22 全年首旅如家全部酒店 RevPAR97 元（-17.9%）较 19 年同期-38.6%、ADR183 元（-4.6%）较 19 年同期-8.6%、OCC53.1%（-8.6pct）较 19 年同期-25.9pct。其中经济型酒店 22 全年 RevPAR86 元（-17.5%）、ADR152 元（-5.3%）、OCC56.8%（-8.5pct）；中高端酒店 22 全年 RevPAR129 元（-18.7%）、ADR241 元（-8.9%）、OCC53.5%（-6.5pct）。
- 公司年内毛利率 15.68%（-10.47pct），净利率-13.26%（-13.42pct），由于公司酒店管理业务收入占比较小、该业务毛利率较高、叠加公司重点发展酒店管理业务，业绩整体呈现出收入变动小、利润变动大的特征。整体费用率 27.23%（+2.04pct），其中销售费用率 4.8%（-0.44pct）系年内中介订单大幅减致销售佣金减少、广告投入减少、出租率下降致会员卡费用摊销下降；管理费用率 13.55%（+2.09pct）系新增办公室租赁等资产致折旧摊销费用上升；研发费用率 1.18%（+0.26pct）系打造智慧酒店、增加数字化中台系统等投入；财务费用 4.52 亿元（-13.42%）系租赁负债下降对应利息费用减少。经营活动现

金流净额 14.92 亿元 (-35.35%)。

➤ 投资建议

- 从 1-3 月出行恢复情况来看，商旅出行+休闲度假+务工人员跨区域流动走强，中高端商务休闲市场+下沉市场需求加速释放。预计年内出行场景持续修复、公司加快布局下沉市场，看好后续业绩修复带动经营回暖。预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.8\1.01\1.57，对应公司 3 月 30 日收盘价 23.91 元，2023-2025 年 PE 分别为 29.8\23.6\15.2 倍，维持“增持-B”评级。

➤ 风险提示

- 公司经营成本上升风险；景区客流下降风险；新开店不及预期风险。

【山证医药】新天药业（002873）2022 年年报点评-品牌计划推及全国，新品跟进储备未来动力

魏贇 weiyun@sxzq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

- 公司发布 2022 年年报，实现收入 10.88 亿元，同比增长 12.15%；实现归母净利润 1.16 亿元，同比增长 15.40%；实现扣非后归母净利润 1.06 亿元，同比增长 12.71%；实现 EPS 0.50 元。

➤ 事件点评

- 全年受疫情及药材成本上升等因素影响导致利润增速回落，品牌计划今年将推及全国。2022 第四季度实现收入 2.18 亿元，同比下降 2.73%；实现归母净利润 0.11 亿元，同比下降 3.92%；实现扣非归母净利润 415.61 万元，同比下降 45.75%。公司在 2022 年初开启了品牌计划，在四个省份九大城市重点试点，带动 OTC 销售单店产出提升，拉动 OTC 渠道销售占比从 30%左右提升至 34%左右。目前公司处方药产品覆盖 12800 余家县（区）级以上医院，其中三级医院 1700 余家，与国内 1500 余家医疗商业单位建立了长期稳定的业务关系；OTC 产品覆盖 800 余家药品连锁公司、10 万余家门店，与国内近 500 家药品连锁公司总部建立了长期稳定的业务关系。23 年品牌计划将逐步推广到全国区域，进一步提升 OTC 渠道销售占比。未来在保持整体销售增长的前提下，OTC 销售占比计划提升至 50%左右。
- 主导品种增长稳定，小品种提供新的增长点。2022 年公司妇科产品收入 7.69 亿元，同比增长 11.95%，毛利率 76.78%。泌尿系统产品收入 2.22 亿元，同比增长 9.95%，毛利率 84.71%。清热解毒类收入 8016.44 万元，同比增长 17.09%，毛利率 64.59%。此外，公司现有小规模在产产品中，调经活血胶囊、欣力康胶囊、龙掌口含液、当归益血口服液、消瘀降脂胶囊等均为独家品种，经培育后有望成为公司新的业绩增长点。
- 新药+配方颗粒+经典名方跟进，为未来储备动能。龙岑盆腔舒颗粒、苦荬洁阴凝胶、术愈通颗粒 3 个中药新药产品已完成三期临床试验，进入申报资料整理阶段，将陆续报产。公司还拥有中药配方颗粒

省标品种 445 个，完成国备案 179 个，8 首经典名方产品的研发也已初见成效。研发上已经形成“二三四”格局：研发布局于上海、贵阳两地，分别建立了上海海天医药、上海硕方医药、贵阳新天药业三大研发基地，系统地构建了中药创新药研发中心、中药配方颗粒研发中心、古代经典名方研发中心、上市后临床医学研究中心等四大研发模块。

➤ 投资建议

➤ 公司销售上拓展 OTC 渠道，控费增效，加大品牌投入，同时启动二线品种的销售推广，研发上已经形成“中药创新药+中药配方颗粒和在研经典名方+投资小分子化药创新药”的产品格局。预计公司 2023~2025 年 EPS 分别为 0.63\0.75\0.90，以 3 月 30 日收盘价 13.27 元计算，PE 分别 21.7\18.1\15.2 倍，给予“买入-B”评级。

➤ 风险提示

➤ 行业政策风险：医保控费、中药集采降价等；产品研发及上市进度慢于预期的风险；药品质量风险；中药材涨价等。

【山证金融&衍生品】新华保险年报点评-资负两承压，内含价值下降

崔晓雁 cuixiaoyan@sxzq.com

【投资要点】

- 事件：公司发布 2022 年年报，全年已赚保费 1609 亿元、同比-0.3%，投资收益 517.46 亿元、同比-13.6%，归母净利润 98.22 亿元、同比-34.3%。集团 EV 2556 亿元、同比-1.3%，寿险及健康险 NBV 24.23 亿元、同比-59.5%，NBVM 5.5%、同比-7.4pct。
- 个险渠道未见明显改善。个险渠道长险新单 106.72 亿元、同比-30.9%，年末代理人 19.7 万人、同比-49.4%，月人均综合产能 3273 元、同比+18.8%，增速小于同业。个险 NBV 23.39 亿元、同比-59.5%，NBVM18.7%、同比-12.6pct。银保渠道保费稳健但价值下降，银保长险新单 280.46 亿元、同比+11.3%，银保 NBV 3.46 亿元、同比-30.4%，NBVM 1.2%、同比-0.7pct。从新单产品结构更能清晰说明新业务价值率的大幅下降，分红险、健康险、传统险的长险新单分别为 203.35 亿元、40.18 亿元、144.52 亿元，同比分别+11.4%、-52.2%、+1.0%，价值率较高的健康险占比明显下降。
- 投资收益明显下降。净、总投资收益率分别为 4.60%、4.30%，同比分别+30BP、-160BP。年末投资资产总额 1.20 万亿元、同比+11.1%，其中债权、股权、定存、现金及等价物等主要投资资产占比分别为 50.0%、23.2%、18.9%、1.5%，同比分别-3.3pct、-0.6pct、+3.3pct、+0.1pct。
- 投资建议：公司 2022 年业绩受投资收益明显拖累。在投资收益率逐步回升的假设下，我们将 2023-25 年盈利预测分别上调 6.1%、1.8%、6.5%，上调后的增速为+19.34%、+16.06%、+11.78%。公司 2023E P/EV 0.33x，处于历史低位。考虑到公司负债端较弱、资产端贝塔属性较强，维持“中性-B”。

- 风险提示：资本市场波动加剧、长端利率下行、代理人持续流失等。

【行业评论】零售板块大跌点评

魏贇 weiyun@sxzq.com

- 4月3日申万医药零售指数下跌4.08个百分点，一方面是短期下，资金偏好中药及AI+个股，另外与市场传闻集采落标品种将进行限价销售，要求挂网价不高于1.5倍中标价有关。在当前集采院内报量不够充分、部分企业权衡量价之后选择高价走标外市场，特别是OTC渠道的情况下，对落标品种进行限价，确实会影响企业的集采报价策略、零售渠道在集采大环境下的战略地位以及企业对OTC的销售政策和支持力度，影响零售门店的品类结构和品牌结构。但是，落标品种限价的前提应该是在零售渠道纳入医保统筹账户之后才具备较强的约束力。医保支付价（基本上等于挂网价）与统筹账户关联，纳入医保统筹账户，医保支付价与零售价之间的价差需要个人自负，价差的存在会显著影响顾客的购药选择。而当前药店支付是医保个人账户全额支付。同时限价销售政策只是少数区域的政策调整预期，暂未落地。即使未来落地，也需要等待零售纳入医保统筹支付这一前提。因此我们认为，落标品种限价政策短期对零售板块的业绩影响有限，但是当前零售门店的客流恢复、复苏逻辑还需要上市公司一季报甚至是中报的业绩来验证，同时在当前较为显著的结构性价行之下，短期零售板块可能仍旧会承压前行。风险因素：客流恢复不及预期，疫情反复，上市公司并购或加盟整合不及预期等。

【宏观策略】大盘高开高走，成交量创新高

李孔逸 likongyi@sxzq.com

- 走势回顾：
- 三大指数高开，开盘震荡走高，创业板指领涨。截止收盘，沪指报3296.40点，涨0.72%；深成指报11889.42点，涨1.39%；创指报2440.21点，涨1.70%。行业指数涨跌不一，计算机（+5.04%）、传媒（+4.27%）和电子（+3.21%）领涨；医药（-1.02%）、食品饮料（-0.63%）、汽车（-0.43%）领跌；总体来看，两市个股涨多于跌，超3300只个股上涨，超1500只个股下跌，成交额上升至12535亿元。
- 市场焦点：
- A股人气持续，AI概念大幅反弹，数字经济板块火热。板块方面，受国新办就第六届数字中国建设峰会发声消息影响，计算机、电子板块高开，开盘震荡走高；算力、芯片板块开盘异动拉升；通信、传媒板块盘中震荡走强；医药、汽车板块全天走低。从涨停板的情况看，全市场涨停个股（非ST）回升至40家，连板家数2家，热点持续性反弹，赚钱效应回升。
- 我们认为，A股短期震荡，中长期走强的预期不变。海外流动性风险逐步化解，同时也促使资金回流中国，人民币汇率回升，央行降准继续释放国内流动性。近期外交进展较多，中国与巴西敲定本币贸易，中东缩减原油产量，推动人民币走强与A股资产升值。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。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，土拍回暖，外贸数据平稳，财政政策导向积极，均有望带动市场预期的进一步增强。国外银行流动性问题遏制了美联储激进加息的预期和政策空间，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。A 股在全球流动性风险下显露韧性，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（医药医疗、高端制造、通信和养殖等）+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，美联储加息超预期，疫情持续超预期

值周研究员:

平海庆 执业登记编码: S0760511010003 电话: 010-83496341 邮箱: pinghaiqing@sxzq.com

李召麒 执业登记编码: S0760521050001 电话: 010-83496307 邮箱: lizhaoqi@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

