

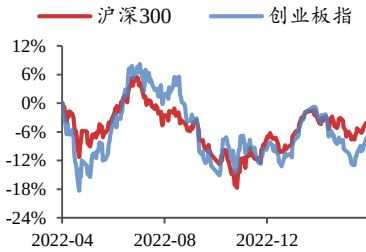
2023 年 04 月 04 日

开源晨会 0404

市场快报

——晨会纪要

沪深300及创业板指数近1年走势



数据来源：聚源

昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
计算机	4.499
传媒	4.422
通信	3.313
非银金融	3.114
电子	2.836

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
医药生物	-1.072
食品饮料	-0.623
汽车	-0.373
公用事业	-0.282
纺织服饰	-0.056

数据来源：聚源

吴梦迪（分析师）

wumengdi@kysec.cn

证书编号：S0790521070001

观点精粹

总量视角

【策略】工业企业利润偏弱，背后是主动去库周期尚未结束——投资策略周报-20230402

【固定收益】市场预期差下的转债投资机会——2023 年 4 月十大转债——固收专题-20230403

【金融工程】港股通量化 30 组合月报：3 月组合收益 4.1%，4 月持仓较为均衡——金融工程定期-20230403

行业公司

【中小盘】新技术逐步验证，异质结降本增效进展迅速——中小盘周报-20230402

【社服】2023Q1 景区文旅开门红，出行持续恢复——行业周报-20230402

【医药】医疗+AI，提效降本、辅助赋能助力赛道高质量发展——行业周报-20230402

【传媒】继续加码布局“AIGC+游戏/电商/教育/IP”——行业周报-20230402

【地产建筑】集中土拍热度回升明显，厦门放松限购限售——行业周报-20230402

【家电：九阳股份(002242.SZ)】2022Q4 盈利能力迎拐点，关注 2023 年业绩改善——公司信息更新报告-20230403

【电力设备与新能源：科华数据(002335.SZ)】“双子星”战略稳步推进，储能业务放量可期——公司首次覆盖报告-20230403

【计算机：恒生电子(600570.SH)】降本增效效果显著，AI+金融未来可期——公司信息更新报告-20230403

【地产建筑：新城控股(601155.SH)】结算业绩大幅下降，商业运营收入稳定增长——公司信息更新报告-20230403

【化工：海利得(002206.SZ)】越南工厂有望逐步释放利润，光伏膜或成为新增长点——公司信息更新报告-20230403

【医药：康龙化成(300759.SZ)】核心业务稳健增长，新业务服务能力持续加强——公司信息更新报告-20230403

【汽车：中国重汽(000951.SZ)】2022 年业绩下滑，待行业回暖释放业绩弹性——公司信息更新报告-20230402

【食品饮料：安琪酵母(600298.SH)】成本困境已过，海外有望提价——公司信息更新报告-20230402

研报摘要

总量研究

【策略】工业企业利润偏弱，背后是主动去库周期尚未结束——投资策略周报-20230402

张弛（分析师）证书编号：S0790522020002

“量”与“价”共同拖累工业企业利润，结构性亮点在电力设备与机械设备

1-2月全国规模以上工业企业利润总额累计同比增速为-22.9%，解读有以下原因：（1）工业企业利润总额的大幅下滑受到“量”和“价”的共同拖累，而工业企业营业收入利润率的大幅走弱是主要拖累项。（2）从产业链的角度来看，中游原材料加工是工业企业利润下滑的主要拖累项。（3）从42个细分行业来看，有6个行业利润总额累计同比增速出现回升，主要分布在中游制造业和公用事业，结构性亮点在电力设备和机械设备。（4）全A经营现金流同比增速同步或领先于归母净利润同比增速，经营现金流同比增速已出现上升趋势预示企业利润增速或重回上升通道。综上，当前工业企业利润总额累计同比增速的大幅下滑是“量”与“价”共同拖累的结果，而工业企业营业收入利润率的大幅走弱是主要拖累项；企业利润的下滑则进一步拖累了PMI，3月中国PMI累计同比增速（51.9%）较2月收缩1.3个百分点，叠加库存依旧较高，且库销比攀升等，反映了国内经济尚处于“下行末期”。在上述大的经济结构框架下，即便短期看到经济数据向好的方面波动，比如房地产数据短期改善，长期来看估值仍尚需修复。然而，基于经营现金流增速改善的趋势，我们无需过于悲观，静待经济框架下逻辑逐步变化后的经济渐进复苏。我们预计A股利润增速或最快或于2023年一季报出现触底回升，随后最快二季度国内居民薪资、就业也将趋于修复，届时国内经济复苏的预期及程度将明显增强，逐步走向“全面复苏”。国内企业盈利预期仍是底部向上，有望对A股上涨形成支撑。2023Q2国内工业企业利润仍存在结构性亮点，主要集中在电力设备和机械设备领域，期待“硬科技”能乘借财报“增速差”扩张东风，开启一轮阶段性反弹行情，其中机械自动化、半导体等或有望在产业与经济“双周期”驱动下走出更具持续性的反转行情。

年报业绩前瞻：盈利超预期公司主要集中在“制造业”和TMT

截至2023年3月31日，A股5131家上市公司中，已公布盈利预告的公司占比为52.3%；已公布2022FY实际业绩情况的公司占比为33.4%。其中，盈利预告超预期的占比为5.5%；实际盈利超预期占比为15.2%。行业整体盈利超一致预期幅度最大的行业包括医药生物、银行、基础化工和家用电器。从所有已公布盈利超预期的公司分布来看，主要集中在：医药生物（15.4%）、电子（11.5%）、电力设备（9.6%）、机械设备（7.7%）和计算机（6.5%）。

配置建议：（一）成长风格具备基本面支撑，且受益于流动性与风险偏好弹性或将是市场主线，包括：（1）增配硬科技：机械自动化、电力设备（储能、光伏）和新能源汽车（电池、整车）、半导体、通信设备、军工；（2）关注计算机、传媒、互联网3.0（数字经济）行业中的低估值方向。（二）券商布局正当时：“赔率”受益于流动性扩张周期，“胜率”静待基本面“反转”。（三）关注央企国企估值逻辑，包括：一带一路、纳入永续增长及提高分红等重要投资方向。

风险提示：经济复苏不及预期，美国货币政策超预期，工业用电未见明显扭转。

【固定收益】市场预期差下的转债投资机会——2023年4月十大转债——固收专题-20230403

陈曦（分析师）证书编号：S0790521100002 | 梁吉华（联系人）证书编号：S0790121120045

市场回顾：延续窄幅波动，TMT板块领涨

2023年3月转债和正股均呈震荡调整态势，在AIGC概念带动下TMT板块领涨市场。转债在正股上涨动力不足和债底保护下，小幅波动。从不同维度来看，低等级、高价转债表现较差，大盘、低价转债表现较好。

市场展望：预期差下的转债投资机会

当前市场存在预期差，机构投资者弱预期，后续或转为强预期，转债市场有望企稳上行。2023 年两会之后，经济增速目标略低于市场预期，政策没有强刺激，市场下行，反映了机构投资者对后续经济复苏预期较弱。

当前和 2022 年 10 月下旬较为相似，二十大会议后市场快速下行，机构投资者对经济和政策发力预期较弱。但政策主线依然是扩内需、稳增长，经济增长主要依靠经济内生动力和政府逆周期调节，后续政策的力度和可持续性可能超预期。

稳增长主要靠经济内生动力，政府逆周期调节不需要强刺激，也能实现经济企稳复苏。当前经济状况和 2019 年一季度类似，2019 年一季度经济面临较大的稳增长压力，房地产和出口增速都非常低，同时 2019 年两会赤字率只比 2008 年提高了 0.2%，政策没有进行强刺激；但是 2019 年 3 月经济企稳回升，主要依靠经济的内生动力，实行扩内需的政策；两会之后虽然没有进行强刺激，但是没有了防疫的压力，其他目标都是促进稳增长的，经济能够依靠内生动力企稳复苏。

2023 年是反转之年，是对 2021 年以来经济下行的反转。稳增长有望在 2023 年看到更多实效。基建有望继续保持高增速，并形成更多实物工作量。随着开工旺季的到来，尤其是北方天气转暖，开工可能出现较大幅度上升，有望形成更多实物工作量。

新房成交有望向二手房成交收敛，房地产市场有望企稳回升。疫情影响消退，居民收入预期和房价预期改善，保交楼政策持续推进，刚需和改善性需求释放。

居民部门具有顺周期性，经过三年疫情，当前居民部门高储蓄，政府逆周期调节下居民预期改善，储蓄转化为消费、投资，经济有望进入螺旋上行周期。

当前市场预期差较大，对经济复苏和政策发力预期较弱，我们展望后续四月份政治局会议，政策或延续稳增长主线，市场预期实现反转。

2023 年 4 月十大转债：布局受益于内需回升的相关个券

2023 年是经济反转型之年，政府发力稳增长，扩大内需成为稳增长的重要支撑，与内需紧密相关的大消费和基建产业链有望受益。

食品饮料、服装、医药流通、猪鸡肉、商贸零售等必须消费有望持续受益于消费复苏，汽车、美容护理、航旅酒店、小家电等可选消费恢复力度更强。基建高增速、地产修复下，施工环节的钢铁、水泥、玻璃、建筑等有望受益，后周期的消费建材、家居家电、装饰装修的需求有望增加。

择券上，我们建议加大股性转债和新券、次新券的配置力度。

风险提示：稳增长不及预期；疫情复发影响超预期；企业经营变化超预期。

【金融工程】港股通量化 30 组合月报：3 月组合收益 4.1%，4 月持仓较为均衡——金融工程定期-20230403

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 傅开波（分析师）证书编号：S0790520090003

港股市场 3 月概览：港股市场强势反弹

3 月港股市场强势反弹。恒生指数与恒生科技指数的收益率分别为 3.10% 和 9.65%。

美元兑港币持续升值。2022 年以来，受到美元加息影响，新兴市场货币普遍存在大幅贬值现象。截至 3 月 31 日汇率已达到 7.85 关口。

港股市场成交活跃度有所回升。3 月港股日均成交额 983.92 亿港元，较 2 月日均成交额 901.45 亿港元上升了 9.15%，港股通成分股日均成交额 830.34 亿港元，较 2 月日均成交额 747.53 亿港元上升了 11.08%。

港股通成分股资金流分析：3 月南下资金净流入大幅提升

3月两市港股通净流入金额大幅提升，3月总计净流入671.38亿港元，较2月大幅提升。

南下资金：净流入占比较高的行业为农林牧渔、基础化工、煤炭、传媒、轻工制造，净流出占比较高的行业为钢铁、家用电器、社会服务、有色金属、综合。

银行系：净流入占比较高的行业为家用电器、建筑材料、电力设备、社会服务、计算机，净流出占比较高的行业为煤炭、美容护理、商贸零售、轻工制造、国防军工。

券商系：净流入占比较高的行业为煤炭、钢铁、国防军工、纺织服饰、电子，净流出占比较高的行业为石油石化、电力设备、基础化工、汽车、传媒。

南下资金净流入占比居前的十只个股平均收益率-7.48%，银行系经纪商净流入占比居前的十只个股平均收益率-4.34%，券商系经纪商净流入占比居前的十只个股平均收益率-4.25%。

港股通量化30组合的3月绩效：组合收益率4.07%

在前期报告《港股优选：技术面、资金面、基本面》中，我们详细介绍了在港股通样本股中适用的各个因子，从结果上看在港股通成分中分组表现优异。为了跟踪多头组合的月度表现，我们在每月底对分数最高的前30只个股按照等权的方式构建港股通量化30组合。

2023年3月，港股通量化30组合的收益率为4.07%，恒生指数的收益率为3.10%，恒生科技指数的收益率为9.65%，组合超额收益率-2.30%。

从全区间来看（2015.1~2023.3），港股通量化30组合的年化收益率9.2%（基准为1.6%），收益波动比0.42（基准为0.06）。

港股通量化30组合的4月持仓

2023年4月的港股通量化30组合见下表3所示，整体在行业上较为均衡。

风险提示：模型测试基于历史数据，市场未来可能发生变化。

行业公司

【中小盘】新技术逐步验证，异质结降本增效进展迅速——中小盘周报-20230402

任浪（分析师）证书编号：S0790519100001 | 钱灵丰（联系人）证书编号：S0790122050018

本周市场表现及要闻：工信部：到2025年制定30项以上汽车芯片重点标准

市场表现：本周（2023.3.27-2023.3.31，下同）上证综指收于3273点，上涨0.22%；深证成指收于11726点，上涨0.79%；创业板指收于2400点，上涨1.23%。大小盘风格方面，本周大盘指数上涨0.58%，小盘指数上涨0.79%。2022年以来大盘指数累计下跌19.03%，小盘指数累计下跌12.52%，小盘/大盘比值为1.38。盐津铺子、北京君正、瀚川智能本周涨幅居前。

本周要闻：小鹏汽车计划2024年实现从车位到车位的智能导航辅助驾驶；吉利控股集团李书福：未来智能手机、智能汽车不再各行其道；TCL科技设立股权投资企业，拟投资半导体、光伏等领域；工信部：到2025年制定超30项汽车芯片重点标准；《电动中重卡共享换电车辆及换电站建设技术规范》标准发布；我国首次实现固态氢能发电并网，“绿电”与“绿氢”灵活转换。

本周重大事项：3月28日，赛腾股份发布第一类限制性股票激励计划，其业绩指标：以2022年为基数，2023、2024年扣除非经常性损益净利润增长10%、20%。

本周专题：新技术逐步验证，异质结降本增效进展迅速

异质结电池的设备、浆料、靶材等非硅成本较高。异质结电池的设备、浆料、靶材等非硅成本较高。设备投资方面，每 GW 投资成本仍高于 PERC，后续可通过零部件的国产化进一步降本。浆料成本方面，异质结电池两面均需银浆印刷，同时低温银浆生产工艺进一步增加 HJT 电池银耗。靶材方面，异质结电池的 TCO 层采用 PVD/RPD 设备溅射镀膜，较 PERC 电池新增了靶材成本。

HJT 经济性持平 Topcon/PERC 时即可实现大规模量产。目前 HJT 的经济性可通过两方面提升：一是通过多种技术手段降低硅片、非硅材料成本。短期看浆料和硅片降本进展，包括银包铜代替纯银浆制备电极，无主栅互连节约主栅银耗；以及硅片薄片化导入降本。中期关注铜电镀印刷电极/激光转印等金属电极制备优化技术，以及 TCO 材料国产化、靶材无钨化等材料降本技术。二是进一步提高组件效率以获得销售溢价。高效组件可有效降低电站度电成本，因而可获得一定溢价。据 InfoLink，当前 HJT 组件较 Topcon 溢价约 0.10-0.18 人民币/W，若进一步提高转换效率，HJT 组件有望获得更高溢价。短期关注双面微晶、光转膜量产进度，远期关注 HJT/钙钛矿叠层电池研发进展。

重点推荐主题和个股

智能汽车主题（华测导航、长光华芯、经纬恒润-W、炬光科技、中科创达、美格智能、均胜电子、华阳集团、北京君正、晶晨股份、联创电子、德赛西威、瀚川智能、源杰科技）；高端制造主题（凌云光、观典防务、杭可科技、奥普特、埃斯顿、矩子科技、青鸟消防、莱特光电、乾景园林、台华新材）；休闲零食主题（良品铺子、三只松鼠、盐津铺子）；宠物和早餐主题（佩蒂股份、巴比食品）。

风险提示：下游需求不及预期、市场竞争激烈、产品研发进度不及预期。

【社服】2023Q1 景区文旅开门红，出行持续恢复——行业周报-20230402

初敏（分析师）证书编号：S0790522080008

出行/免税：2023Q1 景区景气度高，出行持续恢复

景区景气恢复：2023Q1 全国旅游度假区景气度高，根据携程，2023 年一季度全国国家级旅游度假区内全部住宿设施预订量较 2022 年同期增长超过 300%，天目湖、峨眉山、泰山等热门景区接待游客情况均较 2019 年有大幅增长。访港数据追踪：本周（3.26-4.1）内地访客总入境人次达 49.1 万人，环比下降 11%；内地访港日均人数达到 7 万人次，恢复至 2019 年同期的 43.4%，本周内地访港人数恢复放缓。免税：中免 2022 年报业绩承压，受疫情影响较大。3 月 26 日中免成都天府国际机场免税店开业，强化中免口岸免税竞争优势，未来亦可期待市内免税店政策利好，以及三亚海棠湾免税店建设进展。

餐饮/酒店：重点公司 2022 年业绩承压，2023 年线下复苏强劲

（1）餐饮：奈雪的茶：2022 年疫情对线下零售带来较大挑战，2023 年以来线下消费不断恢复。2022 年公司营业收入 42.92 亿元/yoy-0.12%。归母净利润-0.66/yoy-71.21%。海伦司：公司 2022 年营收为 18.36 亿元/yoy+124%。毛利率 63.96%/yoy-6.7%。2022 年日销因品类属性、受疫情扰动较大，但 2023 年恢复弹性足。特海国际：增收控费业绩大幅好转，持续开拓海外中餐蓝海市场。2022 年收入 5.46 亿美元/yoy+84.3%，归母净利润-0.41 亿美元/yoy-173.5%，其中 2022H2 扭亏为盈，实现净利率 4.6%。（2）酒店：首旅酒店。2022 稳步拓店，全年新开店达 879 家，公司业绩有望触底反弹。华住集团：随着国内疫情防控政策放开，2022Q4RevPAR 持续反弹，基本恢复至疫情前水平。亚朵集团：2022 年酒店网络稳健扩张，截止 2022 年底亚朵集团在营酒店数量达到 932 家/yoy+25%；房间数达 10.8 万间/yoy+25%。

美丽/医美：重点公司 2022 年业绩亮眼，2023 年期待更佳表现

（1）倍加洁：2022 年公司归母净利润 9730.85 万元/yoy+30.1%，利润端改善明显系 2022 年全年管理控制存货量，原材料价格下降以及产品结构调整。（2）贝泰妮：公司积极应对经济下行带来的负面影响，2022 年业绩高增，实现营收 50.14 亿元/yoy+24.7%，归母净利润 10.52 亿元/yoy+21.8%。（3）华熙生物：2022 年公司保持良好发

展态势，业绩高增。实现营业总收入 63.59 亿元/yoy+28.5%，归母净利润 9.71 亿元/yoy+24.2%。

本周社服板块整体上行，旅游类领涨

本周（2023.3.27-2023.3.31，下同）社会服务指数+2.77%，跑赢沪深 300 指数 2.18pct，在 31 个一级行业中排名第 3；2023 年初至今社会服务行业指数-0.04%，低于沪深 300 指数的+3.58%，在 31 个一级行业中排名第 13。本周（3.27-3.31）涨幅前十名以旅游类领涨。

受益标的：医思健康、复星旅游文化、科锐国际、北京城乡、外服控股、中国中免、海伦司、九毛九、康冠科技、科思股份、中兵红箭、黄河旋风、华熙生物、爱美客、珀莱雅、贝泰妮、锦江酒店、首旅酒店、中国黄金、米奥会展

风险提示：疫情反复，项目落地不及预期，出行不及预期，行业竞争加剧等。

【医药】医疗+AI，提效降本、辅助赋能助力赛道高质量发展——行业周报-20230402

蔡明子（分析师）证书编号：S0790520070001 | 司乐致（联系人）证书编号：S0790121120016 | 龙永茂（联系人）证书编号：S0790121070011

一周（2023.3.27-2023.3.31，下同）观点：中国 AI 医疗市场潜力较大，行业有望长期保持高速增长

AI 医疗市场前景广阔，细分赛道进展较快。据预测 2024 年中国 AI 医疗市场达到 60.6 亿元，5 年复合增速达到 53.1%，目前具备先发优势的细分赛道集中在医学影像识别、药物开发、病理诊断等，其中 AI 制药发展最为迅速，医学影像识别积累最充分，已获批 AI 医疗注册产品以影像类为主。据国家药监局数据，相关已注册 AI 产品中，CT 影像占据绝大部分，如联影医疗的肺结节 CT 影像辅助检测软件、东软医疗的乳腺 X 射线图像计算机辅助检测软件等，同时由于国内对智慧医疗的长期支持，CDSS 和手术机器人的注册数较多，另外在辅助诊断、AI 制药尚处于技术开发阶段，建议关注 AI 应用落地标的。

一周观点：2023Q1 板块预期稳健增长，院内外疫后复苏兑现

医药整体板块一季度业绩预期稳健增长，院内外疫后复苏兑现，当前企业生产、订单、销售、服务等回归正常秩序；中药原材料、大宗化工品等上游价格回落，下游结构优化；整体板块收入及毛利率有望持续提升，当前估值仍处于历史地位水平，长期投资价值凸显。医疗服务：体检、辅助生殖、医美等之前受损严重的赛道反弹明显，需求快速恢复，预计二至四季度业绩环比同比持续改善。零售药店：2022Q1 零售药店在四类药管控政策下形成了低基数，预计 2023Q1 板块稳健增长；CXO：企业在手订单较为充裕，整体业绩韧性较好，全年业绩兑现度较高。建议关注为客户提供差异化服务、为仿制药提供研发服务的公司并销售分成增厚、临床 CRO 复苏和业绩增长确定性较高的企业；医疗器械：医疗设备板块建议关注贴息贷款、配置证放开政策、新基建持续受益和 AI 辅助诊断热点赛道。体外诊断板块，建议积极关注国产化率较低，集采可快速提升市场份额的龙头公司，及高速增长的分赛道。高低值耗材板块，建议关注手术量恢复受益、创新器械放量和 2023H1 业绩表现较佳标的；血制品：医院正常的诊疗恢复，促进白蛋白、静丙、因子类等产品的需求回升，建议关注浆站数量多，浆站拓展能力强的血制品企业；疫苗：成人疫苗和儿童疫苗的接种需求逐步回升，建议重点关注需求端恢复明显，拥有创新疫苗品种的企业；制药：院内用药持续恢复，创新药领域，建议重点关注潜在市场空间大，技术进步大的细分行业。仿制药领域，建议关注竞争格局好，集采风险低的领域。

推荐及受益标的

推荐标的：4 月金股：九芝堂、振德医疗、美年健康、迪安诊断、国际医学、康为世纪、博雅生物、希玛眼科。稳健组合：康龙化成、昌红科技、迈瑞医疗、海尔生物、开立医疗、羚锐制药、康缘药业、人福医药、东诚药业、益丰药房、老百姓、健之佳、海吉亚医疗、新天药业、寿仙谷、太极集团、中国中药。弹性组合：泓博医药、皓元医药、药石科技、美迪西、海泰新光、澳华内镜、戴维医疗、采纳股份、博腾股份、康拓医疗、完美医疗。受益标的：迪瑞医疗、赛科希德、华大基因、金域医学、润达医疗、医渡科技、微创机器人、卫宁健康、爱

康医疗、春立医疗、联影医疗、怡和嘉业、美好医疗。

风险提示：政策执行不及预期，行业黑天鹅事件。

【传媒】继续加码布局“AIGC+游戏/电商/教育/IP”——行业周报-20230402

方光照（分析师）证书编号：S0790520030004 | 田鹏（联系人）证书编号：S0790121100012

GDC 中国行或加速 AIGC 在游戏中的应用落地，继续推荐游戏板块

在 3 月 31 日的“GDC2023 中国行—予力游戏、赋能开发”大会上，微软中国分享了 OpenAI 在游戏 NPC 和制作场景中的应用案例等，完美世界分享了 AIGC 对游戏资产管线的影响，具体包括：在游戏资产快速创建方面，Roblox 推出的 MaterialGenerator 可以根据文字提示生成游戏物品，完美世界使用 StableDiffusion 生成场景、道具、武器等；在 NPC、剧情、关卡及对话情节生成方面，VR 游戏 Modbox 通过 GPT 与 Replica 语音合成技术创造了交互体验突出的 NPC，育碧通过 Ghostwriter 辅助设计游戏中的剧情及对话情节；在游戏运营方面，PlayFabEconomyV2 可为游戏创建、管理虚拟物品等，AzurePlayFabML 可预测玩家流失率并留住玩家等。另外，据 36 氪报道，3 月 30 日腾讯集团高级执行副总裁、云与智慧产业事业群 CEO 汤道生表示，腾讯正在研发类 ChatGPT 聊天机器人。我们认为，全球科技巨头基于自然语言大模型的陆续推出及开放 API 或插件，将推动大模型在垂直细分领域的应用不断落地，并打开商业化空间，基于技术成熟度和用户付费意愿，在游戏领域的落地进度或更快。基于 Dalle-2、Midjourney、StableDiffusion 等 AI 工具及 GPT 大模型，AIGC 在场景、画面、道具、剧情方面已开始广泛运营，GDC 中国行或推动 GPT 大模型在游戏研发、测试、运营、客服等环节的应用加快落地，一方面降本并提高游戏开发效率，另一方面通过丰富游戏内容、增强交互性等，或驱动游戏用户规模、时长和 ARPU 提升，打开游戏商业化天花板。我们认为，AIGC 或将继续驱动游戏板块估值提升，建议加大对游戏板块布局力度的同时，优选产品流水处于爬坡期或新品储备丰富，预期业绩弹性更大的标的，重点推荐姚记科技、腾讯控股、网易-S、心动公司、吉比特、完美世界、创梦天地，受益标的包括神州泰岳、昆仑万维、巨人网络、盛天网络、汤姆猫、宝通科技、三七互娱、顺网科技、世纪华通等。

继续把握“AIGC+电商”、“AIGC+教育”、“AIGC+IP”投资机会

(1) AIGC+电商：OpenAI 已开放在线购物等插件，大模型或赋能电商平台人货匹配效率提升，自身具备流量基础的导购平台或更受益于大模型接入带来的效率提升和流量增长，头部代运营公司基于 AI 工具或明显降本，从而提升净利率；电商板块重点推荐值得买、壹网壹创、东方甄选、快手-W。(2) AIGC+教育：大模型的迭代进化、AIGC 应用的不断落地以及政策对于人工智能教育重视程度的提升（浙江省将人工智能列入中小学必修课），或推动青少年 AI 培训市场规模加快增长，而垂直细分领域的海量教学数据（如题库）与大模型结合，或驱动 AI 辅助教学细分市场空间打开，教育板块受益标的包括盛通股份、世纪天鸿。(3) AIGC+IP：多模态大模型或缩短 IP 从上游到下游的变现周期，基于头部 IP 的稀缺性和流量基础，用于丰富优质 IP 储备的内容公司或更受益，IP 内容板块重点推荐阅文集团、芒果超媒、奥飞娱乐，受益标的包括中文在线、上海电影、光线传媒、华策影视、捷成股份、爱奇艺等。

风险提示：大模型发布后的效果不及预期，AIGC 商业化进程低于预期。

【地产建筑】集中土拍热度回升明显，厦门放松限购限售——行业周报-20230402

齐东（分析师）证书编号：S0790522010002

核心观点：集中土拍热度回升明显，厦门放松限购限售

我们跟踪的 64 城新房面积连续 4 周同比实现增长，年初以来同比降幅缩窄至 1%；23 城二手房连续 6 周成交面积同比增长超 85%，销售市场回暖节奏持续超预期。深圳、成都、杭州、合肥集中土拍均有超过半数地块封顶成交，摇号企业数量显著提升，重点土地投资热度显著回升。中央两部全面推动带押过户，进一步增加楼市流通性，同时经济日报呼吁落实改善型购房需求政策，以及厦门限购限售政策松动，也意味着宽松购房政策有望延

续。我们认为新房市场基本面复苏态势初显，二手房成交持续回暖，市场信心有望持续提升，行业估值将陆续修复，板块仍具备较好的投资机会，维持行业“看好”评级。

政策端：全面推进“带押过户”，厦门限购限售政策松动

中央层面：自然资源部、银保监会推动省会城市、计划单列市率先实现“带押过户”，并逐步向其他市县拓展，逐渐实现地域范围、金融机构和不动产类型全覆盖。经济日报呼吁应切实落实好合理支持改善性住房需求的相关政策，适时降低改善性需求置换成本，因城施策对改善首付比例和贷款利率进行调整优化。

地方层面：厦门限购限售松动，户籍单身人士可以购买第二套住房，户籍二孩以上家庭可以购买第三套住房，限售改为网签之日起2年。沈阳最低首套房贷利率3.8%，北京、青岛、东莞等城市正式推进二手房交易“带押过户”模式。

市场端：新房成交同比持续增长，集中土拍热度回升明显

销售端：2023年第13周，全国64城商品住宅成交面积629万平米，同比增加40%，环比增加22%；从累计数值看，年初至今64城成交面积达5027万平米，累计同比下降1%。全国23城二手房成交面积为253万平米，同比增速93%，前值125%；年初至今累计成交面积2223万平米，同比增速63%，前值60%。

投资端：2023年第13周，全国100大中城市推出土地规划建筑面积2544万平方米，成交土地规划建筑面积2355万平方米，同比增加4%，成交溢价率为4%。六城集中土拍成功出让。成都3宗涉宅用地全部熔断成交，揽金38.06亿元，平均溢价率14.5%。杭州10宗宅地最终6宗触顶摇号，揽金144.8亿元，平均溢价率10.2%，6宗摇号地块中平均摇号家数34家。合肥6宗涉宅地共吸引了40余家房企参与报名，参拍民企占比达55%左右，最终5宗触顶竞品质，揽金67.87亿。深圳5宗宅地中3宗封顶、1宗溢价，揽金72亿元。宁波10宗地块4宗触顶，揽金46.5亿，其中老江东地块共有50家房企入围摇号。长春首批次集中供地共挂牌8宗涉宅地块，最终7宗底价、1宗终止，揽金39.2亿元。

融资端：国内信用债发行同比下降

2023年第13周，信用债发行85.6亿元，同比下降33%，环比下降59%，平均加权利率4.76%，环比增加130BPs；信用债累计同比发行1304.8亿元，同比增长1%；海外债无新增发行。

风险提示：（1）行业销售恢复不及预期，融资改善不及预期，房企资金风险进一步加大；（2）调控政策超预期变化，行业波动加剧。

【家电：九阳股份(002242.SZ) 2022Q4 盈利能力迎拐点，关注 2023 年业绩改善——公司信息更新报告-20230403

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002 | 周嘉乐（分析师）证书编号：S0790522030002 | 陆帅坤（联系人）证书编号：S0790121060033

2022Q4 盈利能力迎拐点向上，看好 2023 年内外销改善，维持“买入”评级

2022 年公司实现营收 101.77 亿元(-3.45%)，归母净利润 5.3 亿元(-28.98%)，扣非归母净利润 5.47 亿元(-8.3%)，非经常性损益主要来自于信托及基金产品公允价值变动损失。2022Q4 营收 32.52 亿元(-7.32%)，归母净利润 0.25 亿元(-69.79%)，扣非归母净利润 0.89 亿元(+76.66%)，Q4 盈利拐点向上。考虑到渠道建设和产品推广下费用阶段性提升，我们下调 2023-2024 年盈利预测，并新增 2025 年盈利预测，预计归母净利润 7.72/8.62/9.57 亿元（2023-2024 年原值为 8.11/9.33 亿元），对应 EPS 为 1.01/1.12/1.25 元，当前股价对应 PE 为 17.8/15.9/14.4 倍，考虑到产品结构升级及渠道建设稳步推进，维持“买入”评级。

2022 年线上渠道保持平稳，2022H2 营养煲及食品加工机营收增速改善

分品类看，2022 年公司食品加工机/营养煲/西式电器/炊具/其他产品营收同比分别

-7.5%/-3.3%/+4.97%/-15.6%/+20.32%，西式电器增长主系空气炸锅拉动，其中 2022H2 食品加工机/营养煲/西式电器/炊具系列营收同比分别-5%/+3%/-13%/-25%，H2 食品加工机增速环比改善，营养煲同比恢复正增长主要系太空系列产品拉动。分区域看，2022 年公司境内/境外分别实现营收 88.5/13.26 亿元，同比分别-2.56%/-9.03%，其中向 JS 环球生活销售产品收入 11.63 亿元（-2.08%），2022H2 境内/境外营收同比分别-4.5%/-13.4%。分渠道看，2022 年公司线上/线下分别实现营收 61.6/40.17 亿元，同比分别-0.22%/-8.02%。

产品结构优化带动内销毛利率提升，建议关注 2023 年内外销改善

2022 年整体毛利率 29.09%（+1.3pct），其中境内毛利率同比+1.77pct，毛利率提升主要系产品结构优化及成本回落。费用端，2022 年销售/管理/研发/财务费用率同比分别+0.66pct/+0.37pct/+0.44pct/-0.47pct。综合影响下 2022 年扣非净利率 5.38%（-0.28pct），2022Q4 扣非净利率 2.73%（+1.3pct），Q4 盈利迎拐点向上。展望后续，公司公告预计 2023 年外销恢复双位数增长，建议关注内外销改善。

风险提示：海外需求持续疲弱；产品结构优化不及预期；原材料价格上涨等。

【电力设备与新能源：科华数据(002335.SZ)】“双子星”战略稳步推进，储能业务放量可期——公司首次覆盖报告-20230403

殷晟路（分析师）证书编号：S0790522080001 | 鞠爽（联系人）证书编号：S0790122070070

UPS 龙头企业，智慧电能和数据中心基本盘稳固，新能源开始发力

公司是国内 UPS 龙头企业，2010 年上市后确立智慧电能、数据中心、新能源三核驱动业务体系，2021 年成立全资子公司科华数能聚焦新能源业务，打造科华数据+科华数能的“双子星”战略布局。公司高度重视产品研发和技术创新，产品覆盖齐全、技术积淀深厚、项目经验丰富，叠加全球储能市场进入快速发展期，我们预计公司 2022-2024 年营业收入为 61.35/103.21/136.50 亿元，归母净利润为 3.39/7.45/9.23 亿元，对应当前股价 PE 为 63.8/29.1/23.5 倍，维持“买入”评级。

1500V 高压储能系统先发优势明显+户储渠道突破美国市场，储能订单井喷

公司积极布局大储和户储赛道。大储系统方面，公司 2022 年 5 月推出 1500V 液冷储能系统，与传统风冷集装箱相比，降本增效显著。大储 PCS 方面，根据 IHSMarkit 数据，公司 2021 年储能变流器出货位居全球第五，国内第二。储能系统方面，公司近期斩获多项储能订单，2022 年 9 月以来在国内中标三项大储项目，累计中标量高达 640MWh，12 月在美国签订三个储能项目。户储方面，公司推出 iStoragE 系列户用光储一体机产品，并与多地经销商积极开展合作。技术加持配合渠道突破，美欧澳户储订单累计 390MWh。我们认为公司凭借技术先发优势，配合品牌优势及海外渠道建设，有望在行业高景气周期内充分受益。

数据中心业务短期承压，看好长期成长

国家经济数字化转型持续推进，驱动算力需求扩张，托底 IDC 服务刚需；人工智能、5G 等新兴市场进一步拉动需求增长。公司数据中心 PUE 指标行业领先，深度合作腾讯等战略大客户，数据中心业务长期成长明确。

聚焦高端电源，公司智慧电能业务盈利水平不断提升

公司是国内 UPS 电源龙头企业。当前 UPS 需求平稳，行业竞争格局稳定。公司聚焦高端电源，通过研发创新推动产品的智能化、定制化、大功率、模块化，毛利率逐年上行，我们预计公司智慧电能业务营收增长平稳，盈利持续提升。

风险提示：原材料价格上涨风险、储能需求不及预期、海外市场开拓不及预期。

【计算机：恒生电子(600570.SH)】降本增效效果显著，AI+金融未来可期——公司信息更新报告-20230403

陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001 | 闫宁（联系人）证书编号：S0790121050038

证券 IT 龙头，维持“买入”评级

公司发布 2022 年报，降本增效效果显著，关注 AI 带来的发展机遇。我们上调 2023-2024 年、新增 2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年的归母净利润为 18.08、23.70、31.05 亿元（原为 15.95、20.02 亿元），EPS 为 0.95、1.25、1.63 元（原为 0.84、1.05 元），当前股价对应 PE 为 60.5、46.2、35.2 倍，维持“买入”评级。

事件：公司发布 2022 年年报

（1）财务表现：2022 年，公司实现收入 65.02 亿元，同比增长 18.30%，在疫情背景下表现出较强韧性。大零售 IT、大资管收入分别为 15.35、28.05 亿元，同比分别增长 9.53%、27.97%。实现扣非归母净利润 11.44 亿元，同比增长 20.90%。

（2）业务进展：O45 产品成熟度持续提升，2022 年上线 16 家客户；量化交易产品宽途发展势头强劲；信创工作取得阶段性成果，大部分主产品完成适配落地。

降本增效效果显著，业绩拐点或现

（1）费用方面，2022 年，公司销售、管理、研发费用率分别为 9.49%、13.38%、36.08%，同比分别-0.66、+0.98、-2.84 个百分点，管理费用增长主要系公司生产基地投入使用固定资产折旧增加所致，公司整体费用管控效果显著。（2）人效方面，截至 2022 年底，公司人员总数 13347 人，与 2021 年基本持平，公司平均人效达 48.7 万元/人，同比增长 18%。2022 年以来，公司持续提升人效、控制费用增长，降本增效成果显著，预计 2023 年有望延续，公司业绩拐点或现。

金融是 AIGC 优质变现场景，AI+金融前景广阔

金融行业拥有大量 C 端用户，积累了海量数据，应用场景丰富，是 AIGC 优质变现场景。公司旗下恒生研究院持续部署包括 AI 在内的前沿技术，未来将积极探索 AIGC 与金融核心业务场景的应用融合。公司及子公司恒生聚源表示成为百度文心一言首批生态合作伙伴，未来将集成文心一言能力，在投研、投顾、营销、客服、运营等场景开展规模应用，有望为公司业务带来广阔增量空间。

风险提示：产品推广不及预期；证券 IT 投入不及预期；政策推进不及预期。

【地产建筑：新城控股(601155.SH)】结算业绩大幅下降，商业运营收入稳定增长——公司信息更新报告-20230403

齐东（分析师）证书编号：S0790522010002

商管业务保持增长，行业下行减值增加，维持“买入”评级

新城控股发布 2022 年年报，实现营业收入 1154.57 亿元，同比下降 31.4%；实现归母净利润 13.94 亿元，同比下降 88.9%；经营性净现金流 145.35 亿元，同比下降 33.89%；基本每股收益 0.62 元，拟不进行现金分红。受行业销售下行影响，我们下调 2023-2024 并新增 2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 46.1、55.8、62.5 亿元（2023-2024 年原值为 56.7、68.9 亿元），EPS 分别为 2.04、2.47、2.77 元，当前股价对应 PE 估值分别为 8.0、6.6、5.9 倍。公司商管业务持续扩张，吾悦广场轻重并举，未来业绩回升可期，维持“买入”评级。

结算减少叠加减值增加，利润水平大幅下降

公司业绩下降主要因为：（1）房地产结转收入和毛利大幅下降，2022 年整体毛利率 20.03%，同比下降 0.42pct；其中开发业务结算收入 1048.8 亿元，同比下降 33.7%；结算毛利率 15.4%，同比下降 2.26pct；（2）受整体市场环境影

销售承压土储充足，运营收入保持增长

公司 2022 年销售金额约 1160.5 亿元，销售面积约 1191.5 万方，同比下降 50.4%和 49.4%；实现全口径资金回

笼 1329 亿元，资金回笼率 115%。截至 2022 年底，公司在建项目面积 5367 万方，已售未结转面积 2914 万方，可售土储 4915 万方，其中一二线和长三角三线城市占比 62%。公司 2022 年商业运营总收入为 100.1 亿元，同比增长 15.8%，占公司业绩贡献比重逐步提高，其中物业出租及管理毛利率 72.6%。公司 2022 年新开业 15 座吾悦广场，截至 2022 年底，公司已布局 194 座，已开业 145 座，开业面积 1319.7 万方，整体出租率 95.13%，经营情况保持相对稳定，2023 年商业运营收入目标 110 亿元。

融资渠道重新打开，作为示范民企获得支持

公司 2022 年境内公开债券融资约 40 亿元，在境外新发优先绿色美元票据募资 1 亿美元，整体平均融资降至 6.52%。截至 2022 年底，公司获各大银行授信总额度 1206 亿元，同时与各大银行签订战略合作协议获 1400 亿元意向授信额度。

风险提示：政策调控风险，三四线城市项目去化风险，吾悦广场拓展不及预期。

【化工：海利得(002206.SZ)】越南工厂有望逐步释放利润，光伏膜或成为新增长点——公司信息更新报告-20230403

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 龚道琳（分析师）证书编号：S0790522010001 | 蒋跨越（联系人）证书编号：S0790122010041

2022 年公司营收逆势保持增长，未来多个项目驱动成长，维持“买入”评级

3 月 30 日晚间，公司发布 2022 年年度报告，公司实现营收 55.12 亿元，同比+8.77%；归母净利润 3.32 亿元，同比-42.24%。2022 年成本高位，下游需求承压，造成公司利润下滑，我们下调 2023-2024 年、新增 2025 年盈利预测：预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 5.07(-1.66)、5.82(-2.00)、6.23 亿元，对应 EPS 分别为 0.43(-0.12)、0.50(-0.14)、0.53 元/股，当前股价对应 PE 分别为 13.8、12.0、11.2 倍。我们认为越南工厂将逐步贡献利润，帘子布和光伏膜将成为未来增长点，维持“买入”评级。

成本端承压，需求端增速放缓，越南工厂进入转固状态拖累公司业绩

2022Q4 公司实现营收 12.98 亿元，环比-9.23%；实现归母净利润 0.51 亿元，环比-26.09%。我们从营业成本/营业收入来看，Q4 为 85.2%，为全年单季度最高值，成本压力不减，影响公司毛利率水平，Q4 单季度毛利率为 14.84%，全年毛利率呈现逐季度下滑状态。涤纶工业丝在 2022 年的毛利率为 16.29%，为 2013 年以来的最低水平，其中越南工厂（主要为工业丝产品）在 2022 年亏损 8841.87 万元，对工业丝板块造成较大拖累。帘子布在 2022 年的毛利率为 26.71%，较周期高点 2021 年的 35.22%下滑明显，但是整体依旧处于盈利能力较强状态。成本和需求端双向承压，导致公司 2022 年增收不增利。

工业丝、帘子布、石塑地板、新能源材料等助力公司保持高成长

据公司公告，越南工厂 7.9 万吨气囊丝已投产，剩余 3.1 万吨产能将视车用丝认证进度逐步投产；公司已经完成帘子布技改项目的最后一条生产线，目前帘子布产能已达 6 万吨；此外，年产 1200 万平方米石塑地板项目已实现投产。公司持续进行研发投入，战略性布局光伏反射膜产品，并加速光伏反射材料的升级迭代，并已于 2021 年 6 月取得首个订单，目前国内外市场持续推进，正加快国内外客户订单落地。我们看好越南工厂逐步释放利润，光伏反射膜或成为增长点。

风险提示：下游需求持续低迷，产能投放不及预期，贸易摩擦加剧。

【医药：康龙化成(300759.SZ)】核心业务稳健增长，新业务服务能力持续加强——公司信息更新报告-20230403

蔡明子（分析师）证书编号：S0790520070001 | 余汝意（联系人）证书编号：S0790121070029

收入端稳健增长，利润端受新业务投入影响短暂承压

公司发布 2022 年年度报告，2022 年实现营业收入 102.66 亿元，同比增长 37.92%；经调整 Non-IFRS 利润 18.34 亿元，同比增长 25.46%；扣非后归母净利润 14.21 亿元，同比增长 6.01%。公司核心业务稳健增长，利润端受新业务处于投入期影响，增速较慢。2022 年公司引入约 800 家新客户，在手订单同比增长约 30%，为公司未来业绩的稳定增长奠定基础；同时，随着临床 CRO 与生物大分子、CGT 等新兴业务的快速发展，公司的成长空间将进一步打开。鉴于新业务仍处于投入期，我们下调 2023-2024 年并新增 2025 年盈利预测，预计 2023-2025 的归母净利润为 20.01/26.57/34.92 亿元(原预计 23.85/30.53 亿元)，EPS 为 1.68/2.23/2.93 元，当前股价对应 PE 为 34.0/25.6/19.5 倍。考虑新业务有望逐步减亏，公司营业利润有望陆续兑现，我们维持“买入”评级。

核心业务稳健增长，实验室业务联动 CMC 业务快速发展

2022 年公司实验室与 CMC 业务分别实现营收 62.45/24.07 亿元，同比增长 36.77%/37.83%，业绩增长稳健。实验室服务为公司的核心业务，随着实验室化学和生物科学协同效应的加强，一体化服务的优势将进一步显现，进而推动实验室服务快速增长。同时，实验室服务持续向 CMC 导流，有望推动小分子 CDMO 业务加速增长，CMC 服务迈入发展快车道，为公司业绩贡献较大增量。

临床 CRO 进入高质量发展阶段，生物大分子服务能力有望加强

2022 年公司临床 CRO 实现营收 13.94 亿元，同比增长 45.72%；员工数量达 3602 人，正在进行的项目数超过 1100 个，临床 CRO 已进入高质量发展阶段。公司在大分子和 CGT 两块新业务领域已初步搭建起具有优势的一体化技术平台，2022 年合计实现营收 1.95 亿元，同比增长 29.26%。同时，为进一步加快新业务领域研发服务能力的建设，全资子公司康龙生物拟进行 9.5 亿元的股权融资，推动新兴业务快速发展，进一步打开中长期的成长空间。

风险提示：订单交付不及预期；核心技术人员流失；环保和安全生产风险。

【汽车：中国重汽(000951.SZ)】2022 年业绩下滑，待行业回暖释放业绩弹性——公司信息更新报告-20230402

邓健全（分析师）证书编号：S0790521040001 | 赵悦媛（分析师）证书编号：S0790522070005

2022 年公司实现归母净利润 2.14 亿元，同比下滑 79.41%

2023 年 3 月 30 日，公司发布 2022 年年度报告。2022 年公司实现营收 288.22 亿元，同比-48.62%；实现归母净利润 2.14 亿元，同比-79.41%；实现毛利率/净利率分别为 6.18%/1.82%。从单季度看，2022Q4 实现营收 63.67 亿元，同比-11.10%；实现归母净利润-1.43 亿元，同比-27.06%。考虑到 2023 年重卡行业需求有望回暖，我们下调 2023/2024 年盈利预测，新增 2025 年盈利预测，预计 2023/2024/2025 年归母净利润为 8.16 (-3.4) /12.76 (-3.7) /19.7 亿元，EPS 为 0.69/1.09/1.68 元/股，对应当前股价 PE 为 24.3/15.5/10.1 倍，伴随重卡行业景气度回升，公司销量及业绩有望逐步修复，维持“买入”评级。

细分市场取得显著突破，海外市场创新高

公司加快产品升级与结构调整，深耕国内细分市场。2022 年公司凭借产品组合优势及良好口碑，在牵引车市场获领先销量；在载货车市场实现市占率提升，首次进入行业前沿；在搅拌车市场加强市场开发，市场占有率继续保持业内第一；在专用车市场实现全覆盖，冷藏车市场市占率提升显著。同时，公司紧抓海外市场发展机遇，产品出口量创历史新高。未来公司将全力推动重汽国际拓展海外市场，疏解国内市场景气度不足的影响，提高抗市场波动能力。

行业景气度有望回暖，2023 年盈利能力或逐步修复

2022 年受内外不利因素影响，公司实现重卡销量 9.6 万辆，同比-52.5%。2023 年在经济回暖及扩大内需政策下，物流及工程重卡新增需求有望增长；叠加国四重卡淘汰加速推进，重卡更新需求有望释放。新增及替换需

求双重作用下，重卡行业景气度有望回升，公司重卡销量有望提振。此外，公司费用管控能力优秀，不断推进降本增效，2022 年公司费用率为 3.2%，同比下降 0.07 个百分点，主要系公司及时进行人员、渠道、广告费用等方面的调整，使得费用率持续改善。2023 年，公司整体营收及盈利能力或在回暖背景下持续修复，实现高质量增长。

风险提示：行业回暖不及预期、需求扩张不及预期、海外市场波动超预期等。

【食品饮料：安琪酵母(600298.SH)】成本困境已过，海外有望提价——公司信息更新报告-20230402

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003 | 方勇（分析师）证书编号：S0790520100003

估值低点，海外市场有望提价，维持“买入评级”

2022 年营收 128.43 亿元、同比+20.31%，扣非前后归母净利 13.21、11.14 亿元，同比+0.97%、+5.11%；2022Q4 营收 38.61 亿元，同比+25.29%，扣非前后归母净利 4.24、3.07 亿元，分别同比+45.96%、+90.04%。因糖蜜成本下降低于预期，下调 2023-2024 年归母净利预测至 15.47、19.49 亿元（前次 16.94、22.35 亿），新增 2025 年归母净利润预测 25.59 亿元，对应 2023-2025 年 EPS1.78、2.24、2.94 元，当前股价对应 2023-2025 年 23.4、18.6、14.2 倍 PE，海外市场有望提价，维持“买入”评级。

2022 年国内消化提价影响、国际增长，制糖支撑收入规模增长

从产品看：(1)酵母系列继续稳定增长，2022 年营收同比+12.98%；(2)制糖业务爆发，2022 年营收同比+68.09%；(3) 2022 年包装和奶制品营收同比+13.92%、-74.99%。分区域看：(1) 国内市场 2022 年全年营收 88.68 亿元、+13.92%，提价后实际销量略有下滑，主因下游烘焙需求疲软；(2) 海外营收 39.23 亿元、+39.02%，海外市场自 2022Q2 以来持续加速，主因公司抓住对手退出俄罗斯市场、欧洲产能高成本下供给不足下抢占市场份额。

2022 年成本高企，净利率底部运行

2022 年净利率 10.50%、同比-1.88pct，其中毛利率同比-2.54pct，酵母、制糖、包装、奶制品毛利率同比-1.35pct、+3.15pct、-4.60pct、-3.21pct，主因糖蜜成本上涨。销售费用率管理费用率同比-0.57pct、-0.33pct，主因薪酬费用率下降。

2023 年平稳增长、成本困境已过，提价动作有待观察

已完成采购的糖蜜价格同比略降，自产水解糖价格略高于糖蜜，预计综合成本同比持平，成本困境已过、长期成本管控更加灵活，展望 2024 年全球大宗农产品有望回落、糖蜜价格有望下降。2023 年在十四五规划引领下，公司收入有望保持快速增长，海外市场增长较好，或有望再提价。

风险提示：汇率波动风险、产能消化风险、国际需求下降风险

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn