

晨会纪要

数据日期: 2023-03-30	上证综指	深证成指	沪深300指数	中小板综指	创业板综指	科创50
收盘指数(点)	3261.24	11651.83	4038.52	12297.94	2894.17	1065.69
涨跌幅度(%)	0.65	0.62	0.80	0.13	-0.08	0.33
成交额(亿元)	4016.34	5430.36	2800.04	2049.17	2290.91	787.90

晨会主题

【重点推荐】

行业与公司

香飘飘(603711.SH) 深度报告: 冲泡奶茶龙头盈利恢复, 即饮业务有望起量
 圣农发展(002299.SZ) 财报点评: Q4 盈利同比+174%, 一体化经营稳步扩张

【常规内容】

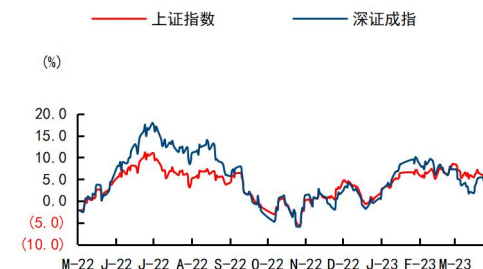
宏观与策略

固定收益投资策略: 2023 年 4 月 “十强转债” 组合

行业与公司

化妆品专题系列十一: 彩妆行业专题品效升级再争艳, 美韵东方国风起
 房地产行业 2023 年 4 月投资策略-销售持续复苏, 优选增长标的
 容百科技(688005.SH) 财报点评: 四季度盈利稳步修复, 正极业务持续拓展
 福莱特(601865.SH) 财报点评: 2022 年利润承压, 2023 年产能快速扩张
 申洲国际(02313.HK) 财报点评: 2022 年净利润增长 35%, 预期今年下半年订单改善
 碧桂园服务(06098.HK) 海外公司财报点评: 业绩表现承压, 主动寻求优化
 建设银行(601939.SH) 财报点评: 业绩增长平稳, 资产增速提升
 巨星农牧(603477.SH) 财报点评: 2022Q4 盈利表现优秀, 生猪成本行业领先
 中国通号(688009.SH) 财报点评: 轨交控制系统全球领先企业, 2022 年归母净利润增长 10.96%
 淮北矿业(600985.SH) 财报点评: 煤焦一体业绩稳健, 精细化延伸可期
 贝泰妮(300957.SZ) 财报点评: 2022 年业绩平稳过渡, 股权激励强化发展信心
 三利谱(002876.SZ) 财报点评: 22 年净利润承压, 车载、VR Pancake 等偏光片新品量产
 恒玄科技(688608.SH) 财报点评: 业绩短期承压, 多元化布局有望打开长期成长空间
 江海股份(002484.SZ) 财报点评: 新能源和电动车市场高景气, 全年归母净利润增速 52%

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

主要市场指数 03月31日

	收盘指数	涨跌幅%
道琼斯	33597.92	0
纳斯达克	10961.46	-0.48
S&P500	3801.78	-0.44
法国 CAC40	6000.24	-0.72
德国 DAX	14261.19	-0.57
日经 225	27574.43	-0.4
恒生	20309.13	0.57

基金指数 03月31日

	收盘指数	涨跌幅%
债券基金指数	3040.93	0.01
股票基金指数	10904.23	0.33
混合基金指数	10106.68	0.29

汇率 03月31日

	收盘指数/价	涨跌幅%
欧元兑美元	1.08	0.0
美元兑人民币	6.88	0.16
美元兑港币	7.84	0.0
美元兑日元	132.85	1.48

非流通股解禁 03月31日

名称	解禁数量(万股)	流通股增加%	解禁日期
星华反光	242.75	5.92	2023-03-31
江苏索普	69192.58	93.04	2023-03-31
元琛科技	200.00	2.70	2023-03-31
翔宇医疗	160.00	1.46	2023-03-31
品茗股份	68.00	2.39	2023-03-30
中国船舶	202912.09	100.00	2023-03-30
和林微纳	100.00	1.81	2023-03-30
上海莱士	176616.58	99.86	2023-03-30

广州酒家(603043.SH) 财报点评:2022 年业绩承压, 期待食品增长与餐饮复苏

美团-W(03690.HK) 海外公司财报点评:外卖和闪购稳健, 到店酒旅今年有望复苏

金融工程

金融工程日报:三大指数集体收涨, 消费板块走强

【重点推荐】

行业与公司

◆ 香飘飘(603711.SH) 深度报告:冲泡奶茶龙头盈利恢复,即饮业务有望起量

公司介绍:冲泡奶茶绝对龙头,双轮驱动战略布局即饮。香飘飘于2005年成立,开创杯装冲泡奶茶品类,于2008年销售额突破10亿元,成为冲泡奶茶龙头。公司于2017年登陆上交所成为“中国奶茶第一股”,同时通过旗下的Meco和兰芳园两大品牌推出果汁茶和液体奶茶,开启“双轮驱动”战略布局即饮。

行业分析:柠檬茶有望成为23年饮料赛道的大爆品。即饮柠檬茶行业规模约为100-150亿(出厂口径),好赛道决定好机会。Z世代的消费偏好,往往预示着未来的成长潜力,柠檬茶深受年轻群体喜爱,未来潜力巨大。我们认为柠檬茶持续增长的底层逻辑是,国内饮食结构中,肉类消费量持续增长,涩味饮料需求端提升具备长期逻辑。对标22年的电解质水,柠檬茶赛道看似格局固化,实则新锐品牌力量涌动,有望成为23年饮料的大爆品。

边际变化:基本盘冲泡业务盈利恢复,即饮新品孕育第二增长曲线。1)冲泡利润修复:疫情复苏带来收入恢复,22年初提价兑现,核心原材料植脂末、包材价格已有显著回落。2)即饮新品放量:2023年是公司即饮新品的绝对大年,新品数量相当于2016-2020年共五年新品数量的总和;切换赛道,柠檬茶有望成为23年饮料赛道的大爆品,瓶装奶茶亦为好赛道,好赛道决定好机会;切换包装形态,瓶装摆脱高价包材束缚,进入主流价格带;前期蓄力周期拉长,更符合饮料成长周期的一般规律,根据市场反馈灵活迭代;独立组建即饮团队,公司管理层对饮料的认知愈发清晰,组织架构的掣肘有望转化为助力。

盈利预测与估值:我们预计公司22-24年总营收30.73/39.03/47.23亿元,同比-11.35%/+27.00%/+21.04%,归母净利分别为2.08/2.15/3.62亿元,同比-6.53%/+3.46%/+68.17%,EPS分别为0.50/0.52/0.87元。考虑到疫情放开、提价兑现、原材料价格回落,公司基本盘冲泡业务的收入、利润有望逐步恢复到疫情前水平;此外,23年是公司即饮新品的绝对大年,新品数量多、潜力大,在瓶装新品的驱动之下,我们认为公司即饮业务有望以更加良性的节奏实现逐步放量,推动未来即饮业务收入高速增长,此外,即饮放量的规模效应也将带来毛利率改善。结合相对估值法和绝对估值法,我们给予公司目标市值区间为90.5-108.6亿元,对应股价为22.1-26.5元/股,首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示:冲泡业务盈利恢复不及预期;即饮新品推广不及预期;行业竞争加剧。

证券分析师: 陈青青(S0980520110001)

联系人: 刘显荣

◆ 圣农发展(002299.SZ) 财报点评:Q4盈利同比+174%,一体化经营稳步扩张

受益行业景气回升,Q4归母净利同比+174%。公司2022年实现营业收入168.17亿元,较上年同期+16.15%,实现归属于母公司所有者的净利润4.11亿元,较上年同期-8.33%,全年盈利减少主要系公司上年销售费用、研发费用分别同比增加7769.83万元、5026.73万元。分季度来看,受益鸡价边际回暖,公司22Q4营业收入同比+11.32%至44.64亿元,归母净利润同比+173.75%至2.19亿元。分业务来看,2022年公司两大主业销量延续增长,家禽饲养加工板块共实现收入104.43亿元,同比+16.97%,于总收入中占比为62.10%,共实现鸡肉销量114.11万吨,同比+8.12%。食品加工板块共实现收入49.90亿元,同比+7.42%,于总收入中占比为29.67%,共实现肉制品销量23.41万吨,同比+4.25%。

海外引种受阻或推动供给趋紧,消费中枢趋势上移或支撑独立周期,2023年板块有望开启高景气。受2022年5月以来的海外祖代引种收缩影响,父母代鸡苗供给已于2022年末开始减少,2023年Q3起行业商品代鸡苗及毛鸡供给或趋紧,同时近年来白鸡进入家庭消费,消费中枢趋势上移或支撑板块开启独立周期,因此我们认为2023年白鸡板块有望开启高景气。圣农发展作为全链布局的白鸡养殖龙头,有

望全面受益板块盈利回暖。

向上布局种苗，向下扩张产能，公司一体化经营稳步推进。种苗方面，公司自研品种“圣泽 901”2022 年全年父母代种鸡雏内销 510 万套，外销 145 万套，在自主国产种源中市场份额占据第一；屠宰加工方面，公司 C 端业务延伸加速，2022 年含税收入首度突破 14 亿元，同比增速达 64%，同时光泽基地肉鸡加工六厂、政和基地食品九厂于 2022 年正式投产，预计新增 9000 万羽年屠宰产能以及 4.8 万吨食品深加工产能，有望支撑后续持续扩张。我们认为，国内白鸡消费市场仍有较大扩容空间且行业盈利中心正趋势下移，未来有望孕育大型品牌鸡肉公司，而圣农发展作为一体化自养龙头，拥有成本、议价双重优势，单品及品牌运作能力正得到验证，未来或具备相应潜力。

风险提示：突发大规模不可控疫病；业务规模扩张不及预期风险。

投资建议：圣农发展作为白羽鸡全产业链龙头，外部有望受益行业景气回暖，内部看好 C 端业务发力、种鸡国产替代带来的业绩新增量，维持“买入”评级。考虑目前行业景气较高，我们上调公司 23-24 年归母净利润预测至 16.74/19.60 亿元（原为 11.7/12.84 亿元），预计公司 25 年归母净利润为 19.61 亿元，23-25 年对应 EPS 为 1.35/1.58/1.58 元，对应当前股价 PE 为 18.5/15.8/15.8X。

证券分析师： 鲁家瑞（S0980520110002）

联系人： 李瑞楠、江海航

【常规内容】

宏观与策略

◆ 固定收益投资策略：2023 年 4 月“十强转债”组合

• 转债配置策略：提防转债估值压缩风险，关注数字经济行情扩散；

• 转债估值再次行至高位，【转债隐含波动率-正股长期实际波动率】指标再次上穿破零。历史来看，该指标破零后，转债市场估值短期内压缩风险较大；但是，我们认为在债市利率没有快速大幅上行的背景下，转债估值压缩幅度或有限；• ChatGPT 引发的数字经济行情从计算机、传媒行业主题概念领域往通信、电子等场景落地、底层算力相关的领域扩散，由于计算机、传媒行业转债数量有限，行情扩散对于转债投资者而言意味着本轮主题行情的可参与度提升；后续来看，数字化概念主题能否持续催化 TMT 成为长期主线主要取决于应用端的渗透率提升是否存在持续验证信号，以及场景落地型公司是否存在积极正向的业绩变化；

另一方面，我们认为看到更多经济数据验证经济的复苏后，市场或可对年内经济修复建立信心，顺周期地产基建链公司或有一定机会。汽车零部件、光伏设备、锂电池、风电等前期热门赛道已经历较大幅度调整，当前估值处于历史较低分位数，性价比较高，建议观察前期价格战、海外制裁风险、原料降价导致下游观望需求较差等矛盾点的变化与消解；

• 择券方面，建议从两个角度挖掘个券：

• 有望受益于数字经济行情扩散的 PCB（崇达、景旺、兴森）、消费电子及被动元器件（环旭、利德、洁美）、半导体及材料（闻泰、南大、晶瑞、华特）、IDC 数据中心及温控（奥飞、佳力、宙邦）、通信设备（烽火）及运维服务（润建）等板块均有对应转债，优选转股价值较高的弹性品种；

• 行业盈利仍处于底部区间或存在较大不确定性，信心建立中的地产基建链（万青、中特、旗滨）、有色加工（顺博、金田、正海）、汽车零部件（爱迪、三花、拓普）、风光储设备（天能、通裕、天 22）、大炼化（盛虹、凤 21）、消费（珀莱、新乳、立高、鹤 21、富春）等板块，转债存续数量多，但不少个券平价较低，溢价率偏高，适宜左侧埋伏；

综合市场观点及转债价格、溢价率、余额等，2023 年 4 月“十强转债”组合为：奕瑞转债、常银转债、环旭转债、三花转债、精测转 2、爱迪转债、洁美转债、富春转债、正海转债、合力转债。

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

行业与公司

◆ 化妆品专题系列十一：彩妆行业专题品效升级再争艳，美韵东方国风起

我国彩妆行业市场空间较大，竞争较为激烈。根据欧睿数据，2021 年国内行业市场规模达到 657 亿元，同比增长 10.1%，在经历前期的快速爆发后，近两年受疫情等外部因素影响增长有所放缓，行业出清后有望迎来结构性优化，整体与海外成熟市场相比仍有 6-8 倍成长空间。预计未来在消费市场稳步复苏背景下，行业有望重回稳定增长轨道，根据欧睿数据预计行业 2021-2026 年 CAGR 约 8%。

形成差异化竞争才是国货未来发展之路的关键。此前多数国货彩妆主要打着“平替”定位，并借助新媒体流量红利实现快速爆发。但随着消费者的理念成熟，流量红利的逐步消减，以及资本冷却后减少的资金支持，不少国货新锐彩妆品牌经营进入困境。长期来看，同质化的低价产品已经不再能够满足消费者升级的需求，拥有自身核心产品竞争力，实现差异化定位的品牌才能在市场上长期发展。

产品端：1) 产品品质是核心基础：国货品牌借助国内成熟的上游制造基础保障产品质量，并在不断加大自主生产和研发实力，强化供应链效率；2) 借助国潮风打造差异化定位：立足东方美学理念，同时找准自身品牌定位，实现与国际品牌的差异化竞争，抢占消费者心智；3) 基于消费需求变化的产品持续迭代：强化与消费者的沟通，及时把握偏好变化，完善品类布局，实现产品的持续迭代成长。

营销端：1) 专业 IP 加码品牌价值：充分借助化妆师等专业 IP，强化消费者心中品牌的专业度；2) 强化品宣投放，建立情感共鸣。从建立品牌长期价值的角度，在促销投放以外，更应侧重进行品宣投放，与消费者建立更多情感共鸣，并通过 IP 跨界联名等方式，实现品牌理念的破圈。

渠道端：1) 线下百货等强体验性渠道：百货专柜的作用不仅是直接销售商品，更具有提供体验式服务、品牌宣传、产品展示等核心作用；此外新型的“沉浸式、体验式”购物环境可以吸引高价值的年轻客流。2) 电商渠道在于精细化运营：线上渠道经过近年的快速爆发，整体投放成本也在快速提升，未来更加考验品牌的全平台分层次的精细化布局能力，以实现较高的投放效率。

投资建议：我们主要从以下角度优选标的，1) 以彩妆赛道为核心布局的品牌企业：具备较为完善的专业渠道布局和品牌知名度的彩妆品牌，善于把握行业风向变化，及时调整产品布局。重点关注：拟 A 股主板上市的毛戈平、美股上市公司逸仙电商等；2) 从护肤切入彩妆的头部美妆集团：借助前期积累的产品研发、渠道布局和营销优势，以产品属性接近护肤品的底妆品类切入布局。重点推荐：珀莱雅、丸美股份等。

证券分析师： 张峻豪（S0980517070001）

联系人： 孙乔容若

◆ 行业投资策略：房地产行业 2023 年 4 月投资策略-销售持续复苏，优选增长标的

行业：重点城市销售延续复苏，土地溢价率小幅下滑。根据统计局数据，2023 年 1-2 月，商品房销售额 15449 亿元，同比-0.1%，降幅较 2022 年 12 月收窄 27.6 个百分点，较 2022 全年收窄 26.7 个百分点；商品房销售面积 15133 万平方米，同比-3.6%，降幅较 2022 年 12 月收窄 27.9 个百分点，较 2022 全年收窄 20.7 个百分点。我们认为，销售修复主要是随着疫情扰动减弱、经济活动恢复常态、需求激活政策出台，购房者的信心逐步重筑。从新房维度，30 城商品房成交量持续复苏。

重点城市中，2023 年截至 3 月 25 日，30 城商品房成交面积 3155 万 m^2 ，同比-1.5%；其中，长三角、华南、华中&西南、华北&东北区域的商品房成交面积累计同比分别为-10%、-4%、+3%、+19%；一线城市、二线城市、三线城市的商品房成交面积累计同比分别为-2%、-3%、+4%。从二手房维度，样本 8 城交易势头依旧良好。2023 年截至 3 月 24 日，样本 8 城二手住宅当周成交面积 208 万 m^2 ，连续五周保持高位，当年累计成交面积 1610 万 m^2 ，累计同比+91%，较 2021 年同期+3%，较 2019 年同期+57%。

拿地方面，2023 年截至 3 月 26 日，100 大中城市住宅类用地当周成交面积 344 万 m^2 ，当年累计成交面积 7657 万 m^2 ，累计同比-12%，较 2021 年同期-13%，较 2019 年同期+20%，较前期表现略显颓势。100

大中城市住宅类用地当周成交溢价率 4.7%，低于往年同期，且较前期热度呈下滑趋势。

板块：3 月跑输沪深 300 指数 6.2 个百分点。自上期策略报告发布至今，房地产板块下跌 7.1%，跑输沪深 300 指数 6.2 个百分点，在 31 个行业中排 27 名。根据 Wind 一致预期，按最新收盘日计，板块 2023 年动态 PE 为 8.3 倍，比 2019 年 1 月 3 日的底部估值水平（6.1 倍动态 PE）高 34.8%，比 2021 年估值水平（10.2 倍动态 PE）低 18.5%。

投资策略：销售持续复苏，优选增长标的。2023 年开年以来，地产基本面边际修复，销售降幅收窄，购房者的信心逐步重筑，竣工明显回暖，房企融资也逐渐改善。证监会、发改委均发文将百货商场、购物中心、农贸市场等消费基础设施纳入 REITs 试点资产范围，利好持有大量优质购物中心的房企实现“投融管退”的最后一环，缓解资金压力。

尽管仍有政策放松预期，但销售的恢复速度是当下最核心的变量。当前阶段，重点城市销售持续复苏，地产板块投资应自下而上寻找增长标的。我们看好拿地积极、有增长预期的 α 属性较强的公司，4 月组合推荐越秀地产、华润置地。

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

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

◆ 容百科技(688005.SH) 财报点评:四季度盈利稳步修复，正极业务持续拓展

公司 2022 年实现净利润 13.53 亿元，同比+49%。公司 2022 年实现营收 301.23 亿元，同比+194%，对应 Q4 实现营收 108.43 亿元，同比+171%，环比+40%。公司 2022 年实现归母净利润 13.53 亿元，同比+49%，对应 Q4 实现归母净利润 4.35 亿元，同比+20%，环比+139%。公司 2022 年毛利率为 9.26%，同比-6.08pct；对应 Q4 毛利率为 7.86%，同比-8.81pct、环比+2.00pct。

正极销量快速提升，产能扩张扎实推进。公司 2022 年正极业务营收达到 272.47 亿元，同比+185%；单吨售价为 30.6 万元，同比+12.3 万元。公司 2022 年正极销量达到 8.9 万吨，同比+70%；对应 Q4 销量约为 3.1 万吨左右，环比+30%以上。得益于海外电动车市场在 2022Q4 需求快速复苏，公司 Q4 销量环比提升明显。公司 2022 年底三元正极产能达到 25 万吨，韩国基地已建成年产 2 万吨高镍正极产能，产线已完成日韩欧美主流客户的审核验证，具备放量基础。展望 2023 年，伴随产能的持续爬升以及海外需求的持续修复，公司正极销量有望达到 14 万吨左右。

公司盈利能力同比略有下行，主要系 Q3 原材料库存对盈利产生消极影响。公司 2022 年正极业务毛利率为 8.6%，同比-6.8pct；单吨净利约为 1.5 万元，同比下滑 0.2 万元以上。公司 2022Q4 正极单吨净利约为 1.4 万元，环比+0.6 万元以上。公司 2022Q3 在原材料价格波动下，高价库存对收益产生了消极影响，Q4 公司经营稳定、产能利用率进一步提升，盈利能力稳步修复。

公司多体系快速布局，打造正极平台化企业。三元正极方面，2022 年公司高镍低钴、超高镍等前沿材料已实现千吨级出货。2023 年公司将推动能量密度更高的 9 系超高镍产品大规模量产，并完成高电压高镍材料以及 NCA 品线开拓。钠电正极方面，公司 2022 年销售量累计达到几十吨，现有建成产能 1.5 万吨。公司全面布局了三个技术方向，并已与几十余家下游客户完成送样验证，量产进度处于行业领先水平。磷酸锰铁锂方面，公司 2022 年通过收购斯科兰德，正式布局磷酸锰铁锂领域，现有产能 6200 吨。公司磷酸锰铁锂得到国内外多家主流客户认证，2022 年销量达到 1000 吨以上。

风险提示：电动车销量不及预期；投产进度不及预期；高镍需求不及预期。

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。基于新能源车销量增速放缓及正极加工费同比下行的变化，我们下调盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润为 16.98/21.76/27.87 亿元（原预测 2023-2024 年为 22.78/30.05 亿元），同比+26/28/28%，EPS 为 3.77/4.83/6.18 元，当前 PE 为 18/14/11 倍。

证券分析师： 王蔚祺（S0980520080003）

联系人： 李全

◆ 福莱特(601865.SH) 财报点评:2022 年利润承压, 2023 年产能快速扩张

2022 年公司收入稳步增长, 利润有所承压。2022 年公司实现营业收入 154.6 亿元, 同比+77%; 归母净利润 21.2 亿元, 同比+0.1%; 扣非归母净利润 20.8 亿元, 同比+0.9%。对应 22Q4 单季度实现营收 42.5 亿元, 同比+79%, 环比+9%; 归母净利润 6.2 亿元, 同比+53%, 环比+23%; 扣非归母净利润 6.1 亿元, 同比+63%, 环比+23%。

大窑炉产能快速扩张, 持续巩固行业头部地位。公司过会扩产指标充裕, 未来将积极布局大尺寸窑炉产能, 能够有效降低单位产品能耗并提高成品率, 从而降低生产成本并持续巩固行业头部地位。公司 A 股首发募投项目“年产 90 万吨光伏组件盖板玻璃项目”窑炉日熔化量为 1,000 吨, 综合能耗较原有生产线下下降幅度约 20%。2022 年可转债募投项目“年产 75 万吨太阳能装备用超薄超高透面板制造项目”窑炉日熔化量为 1,200 吨, 所需原材料和能耗有所降低, 随着单线规模的提升, 切边和不良品占比有望实现进一步下降。

布局石英砂及天然气资源, 成本优势显著。石英砂供应方面, 2022 年公司分别以 33.4 亿元和 33.8 亿元的价格分别取得安徽凤阳大华矿业、三力矿业 100%股权, 以及凤阳县灵山-木屐山矿区玻璃用石英岩矿 13 号段采矿权, 三者保有储量分别为 2084/3745/11701 万吨。公司提前布局原材料石英岩采矿权, 能够保证供应链安全及原材料价格稳定, 有效支撑公司光伏玻璃扩产需求。能源供应方面, 公司持有昆仑燃气 35.0%的股权及嘉兴燃气 4.5%的股权。通过对原材料及能源成本的控制, 公司光伏玻璃业务毛利率始终维持在第一梯队, 较第二梯队企业保持 5%以上的毛利率优势。

风险提示: 光伏玻璃产销不达预期的风险; 行业竞争加剧的风险; 公司降本不及预期的风险;

投资建议: 我们预计公司 2023-2025 年实现营业收入 194.2/230.7/267.8 亿元, 同比增长 26%/19%/16%; 实现归母净利润 28.5/38.6/49.5 亿元, 同比增长 35%/35%/28%, 当前股价对应 PE 分别为 31/23/18 倍。综合考虑 FCFF 估值和相对估值, 我们认为公司股价的合理估值区间为 33.2-35.0 元, 对应 2023 年动态 PE 区间为 31-33 倍, 较公司当前股价有 1%-6%的溢价空间。首次覆盖, 给予“增持”评级。

证券分析师: 王蔚祺(S0980520080003)、陈抒扬(S0980523010001)

◆ 申洲国际(02313.HK) 财报点评:2022 年净利润增长 35%, 预期今年下半年订单改善

收入增长 17%, 毛利率承压。2022 年公司实现收入 277.8 亿元, 增长 17%, 其中量增 8%、美金单价增长 5%、人民币单价增长 8.5%; 归母净利润 45.6 亿元, 增长 35%, 净利率 16.2%、同比提升 2.3 个百分点, 其中毛利率下降 2.2 个百分点至 22%, 原因包括材料/能源成本上涨、宁波停产降低产出、疫情相关支出、下半年因需求下滑产能利用率不足等; 销售与管理费用率合计下降 1.5 个百分点; 剔除汇兑收益净额 10 亿元和政府补贴影响的利润增长 10.5%。

运动/休闲品类比例回升, 欧美与日本地区增长加速。分品类看, 全年公司运动/休闲贡献主要增长, 增速分别为 18.5%、21.8%, 内衣因日本市场采购需求双位数下滑, 其他产品大幅下滑主要为口罩。分客户看, 来自耐克、优衣库增速分别为 22%、24%, 贡献核心增长, PUMA 个位数增长, 阿迪小幅下滑, 前四大客户合计占比 82%、下降 2 个百分点, 期间公司加大国内运动品牌业务合作, 占比近 10%。分地区看, 除中国除港澳台增长为负外, 欧盟、日本、美国、其他地区增速均为双位数增长, 中国除港澳台主要受疫情挑战较大。

2023 预期内需回暖改善产能利用率, 海外产能扩张持续。供给端: 1. 棉价回落, 内外棉价差收窄, 成本与价格传导预期带来毛利率逐季改善, 2. 生产经营恢复正常, 近半年因订单减少致产能利用率不足对毛利率造成负面影响, 但小于封控期间, 目前海外产能利用率好于国内, 未来国内产能利用率有望回升; 3. 海外产能预期 10%-15%增长; 需求端: 1. 疫情管控放松带来内需恢复, 品牌去库仍需时间, 下半年预期订单恢复明显; 2. 核心客户增长加快, 今年预期随去库进度良好于下半年释放订单需求, 公司加大国内运动品牌、新客户 lululemon 等合作有望拉动业绩高增长。

风险提示: 原材料价格波动; 汇兑波动; 贸易政策风险; 系统性风险。

投资建议: 看好产能利用率回升叠加棉价回落的盈利弹性释放。公司今年收入增长随品牌去库和中国疫

后复苏，将迎来前低后高的趋势，同时原材料价格回落、产能利用率回升、防疫开支减少有望释放盈利弹性。从中长期角度看，公司正处于海外产能规模拓张、新客户和新品类即将放量增长的拐点上，看好公司重新展现出出色的高质量成长性。考虑到今年上半年订单缺口与毛利率影响，下调盈利预测，预计公司 2023~2025 年净利润分别为 48/63/73 亿元(原 2023~2024 年预计 53/72 亿元)，同比增长 4%/33%/15%，我们看好品牌客户库存改善后订单确定性，维持公司合理估值区间至 90.3~98.2 港元，估值对应 2024 年 PE21x~23x，维持“买入”评级。

证券分析师： 丁诗洁 (S0980520040004)

联系人： 刘璨

◆ 碧桂园服务(06098.HK) 海外公司财报点评:业绩表现承压，主动寻求优化

归母净利润承压。2022 年公司实现营业收入 413.7 亿元，同比增长 43.4%；归母净利润 19.4 亿元，同比增长 51.8%。公司归母净利润的下降主要是由于毛利率下行以及商誉减值等因素所导致。公司多条航道持续增长，结构合理，分业务板块看，公司物业管理服务、社区增值服务、非业主增值服务、“三供一业”业务、城市服务、商业运营服务的收入占比分别为 55.3%、9.7%、6.4%、13.5%、11.7%、3.1%。

毛利率持续承压。2022 年公司毛利率为 24.8，较去年下降 5.9pct。其中，由于新收购项目毛利率偏低，物业管理服务毛利率下降 4.8pct 至 25.5%；由于疫情影响及业务转型，社区增值服务毛利率下降 7.0pct 至 53.5%；由于新拓项目较多，商业服务毛利率下降 14.8pct 至 35.5%。

管理规模持续增长，主动退出低质量项目。截至 2022 年末，除“三供一业”业务外，公司在管面积 8.7 亿平方米，合约面积 16.0 亿平方米，管理规模持续增长。另外，“三供一业”物业管理服务的在管面积及合约面积分别为 0.88、0.93 亿平方米。2022 年公司新增在管面积 1.03 亿平方米，新增合约面积 1.64 亿平方米。公司主动退出亏损和收缴率低的项目，追求有现金回报的利润增长，2022 年公司主动退出合约面积 8400 万平方米，其中含嘉宝 4200 万平方米。

疫情背景下社区增值服务多条业务线逆市实现增长。2022 年公司社区增值服务收入 40.2 亿元，同比增长 21%。疫情背景下，公司多业务线条逆势增长，其中本地生活、到家服务、家装服务、房地产经纪服务、园区空间服务收入分别同比增长 29%、33%、6%、54%、47%。

风险提示：母公司销售及交付节奏超预期下行；商誉减值超预期；毛利率下行超预期；多元业务拓展不及预期。

投资建议：公司 22 年业绩承压，考虑到公司已基本完成商誉减值和低质量在管项目的退出，公司未来将重新取得有质量的增长。预计公司 23-24 年归母净利润分别为 31.7、38.3 亿元，对应 EPS 分别为 0.94、1.13 元，对应最新股价 PE 分别为 11.6、9.6X，维持“买入”评级。

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

◆ 建设银行(601939.SH) 财报点评:业绩增长平稳，资产增速提升

营收增速略降，净利润增速略升，业绩总体平稳。2022 年实现营业收入 8225 亿元，同比下降 0.2%，增速较三季报小幅回落 1.2 个百分点，主要是净息差以及非息收入拖累；其中利息净收入 6431 亿元，同比增长 6.2%，较三季报回落 1.5 个百分点；2022 年实现归母净利润 3239 亿元，同比增长 7.1%，增速较三季报小幅回升 0.6 个百分点，继续维持慢速平稳增长。2022 年加权平均 ROE12.3%，同比下降 0.3 个百分点。

资产增速加快，支持实体经济。2022 年末总资产同比增长 14.4%至 34.6 万亿元，增速较去年明显提升，对实体经济的支持力度加大。其中存款同比增长 11.8%至 25.0 万亿元，贷款同比增长 12.7%至 21.2 万亿元。从贷款增长来看，主要是基建类对公贷款以及普惠贷款、票据贴现增长较快。公司整体资本充足率保持稳定，年末核心一级资本充足率 13.69%。

净息差有所下降。公司 2022 年日均净息差 2.02%，同比下降 11bps，主要是存贷款利差收窄导致。其中贷款收益率 4.17%，同比下降 8bps，系 LPR 下降以及向实体经济让利，对公贷款收益率下行等引起，而存款付息率则同比上升 6bps 至 1.73%，主要是存款竞争加剧导致。从单季数据来看，公司四季度日均净

息差 1.93%，环比降低 5bps。

手续费净收入小幅负增长。2022 年手续费净收入同比负增长 4.5%至 1161 亿元，其中银行卡、支付结算等业务收入受消费疲弱影响有所下降。公司强化住房资金等优势领域客户服务，房改金融收入稳步提升，市场竞争力巩固。

资产质量整体基本稳定。公司年末不良率 1.38%，环比降低 2bps；关注率 2.52%，较中报下降 11bps；逾期率 1.03%，较中报上升 6bps，余额类指标总体稳定。受宏观经济下行影响，我们测算的不良生成率 0.40%，同比上升 2bps，其中下半年同比上升 14bps，不过不良生成率水平仍较低。期末拨备覆盖率 242%，连续多个季度保持稳定。总体来看，公司资产质量基本保持稳定。

投资建议：我们将盈利预测前推一年，预计 2023-2025 年归母净利润 3447/3667/3903 亿元，同比增速 6.4%/6.4%/6.4%；摊薄 EPS 为 1.38/1.47/1.56 元；当前股价对应 PE 为 4.3/4.0/3.8x，PB 为 0.5/0.5/0.4x，动态股息率超过 7%，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济形势走弱可能对银行资产质量产生不利影响。

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

◆ 巨星农牧(603477.SH) 财报点评:2022Q4 盈利表现优秀，生猪成本行业领先

生猪出栏稳步兑现，22Q4 业绩表现优秀。公司 2022 年实现营业收入 39.68 亿元，同比增长 33.02%；归母净利润盈利 1.58 亿元，同比减少 38.96%；扣非归母净利润盈利 2.80 亿元。从 2022Q4 业绩表现来看，公司实现归母净利 2.55 亿元，环比增速达 52.69%；扣非归母净利达 3.5 亿元，环比增速达 113.41%。按产品分类，2022 年公司生猪养殖、饲料销售、商品鸡、皮革产品的收入占比分别达 75.4%、13.9%、2.9%、7.6%。2022 年公司生猪出栏 153.01 万头，同比增加 75.66%，保持快速扩张趋势。

聚焦生猪养殖，多重优势助力业绩持续释放。我们预计公司 2022Q4 生猪出栏接近 58 万头，对应生猪业务养殖盈利接近 3-3.5 亿元，头均生猪养殖盈利水平接近 500-600 元，公司成本控制能力处于行业领先水平。公司养殖的核心优势在生猪育种和养殖管理两方面表现较为突出。育种方面，2017 年种猪改良公司 PIC 与公司达成战略合作，是公司目前最主要的种猪供应商。公司在 PIC 提供的曾祖代公猪、曾祖代和祖代小母猪基础上繁育的种猪具有产仔率高、存活率高、料肉比低的特点，生产指标表现优秀。据公司披露，目前公司的圈养猪场及高观猪场均采用 PIC 优质种猪，两者在 2019 年、2020 年实际经营中实现的平均 PSY 高达 29.17，处于行业领先。管理方面，公司与知名养猪服务技术公司 Pipestone 达成合作，由其向公司提供生猪养殖咨询服务，包括场所设计、基因审查、养殖人员技术支持及培训，兽医技术咨询等，有效提高了公司养殖业务效率和安全性。综合两方面优势，公司生猪养殖业务的盈利能力已处于行业领先水平。

德昌项目建设稳步推进，公司养殖业务规模有望再上新台阶。2022 年 4 月，公司通过发行可转债完成募集资金 10 亿元，其中 2.5 亿元将用于补充公司流动资金，剩余 7.5 亿元则将全部用于投资建设“德昌巨星生猪繁育一体化项目”（简称“德昌项目”）。据公司介绍，德昌项目预计总投资 19.21 亿元，将采用全程自养模式，场内种猪均将采用 PIC 优质种猪，平均 PSY 预计可达 29。目前德昌项目建设进度正按照计划有序推进，未来满产后母猪存栏规模预计可达 3.6 万头，可支撑的生猪出栏规模预计为 97.20 万头，公司生猪养殖业务或将迎来新一轮高质量扩张。

风险提示：养殖过程中发生不可控疫情，粮食价格大幅上涨增加饲料成本。

投资建议：维持“买入”评级。公司生猪养殖规模和产能正稳步扩张，成长性充足，未来有望在猪价上行周期实现量价齐增。预计公司 23-25 年归母净利为 8.51/15.02/13.64 亿元，对应当前股价 PE 为 15.5/8.8/9.7 X。

证券分析师： 鲁家瑞（S0980520110002）

联系人： 李瑞楠、江海航

◆ 中国通号(688009.SH) 财报点评:轨交控制系统全球领先企业，2022 年归母净利润增长 10.96%

2022 年营收/归母净利润同比增长 4.81%/10.96%。公司 2022 年实现营收 402.20 亿元，同比增长 4.81%；归母净利润 36.34 亿元，同比增长 10.96%。单季度看，22Q4 营收 132.75 亿元，同比增长 1.93%；归母净利润 10.32 亿元，同比增长 19.29%。业绩增长亮眼主要系一是公司推进项目精益化、施工标准化管理，毛利率同比提升，二是新签外部合同额同比增长，带动营业收入提升所致。分业务看，系统交付/设计集成/设备制造/工程总承包分别实现营收 140.76/97.57/55.75/107.30 亿元，同比变动 +9.38%/+1.43%/-0.33%/+5.07%。盈利能力看，22 年毛利率/净利率分别为 23.69%/10.20%，同比变动 +1.50/+0.57 个 pct，公司盈利能力有所修复。

公司深耕轨道交通控制系统领域，收入占比 70%以上。公司现已形成系统交付、设计集成、设备制造三大轨道交通核心业务，稳定贡献总收入的 70%以上。2022 年，公司系统交付/设计集成/设备制造收入分别为 140.76/97.57/55.75 亿元，收入占比 35.00%/24.26%/13.86%，轨道交通控制系统业务贡献了总营收的 73.12%。海外市场方面，公司依托设计研发、设备制造及工程服务“三位一体”的全产业链独特优势，相继承揽国外重大项目，品牌力和影响力不断提升。

公司在手订单饱满，有望受益于轨交客流复苏。公司 2022 年全年新签合同总额 730.09 亿元，同比增长 1.01%，铁路领域/城轨领域/海外领域/工程总承包及其他领域分别为 239.15/126.85/25.76/338.33 亿元。截至 2022 年末，公司在手订单 1474.12 亿元，为近 7 年来最高水平。

国内外轨交市场持续增长，公司有望充分受益。“十四五”时期我国铁路市场总投资额预计达到 3.5 万亿元，国内铁路基础设施建设仍将处于较高水平。全球铁路行业方面，牛津经济研究院预测，全球铁路总投资额将从 2020 年的 3820 亿美元增长至 2040 年的 5650 亿美元，国际铁路基础设施建设将保持稳健增长。此外，中国城市轨道交通协会数据显示，“十四五”时期，我国城轨通信信号市场规模预计达到每年 220 亿元，信号控制系统市场规模预计每年约 100 亿元。受益于国内外轨交市场持续增长确定性强，公司业务需求有望实现稳中有增。

风险提示：下游景气度不及预期；行业竞争加剧；海外市场拓展不及预期

投资建议：公司是全球领先的轨道交通控制系统服务商，国内高速铁路及城市轨道交通市占率稳居龙头地位，国际影响力稳步提升不断打开海外市场。现阶段轨道交通客流量复苏、公司在手订单饱满，国内外轨交市场规模持续增长下公司有望充分受益。我们预计公司 23-25 年归母净利润为 39.34/42.80/46.03 亿元，对应 PE15/14/13 倍。公司合理目标价格区间为 5.51-6.71 元（对应 2023 年 PE15-18 倍），首次覆盖给予“增持”评级。

证券分析师： 吴双（S0980519120001）、李雨轩（S0980521100001）

◆ 淮北矿业(600985.SH) 财报点评:煤焦一体业绩稳健，精细化延伸可期

公司营收平稳，业绩显著增长。2022 年，公司全年实现营业收入 690.62 亿元，同比增加 5.52%；利润总额 82.57 亿元，同比增加 31.79%；归属于母公司净利润 70.10 亿元，同比增加 42.83%；每股收益 2.83 元，同比增加 35.41%。业绩增长主因焦煤价格上涨，煤炭板块毛利率提升 8.3 个百分点。

煤炭板块量价齐升，精煤产率提升。2022 年，商品煤产量 2290.28 万吨，同比增加 32.73 万吨。商品煤销售均价 1159.9 元/吨，同比增长 43.9%。原煤质量改善，精煤占比提升。全年入洗煤灰分 38.7%，同比下降 1.35 个百分点，精煤产率 50.2%，同比提高 0.8 个百分点。2023 年，公司预期实现商品煤产量 2330 万吨。

化工板块承压，毛利率显著下降。2022 年，生产焦炭 368.92 万吨，同比减少 40.72 万吨；焦炭平均售价 2900.82 元/吨（不含税），同比增加 255.10 元/吨；生产甲醇 37.65 万吨，同比增加 3.38 万吨；甲醇平均销售价格 2330.21 元/吨（不含税），同比增加 70.88 元/吨。由于成本端煤价较高，化工板块毛利率下降 10.6 个百分点。

依托现有焦化产业，向高端新材料延伸。基于当前煤焦生产一体化优势，公司启动新型煤化工产业链的强链补链延链工程，充分发挥煤种优势，延伸产业链条，优化产品结构，规划在安徽（淮北）新型煤化工合成材料基地建设百万吨级碳基新材料项目。2022 年，年产 50 万吨甲醇项目顺利投产，年产 60 万吨无水乙醇、10 万吨 DMC 和弛放气制备高纯氢等一批项目陆续开工建设，公司向高端化、多元化、低碳化

发展迈出坚实步伐。

现金分红维持高位，股息率显著提升。2022 年，根据利润分配预案，分红金额为 26.05 亿元，同比增长 50.0%；每股股利 1.05 元，对应 3 月 28 日收盘价，股息率为 8.1%。

投资建议：上调盈利预测，维持“买入”评级。预计 2023-2024 年归母净利润 72/74/76 亿元，同比增速为 2.0/4.1/2.6%；摊薄 EPS=2.88/3.00/3.08 元，当前股价对应 PE=4.5/4.3/4.2x。2023 年，公司提出归母净利润 70.77 亿元的目标，彰显公司信心。考虑公司煤焦化一体以及新建乙醇项目，积极发展新材料，维持“买入”评级。

风险提示：煤炭需求下降、新能源替代煤电、安全生产事故影响、公司在建产能不及预期。

证券分析师：樊金璐（S0980522070002）

◆ 贝泰妮(300957.SZ) 财报点评:2022 年业绩平稳过渡，股权激励强化发展信心

公司业绩稳定增长彰显品牌韧性。公司 2022 年实现营收 50.14 亿元，同比增加 24.65%；归母净利润 10.51 亿元，同比增加 21.82%。其中单四季度实现营收 21.18 亿元，同比增加 10.93%，归母净利润 5.34 亿元，同比增加 5.17%。公司 Q4 业绩增速受到疫情的反复，以及双十一期间舆情事件影响，有所放缓。但相对于行业整体仍体现了企业作为功效护肤龙头的经营韧性。

护肤品稳健增长，抖音渠道增速显著。分品类看，2022 年公司护肤/医疗器械/彩妆类收入分别为 45.57/3.87/0.53 亿元，主品牌薇诺娜深耕敏感肌护肤领域，2022 年“双 11”荣登天猫美妆类目排名第 6，唯一连续 5 年上榜天猫美容护肤类目 TOP10 的国货品牌。分渠道看，线上实现收入 40.28 亿元，同比+22.1%，其中阿里系平台增长 13.3%，占比略降至 41%，仍是收入贡献第一大来源，抖音平台同比增长 86.23%，占比提升至 8.6%，表现最为亮眼。

盈利水平保持稳定，研发持续加码打造产品长期竞争力。公司 2022 年毛利率/净利率分别为 75.21%/20.95%，同比略有下滑；销售费用率/管理费用率/研发费用率为 40.84%/6.84%/5.08%，同比-0.94pcts/+0.74pcts/+2.27pcts，公司不断加大研发投入，带动研发费用率上升。存货周转天数同比上升 30 天，主要系公司主动为 2023 年提前规划备货所致，经营性现金流净额为 7.69 亿元，同比下滑 33.25%，主要由于宣传渠道费用带动其他经营性支出增加。

公司推出股权激励，绑定核心管理层。本激励计划拟授予 635.40 万股，占公司股本 1.50%。首次授予的激励对象共 298 人，包括负责电商业务的副总经理张梅、CFO 兼董秘王龙等。从考核目标来看，首次授予部分以 2022 年营业收入/归母净利润（剔除股权激励支付费用影响）为基数，2023-2025 年同比增速分别均不得低于 28%/26%/24%。

风险提示：疫情反复，销量增加不及预期，行业竞争加剧。

投资建议：全年来看，公司在内部管理调整到位后，主品牌有望通过渠道的清晰梳理和产品的迭代升级，重回增长轨道。同时公司仍在积极开拓第二增长曲线，薇诺娜宝贝今年将继续重点发力推新，同时去年新推出的高端抗衰品牌瑗科缙（AOXMED），以及专业祛痘品牌贝芙汀，也将在今年带来收入贡献。此外公司仍将积极利用资本市场手段实现外延的加速落地，从而最终实现皮肤大健康生态的布局。短期我们考虑到公司内外部环境变化导致收入有所承压，以及股权激励支付费用摊销所带来的影响，我们下调公司 2023-2024 年并新增 2025 归母净利润至 12.85/16.30/20.72 亿元（23-24 年原值为 16.12/21.79 亿元），对应 PE 为 40/31/25 倍，维持“买入”评级。

证券分析师：张峻豪（S0980517070001）

联系人：孙乔容若

◆ 三利谱(002876.SZ) 财报点评:22 年净利润承压，车载、VR Pancake 等偏光片新品量产

2022 年营收同比下降 5.7%，归母净利润同比下降 38.8%。公司 2022 年营收 21.74 亿元（YoY -5.7%），归母净利润 2.06 亿元（YoY -38.8%）；其中 4Q22 营收 5.12 亿元（YoY -5.2%，QoQ -10.2%），归母净利润 0.19 亿元（YoY -67.4%，QoQ -61.3%）。22 年净利润下滑原因有：1) 俄乌冲突、海外通胀等因素造成手机、PC、

TV 等终端出货量下滑，偏光片需求下滑，同时受竞争加剧影响 TV 偏光片价格有所下调；2) 龙岗厂新投产，产能利用率短期未达到正常水平，公司毛利率同比下降；3) 公司进口材料占比高，人民币贬值造成汇兑损失。

22 年毛利率同比下降 3.6pct，净利率同比下降 5.2pct。2022 年公司毛利率 21.4% (YoY -3.6pct)，其中 4Q22 毛利率 20.3% (YoY -4.4pct, QoQ +0.1pct)，毛利率下滑主要系：1) TV 偏光片行业竞争加剧导致销售价格下降；2) 龙岗厂新投产并处于产能爬坡过程中，产能利用率短期未达正常水平。2022 年公司期间费用率同比提升 3.1pct 至 11.3%，其中研发费用率同比提升 1.5pct 至 6.0%，财务费用率同比提升 1.4pct 至 1.3%。公司进口材料占原材料比重较高，人民币兑美元汇率贬值导致 22 年汇兑收益同比减少 3176 万元。

莆田、合肥二期等新项目稳步推进，产能持续扩增。2022 年公司莆田年产能 600 万平方米偏光片生产线建成并进入试生产阶段，该产线规划用于生产车载显示屏偏光片，预计 2023 年产能利用率稳步提升。此外，合肥二期超宽幅偏光片生产线进入土建施工阶段，预计 2023 年底建成投产，达产后将新增 3000 万平方米偏光片产能，有助于提升公司 TV 等大尺寸产品市场份额。

VR Pancake 用偏光片、柔性 AMOLED 用偏光片等新产品陆续通过验证或量产。22 年公司推进车载碘系偏光片、柔性 AMOLED 用偏光片、超高透过率 LCD 偏光片、组合厚度 150um 的 LCD 偏光片、9 微米超薄 PVA 偏光片、VR Pancake 用偏光片等新产品的研发工作。其中：车载碘系偏光片已在后装车载市场实现量产；柔性 AMOLED 偏光片客户测试基本通过，将陆续在多个品牌量产；VR Pancake 用偏光片实现量产出货，后续迭代产品持续开发中。

投资建议：我们预计 23 年面板厂稼动率回升带动偏光片订单回暖，同时看好公司龙岗、莆田新产线产能爬坡及 VR Pancake、柔性 AMOLED 用偏光片等新品放量贡献业绩增量。我们预计公司 23/24/25 年营收 32.62/45.28/56.51 亿元 (YoY +50.1%/38.8%/24.8%)，归母净利润 3.38/5.01/6.50 亿元 (YoY +63.8%/48.2%/29.6%)，对应 PE 为 22.1/14.9/11.5 倍，维持“买入”评级。

风险提示：产能爬坡不及预期，下游需求不及预期，行业竞争加剧。

证券分析师： 胡剑 (S0980521080001)、胡慧 (S0980521080002)、周靖翔 (S0980522100001)、李梓澎 (S0980522090001)、叶子 (S0980522100003)

联系人： 詹浏洋

◆ 恒玄科技(688608.SH) 财报点评:业绩短期承压，多元化布局有望打开长期成长空间

2022 全年需求疲软致业绩承压，产品结构变化和汇率影响推高毛利率。2022 年营收 14.85 亿元 (YoY -15.9%)，归母净利润 1.22 亿元 (YoY -69.97%)，扣非归母净利润 0.12 亿元 (YoY -95.9%)，盈利能力下降主因 1) 消费需求疲软，公司营收规模下降；2) 为保持公司长期竞争力，公司持续投入研发，研发人数进一步增加，2022 年研发费用 4.40 亿元 (YoY 52.1%)；3) 存货增长较快，存货周转率下降，公司基于谨慎原则对存货进行减值测试，全年计提 0.60 亿元资产减值损失。受益于产品结构变化和人民币汇率影响，2022 年综合毛利率 39.37% (YoY +2.08pct)。

产品结构多元化成果初显，智能手表业务占比提升至 19%。2022 年，公司新业务智能手表芯片快速上量，并不断开拓新的市场与客户，手表类芯片实现营收 2.9 亿元，占营收比例 19%。蓝牙音频类芯片营收 10.9 亿元，占比 74%，营收结构逐步多元化。目前公司 Wi-Fi SoC 芯片已应用于多家品牌客户的智能家电产品，Wi-Fi 4 连接芯片也开始量产落地，已应用于翻译笔、智能家电等终端产品。

广泛布局核心技术，向 AIoT 平台型公司迈进。2022 年，公司基于 12nm FinFET 工艺研发的新一代 BES2700 系列可穿戴主控芯片实现量产上市，公司更先进工艺、更多核心、更高算力多核异构 SoC 技术持续演进；继 1x1 Wi-Fi 6 芯片顺利导入客户后，公司继续研发 2x2 Wi-Fi 6/6E 的相关产品，以提供更大的吞吐率和更高的传输速率，满足电视、平板、笔记本电脑等设备对数据传输的更高要求。公司持续推进低功耗智能音频技术、可穿戴平台智能检测和健康检测技术、音视频存储高速接口等研发，向 AIoT 平台型公司转型。

投资建议：国内可穿戴智能芯片龙头，给予“增持”评级。

我们认为公司在 AIoT 领域的布局有望在可穿戴、智能家居等下游市场兴起中获得长期成长机遇，预计 2023-2025 年营业收入 16.4、21.2、27.3 亿元，归母净利润 1.7、2.7、3.8 亿元，给予“增持”评级。

风险提示：需求不及预期；新产品研发不及预期等。

证券分析师： 胡剑（S0980521080001）、胡慧（S0980521080002）、周靖翔（S0980522100001）、叶子（S0980522100003）、李梓澎（S0980522090001）

联系人： 詹浏洋

◆ 江海股份(002484.SZ) 财报点评:新能源和电动车市场高景气，全年归母净利润增速 52%

受益于下游新能源和工控领域高景气，公司业绩实现高增长。22 年新能源，电动汽车、储能市场合计占到公司营销量的 35%左右，全球逆变器、高压变频器前十大厂商都是公司战略客户。公司全年营收 45.22 亿元 (YoY +27.38%)；归母净利润 6.61 亿元 (YoY +52.04%)，毛利率 26.37% (YoY +0.44pct)，净利率 14.65% (YoY +2.30pct)。单四季度实现营收 12.64 亿 (YoY +30.73%)，归母净利润 1.75 亿 (YoY +61.60%)，净利率 13.95% (YoY +2.91pct, QoQ -3.25pct)，毛利率 25.92% (YoY +3.49pct, QoQ -3.14pct)。四季度净利率承压主要是因为：1) 铝电解电容竞争加剧，部分产品降价；2) 公司存货、商誉等形成的资产减值损失 3013 万元集中在四季度计提。

22 年公司铝电解电容收入 35.83 亿元，同比增长 25.84%。公司铝电解电容营收占比 79.24%，毛利率同比上升 0.9pct 至 27.87%。产能方面，公司主要应用于新能源的铝电解电容器扩产 40%，内蒙古高端电容器项目一期竣工投产；铝电解电容的核心材料低成本化制造基地规划建设落地实施；MLPC 和固液混合铝电解电容器稳步扩张，向国内外电脑、服务器、5G 通讯设备、电动汽车、安防设备、高清显示系统供货，有望成为铝电解电容器新增长动力。

薄膜电容接棒铝电解电容，成公司增速最快产品。22 年公司薄膜电容营收同比增长 44.69%至 3.24 亿元，占比 7.17%，毛利率同比-0.07pct 至 20.55%。薄膜电容器不仅在消费类电子和工业类装备进入大批应用阶段，而且在新能源、电动汽车、军工等领域开始批量交付，分布式光伏、储能及大功率应用进展顺利，业绩拐点形成，正式进入快速成长期。同时，公司薄膜电容器金属化膜生产效率、良率、产能均提升，23 年薄膜电容放量带来的规模效应有望大幅提高薄膜电容毛利率。

锂离子超级电容器获国内外多个著名企业认可，多领域进入批量应用阶段。公司超级电容器 22 年营收 3.07 亿元，同比增长 27.88%，毛利率同比-0.72pct 至 23.14%。公司的超级电容器在车辆、医疗仪器、新能源、电网、智能三表、AGV、港口机械已进入批量应用阶段，在发电侧和用户侧调频以及大型装备功率补偿进入实质性试运行。此外，公司积极研发创新，推进扣式超级电容器研制、开启超级电容器在发电侧、用户侧调频全球首台套应用，及新型服务器、电动汽车后备电源方案研发。

投资建议：维持“买入”评级。我们看好公司新产品研发投产顺利，薄膜电容进入加速成长期，我们预计公司 23-25 年归母净利润为 8.8/11.1/13.9 亿。

风险提示：产能释放不及预期；客户验证不及预期；下游需求不及预期。

证券分析师： 胡剑（S0980521080001）、胡慧（S0980521080002）、周靖翔（S0980522100001）、李梓澎（S0980522090001）、叶子（S0980522100003）

联系人： 詹浏洋

◆ 广州酒家(603043.SH) 财报点评:2022 年业绩承压，期待食品增长与餐饮复苏

2022 年扣非业绩同比下滑 9%，略高于业绩快报。2022 年公司营收 41.12 亿元/+5.72%，归母业绩 5.20 亿元/-6.68%，扣非业绩 4.77 亿元/-9.43%（略高于此前业绩快报的归母/扣非业绩各 5.08/4.52 亿元），EPS0.92 元。2022Q4 收入 7.72 亿元/-11.62%，归母业绩 0.5 亿元/-56.04%，扣非业绩 0.18 亿元/-80.84%，主要系疫情、中秋较早季节性差异及销售费用同比增长综合影响。

速冻驱动收入增长，月饼基本持平，餐饮增速平稳。2022 年食品业务收入 32.53 亿元/+6.58%。其中产能扩张下，速冻收入 10.58 亿元/+24.75%；月饼收入 15.19 亿元/-0.13%，主要系中秋期间广深疫情影响

响。餐饮收入 7.62 亿元/+5.14%，主要受直营店新增和海越陶陶居并表推动（公司全年新开 7 家门店，省内/省外各 5 家/2 家，广州酒家/陶陶居/星槎城各 3 家/3 家/1 家）。截止 2022 年底，直营/特许经营各 36 家/23 家。

疫情扰动下省外经销商拓展略提速，但收入表现相对平淡。2022 年公司广东省内/省外/境外收入各增长 +7.81%/-0.91%/+18.12%；截至 2022 年底公司共有 1040 家经销商，年内新增/减少/净增 295/266/29 家经销商，其中省内/省外/境外各-7/+29/+7 家，省外经销加速开拓，但疫情下省外收入持平。

今年 1-2 月开局复苏良好，期待月饼大年、速冻发力及餐饮复苏。今年 1-2 月公司营收 6.4 亿元/+12%、归母净利润 5947 万元/+34%，预计主要系餐饮复苏及食品稳增长助力。全年看，食品业务：1）出行放开叠加季节性大年（双节相隔 2 天），月饼主业有望良好增长；2）2022 年广州基地新增一条速冻生产线，湘潭二期速冻基地车间正在建设，有望助力产能扩容，未来销售布局和省外扩张加速有望助力速冻业务中线成长；3）公司拟合资设立基金并股权投资全国连锁餐饮、休闲食品、食材供应链、速冻、团餐等细分产业，且拟投资设立广东广梅预制菜产业投资基金，有望加速外延且与既有食品协同。餐饮方面，虽然文昌总店今年改造，但近两年多品牌拓店及陶陶居并表助力下，仍有望迎复苏弹性。

风险提示：宏观、疫情等风险，食品卫生安全，收购整合、产能释放不足。

投资建议：预计公司 2023-2025 年 EPS 为 1.28/1.54/1.81 元（23-24 年较此前 1.41/1.63 元略下调，主要考虑速冻新产能上线爬坡期及文昌店改造阶段影响），对应 23-25 年 PE 估值 23/19/16x。公司月饼业务奠基，未来异地扩张下，食品成长有支撑；餐饮门店拓展&出行放开下有望逐步复苏，伴随国企考核强化下公司主观动能仍有期待，维持“买入”。

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

联系人： 杨玉莹

◆ 美团-W(03690.HK) 海外公司财报点评:外卖和闪购稳健，到店酒旅今年有望复苏

总览：营收增长 21%，经调整净利润连续三个季度为正。2022Q4，美团实现营业收入 601 亿元，同比增长 21%。餐饮外卖、美团闪购等业务均呈现高质量增长，到店酒旅业务则面临宏观挑战而呈现与 2022Q2 相似的下滑。22Q4，公司实现调整后净利润 8.3 亿元，同比大幅改善；调整后净利润率 1.4%，同比提升 9.3pct。利润端的改善，主要得益于餐饮外卖补贴效率提升、各项新业务的成本费用优化。

餐饮外卖和美团闪购维持强劲增长。我们测算，本季度餐饮外卖的订单量同比增长约 8%，且收入同比增速大幅高于订单量增速。闪购本季度订单量占到即时配送总订单量的 12.4%，我们测算本季度订单量同比增长约 75%。此外，餐饮外卖和美团闪购的单均盈利也实现同比优化。

由于宏观因素影响，到店酒旅收入出现与二季度相似的下滑，我们预计在 2023 年会迎来强劲反弹。根据公司业绩公告，由于 2022Q4 宏观环境的影响，到店酒旅收入下滑幅度与 2022Q2 相似。同时，广告收入受到的影响更为显著。根据公司业绩会议，本季度到店酒旅经营利润率同比和环比均有下降。12 月以来，线下出行及消费迎来强势反弹，由于去年 3 月起的低基数效应，我们认为美团的到店酒旅业务有望在 2023 年呈现强势增长。

新业务：优选、买菜、快驴实现收入增长与利润率改善。2022Q4，新业务分部收入同比增长 33%至 167 亿元，主要受商品零售业务的增长推动。经营亏损环比收窄至 64 亿元，经营亏损率 38%，同比收窄 37pct，环比也有所改善。根据公司业绩会议，2022 年，优选、买菜、B2B 快驴都在实现业务增长的同时，UE 也有提升。

投资建议：展望 2023，随着线下消费的复苏，我们预计美团的到店酒旅业务会迎来强势反弹，但考虑到抖音的竞争，预计到店酒旅 GTV 增速>收入增速>利润增速；餐饮外卖和美团闪购因其更高的竞争壁垒，预计将维持市场份额和盈利能力稳定。我们上调盈利预测，预计 2023-2025 年实现调整后净利润 143/285/480 亿元，其中 2023-2024 年上调幅度为 17%/5%，以反映线下到店酒旅业务的反弹。基于 2023 年盈利预测，我们采取分部估值法，计算得合理目标价区间为 166-181 港币，较原目标价下调 4%/3%。我们依旧看好公司核心业务的竞争优势及新业务的成长性，继续维持“买入”评级。

风险提示：本地生活行业新入局者的竞争风险；政策监管带来经营业务调整的风险等。

证券分析师： 谢琦（S0980520080008）

联系人： 徐焘

金融工程

◆ 金融工程日报：三大指数集体收涨，消费板块走强

市场表现：今日(20230330)市场全线上涨，规模指数中上证50指数表现较好，板块指数中中小100指数表现较好，风格指数中沪深300成长指数表现较好。家电、煤炭、消费者服务、建材、石油石化行业表现较好，通信、计算机、传媒、综合金融、综合行业表现较差。存储器、啤酒、动物保健精选、机场精选、汽车芯片等概念表现较好，服务器、中文语料库、网络切片、生物识别、IPv6等概念表现较差。

市场情绪：今日收盘时有21只股票涨停，有11只股票跌停。昨日涨停股票今日收盘收益为0.49%，昨日跌停股票今日收盘收益为-3.34%。今日封板率75%，较前日提升29%，连板率13%，较前日下降3%。

市场资金流向：截止20230329两融余额为16107亿元，其中融资余额15158亿元，融券余额949亿元。两融余额占流通市值比重为2.3%，两融交易占市场成交额比重为8.7%。20230330北向合计净流入48.1亿元。

折溢价：20230329当日ETF溢价较多的是人工智能50ETF，ETF折价较多的是互联网ETF。近半年以来大宗交易日均成交金额达到28亿元，20230329当日大宗交易成交金额为21亿元，近半年以来平均折价率5.41%，当日折价率为5.29%。近一年以来上证50股指期货主力合约年化升水率中位数为0.69%，近一年以来沪深300股指期货主力合约年化贴水率中位数为-0.06%，近一年以来中证500股指期货主力合约年化贴水率中位数为-3.39%，近一年以来中证1000股指期货主力合约年化贴水率中位数为-3.28%，当日上证50股指期货主力合约年化升水率为4.12%，处于近一年来80%分位点，当日沪深300股指期货主力合约年化升水率为5.89%，处于近一年来85%分位点；当日中证500股指期货主力合约年化升水率为4.46%，处于近一年来85%分位点；当日中证1000股指期货主力合约年化升水率为3.42%，处于近一年来58%分位点。

机构关注与龙虎榜：近一周内调研机构较多的股票是璞泰来、正海磁材、良品铺子、剑桥科技、康冠科技、伟星股份、安科生物、厦门象屿等，璞泰来被213家机构调研。20230330披露龙虎榜数据中，机构专用席位净流入较多的股票是中兴通讯、深科技、新五丰、江波龙、恒烁股份、安徽建工、华锦股份、飞科电器、三利谱、兆威机电等，机构专用席位净流出较多的股票是三人行、中国科传、三变科技、金海通、金桥信息、联特科技、兆龙互连、同有科技、健麾信息、中原传媒等。陆股通净流入较多的股票是中兴通讯、安徽建工、三利谱、普冉股份、江波龙、兆威机电、三人行、三江购物、岭南股份、深科技、中原传媒等，陆股通净流出较多的股票是华锦股份、新五丰、飞科电器等。

风险提示：市场环境变动风险；本报告基于历史客观数据统计，不构成投资建议。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）

联系人： 刘璐

【市场数据】

商品期货

商品	收盘价	涨跌幅	商品	收盘价	涨跌幅
黄金	437.40	0.06	ICE 布伦特原油	78.28	-0.47
白银	5246.00	0.74	铜	69710.00	0.31
铝	18680.00	0.08	铅	15245.00	-0.13
豆一	5363.00	-0.40	锌	22920.00	0.65
豆粕	3543.00	-0.11	镍	181220.00	-1.84
玉米	2757.00	-0.03	锡	205540.00	-0.53
螺纹钢	4108.00	-0.29	SR305	6302.00	1.02

本月国内重要信息披露

公布日期	项目	本期数据	上期数据	上年同期数据	发布主体
2022/10/31	10月PMI(%)	92.0	92.3	98.2	中国物流与采购联合会
2022/10/31	10月PPI(%)	-2.5	0.64	17.89	PPI
2022/10/31	10月CPI(%)	100.1	100.8	102.1	国家统计局
2022/10/31	10月狭义货币(M1)同比(%)	0.05	0.06	0.02	中国人民银行
2022/10/31	10月狭义货币(M2)同比(%)	0.11	0.12	0.08	中国人民银行
2022/10/31	10月新增人民币贷款(亿元)	4431.0	25686.0	7752.0	中国人民银行
2022/10/31	10月贸易顺差总额(亿美元)	84940.49	84048.99	84856.9	国家商务部
2022/10/31	10月固定资产投资累计同比(%)	0.05	0.01	0.06	国家统计局
2022/10/31	10月工业增加值(%)	0.05	0.06	0.03	国家信息中心
2022/10/31	10月社会消费品零售总额_同比(%)	0.05	0.05	0.06	国家统计局

近期非流通股解禁明细

代码	简称	本次解禁数量(万股)	流通股股本(万股)	流通股增加%	上市日期
301077.SZ	星华反光	242.75	2143.50	5.92	2023-03-31
600746.SH	江苏索普	69192.58	111608.23	93.04	2023-03-31
688659.SH	元琛科技	200.00	8796.68	2.70	2023-03-31
688626.SH	翔宇医疗	160.00	5250.88	1.46	2023-03-31
688109.SH	品茗股份	68.00	2668.39	2.39	2023-03-30
600150.SH	中国船舶	202912.09	447242.87	100.00	2023-03-30
688661.SH	和林微纳	100.00	2600.00	1.81	2023-03-30
002252.SZ	上海莱士	176616.58	673844.55	99.86	2023-03-30
688329.SH	艾隆科技	96.50	4566.35	2.96	2023-03-29
002456.SZ	欧菲光	35369.77	325910.32	99.11	2023-03-29
688597.SH	煜邦电力	660.44	12715.71	11.81	2023-03-27
300791.SZ	仙乐健康	10886.40	17703.39	97.20	2023-03-27
688189.SH	南新制药	4000.00	14000.00	100.00	2023-03-27
300825.SZ	阿尔特	4505.30	31427.90	72.05	2023-03-27
688228.SH	开普云	3756.08	6713.34	100.00	2023-03-27
688195.SH	腾景科技	161.75	8184.00	3.29	2023-03-27

688606.SH	奥泰生物	44.88	2564.50	1.56	2023-03-27
688633.SH	星球石墨	90.91	2393.33	1.82	2023-03-24
300290.SZ	荣科科技	1938.46	62729.62	61.88	2023-03-23
603221.SH	爱丽家居	17200.00	23272.00	95.93	2023-03-23
688609.SH	九联科技	500.00	32878.18	2.83	2023-03-23
600905.SH	三峡能源	500200.00	1357300.00	25.01	2023-03-23
688092.SH	爱科科技	73.94	2683.72	2.23	2023-03-20
600026.SH	中远海能	60171.91	346669.18	100.00	2023-03-20
688051.SH	佳华科技	5350.51	7733.40	100.00	2023-03-20
300823.SZ	建科机械	5538.45	9355.90	100.00	2023-03-20
688616.SH	西力科技	187.50	5607.00	1.95	2023-03-20
688766.SH	普冉股份	106.36	2067.02	6.39	2023-03-20
002208.SZ	合肥城建	18014.41	80240.12	99.50	2023-03-20
600228.SH	返利科技	29666.88	53798.88	50.97	2023-03-20
688456.SH	有研粉材	150.00	6440.87	3.68	2023-03-17
002977.SZ	天箭科技	2575.00	5781.25	65.29	2023-03-17
603259.SH	药明康德	13.79	255760.64	2.25	2023-03-17
688316.SH	青云科技-U	60.00	3560.67	4.81	2023-03-15
688667.SH	菱电电控	53.03	2318.30	1.83	2023-03-13
300822.SZ	贝仕达克	11400.00	15550.50	96.20	2023-03-13
300821.SZ	东岳硅材	78300.00	120000.00	100.00	2023-03-13
300819.SZ	聚杰微纤	7000.00	9947.00	100.00	2023-03-13
688083.SH	中望软件	46.45	3512.18	1.70	2023-03-13
002648.SZ	卫星化学	128.94	171821.51	40.98	2023-03-13

全球证券市场统计

股票市场指数

简称	最新收盘价	1日 涨跌幅(%)	1周 涨跌幅(%)	1个月 涨跌幅(%)	3个月 涨跌幅(%)	12个月 涨跌幅(%)	30天 波动率(%)
道琼斯工业平均指数	32859.03	0.432275	9.99	11.44	10.32	11.46	31.34
德国 DAX 指数	15522.40	1.263114	15.99	1.02	11.48	6.27	30.37
法 CAC40 指数	7263.37	1.062754	1.73	-0.06	12.19	7.73	38.64
恒生指数	20309.13	0.578089	1.29	2.64	2.66	-8.64	80.74
沪深 300 指数	4038.52	0.808300	-0.01	-0.76	4.31	-5.06	56.92
美国 SP500 指数	4050.83	0.571526	2.58	2.03	5.50	-11.98	37.68
纳斯达克综合指数	12013.47	0.731412	1.91	4.87	14.78	-16.81	48.64
日经 225 指数	27782.93	-0.361680	1.32	1.22	不适用	-0.87	不适用

沪深港通资金流入流出 Top10

A 股资金流入流出前十

排序	代码	简称	价格(RMB)	涨跌幅(%)	流入资金 (RMB, 万元)	代码	简称	价格(RMB)	涨跌幅(%)	流出资金 (RMB, 万元)
1	002594.SZ	比亚迪	257.2000	3.8353	99427.17	601138.SH	工业富联	16.8800	4.4554	86064.64
2	600519.SH	贵州茅台	1800.0000	0.5587	76252.75	300750.SZ	宁德时代	400.1100	-0.0175	59210.22
3	300750.SZ	宁德时代	400.1100	-0.0175	71680.30	600519.SH	贵州茅台	1800.0000	0.5587	54680.36
4	603986.SH	兆易创新	121.3200	5.4773	66339.95	600900.SH	长江电力	21.2200	2.4131	52453.20
5	000063.SZ	中兴通讯	31.6000	-8.9075	65785.01	601012.SH	隆基绿能	40.5100	1.1991	50651.47
6	601012.SH	隆基绿能	40.5100	1.1991	63601.97	002371.SZ	北方华创	263.9700	-2.9058	47329.52

7	002049.SZ	紫光国微	112.0800	7.4593	59618.26	000651.SZ	格力电器	37.2300	2.9876	45133.82
8	600900.SH	长江电力	21.2200	2.4131	58509.46	600036.SH	招商银行	34.3500	0.6741	43694.00
9	601857.SH	中国石油	6.0000	6.9519	50959.50	000858.SZ	五粮液	198.3900	1.5926	41384.25
10	601138.SH	工业富联	16.8800	4.4554	46374.49	300059.SZ	东方财富	20.0400	0.3505	41104.67

港股资金流入流出前十

排序	代码	简称	价格(HKD)	涨跌幅(%)	流入资金 (HKD, 万元)	代码	简称	价格(HKD)	涨跌幅(%)	流出资金 (HKD, 万元)
1	0354.HK	中国软件国际	5.0900	-0.13728814	18273.05	0700.HK	腾讯控股	385.0000	0.00051975	124123.17
2	1211.HK	比亚迪股份	225.2000	0.03302752	25291.83	3690.HK	美团-W	142.0000	0.01428571	89928.79
3	1801.HK	信达生物	35.0500	-0.06283422	27743.26	1024.HK	快手-W	59.4000	0.05600000	60707.22
4	3896.HK	中企法巴八零六D	3.7800	0.13173653	32213.18	1801.HK	信达生物	35.0500	-0.06283422	38382.89
5	3896.HK	金山云	3.7800	0.13173653	32213.18	0883.HK	中国海洋石油	11.7400	0E-8	37626.19
6	0981.HK	中芯国际	18.2600	0.02239642	45222.39	0941.HK	中国移动	62.3500	0.00564516	31138.86
7	0883.HK	中国海洋石油	11.7400	0E-8	53920.71	0981.HK	中芯国际	18.2600	0.02239642	30292.52
8	0941.HK	中国移动	62.3500	0.00564516	60940.96	3896.HK	中企法巴八零六D	3.7800	0.13173653	28898.08
9	1024.HK	快手-W	59.4000	0.05600000	80121.50	3896.HK	金山云	3.7800	0.13173653	28898.08
10	3690.HK	美团-W	142.0000	0.01428571	126437.28	9868.HK	小鹏汽车-W	44.4000	0.07506053	24503.90
11	0700.HK	腾讯控股	385.0000	0.00051975	145963.11	3888.HK	金山软件	38.6500	-0.03615960	18795.22

免责声明

分析师声明

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

国信证券投资评级

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

重要声明

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

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

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

证券投资咨询业务的说明

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

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

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032