

## 3月金股组合

| 股票代码      | 股票名称   |
|-----------|--------|
| 1908.HK   | 建发国际集团 |
| 600529.SH | 山东药玻   |
| 600428.SH | 中远海特   |
| 002648.SZ | 卫星化学   |
| 603688.SH | 石英股份   |
| 603889.SH | 新澳股份   |
| 300662.SZ | 科锐国际   |
| 002368.SZ | 太极股份   |

## 市场指数

| 指数名称  | 收盘价      | 涨跌%    |
|-------|----------|--------|
| 上证综指  | 3240.06  | (0.16) |
| 深证成指  | 11579.91 | 0.13   |
| 沪深300 | 4006.14  | 0.17   |
| 中小100 | 7659.75  | 0.51   |
| 创业板指  | 2371.19  | 0.09   |

## 行业表现 (申万一级)

| 指数名称 | 涨跌%  | 指数名称 | 涨跌%    |
|------|------|------|--------|
| 电子   | 1.57 | 建筑装饰 | (2.22) |
| 社会服务 | 0.67 | 农林牧渔 | (1.62) |
| 美容护理 | 0.62 | 国防军工 | (1.34) |
| 食品饮料 | 0.54 | 石油石化 | (1.12) |
| 汽车   | 0.36 | 建筑材料 | (1.06) |

资料来源：万得，中银证券

 中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

## 产品组

 证券分析师：王军  
(8621)20328310  
jun.wang\_sh@bocichina.com  
证券投资咨询业务证书编号：S1300511070001

# 中银晨会聚焦-20230330

## ■重点关注

【建筑材料】垒知集团\*陈浩武。公司发布2022年报，2022年实现收入39.5亿元，同减19.8%；归母净利2.1亿元，同减22.5%；EPS0.30元，同减21.0%。公司毛利率得到修复，现金流表现出色，2023年业务条线更加清晰，维持公司买入评级。

【建筑材料】冀东水泥\*陈浩武。公司于3月28日发布2022年年报，全年实现收入345.44亿元，同降4.94%；归母净利13.58亿元，同降51.69%。我们看好2023年北方水泥行业竞争格局加速优化，期待公司业绩改善，维持公司买入评级。

【传媒】网龙\*卢翌。网龙发布2022年度业绩，2022年营业收入78.7亿元，同比+11.8%；归母净利润8.34亿元，同比-21.5%；non-IFRS归母净利润12.6亿元，同比-2.2%。教育收入高速增长，亏损明显缩窄；参与数字中国智慧教育建设，将在下一代平板产品中融入AI技术；游戏业务2023年预期逐步恢复。维持买入评级。

## 重点关注

【建筑材料】垒知集团—毛利率同比回升，现金流表现出色

陈浩武

公司发布 2022 年报，2022 年实现收入 39.5 亿元，同减 19.8%；归母净利 2.1 亿元，同减 22.5%；EPS0.30 元，同减 21.0%。公司毛利率得到修复，现金流表现出色，2023 年业务条线更加清晰，维持公司买入评级。

### 支撑评级的要点

公司业绩下滑，计提较大额度商誉减值。2022 年公司实现营收 39.5 亿元，同减 19.8%；归母净利 2.1 亿元，同减 22.5%；EPS0.30 元，同减 21.1%。2022Q4 公司实现营收 8.9 亿元，同减 34.4%；归母净利 0.01 亿元，同减 96.3%。主要系四季度公司计提 0.5 亿元商誉减值准备所致。

毛利率回升，经营现金流表现较好。2022 年公司毛利率 21.6%，同增 3.3pct；归母净利率为 5.3%，同减 0.2pct；期间费用率 14.0%，同增 2.5pct。2022 年公司经营活动现金流净额为 4.2 亿元，同增 30.6%；Q4 经营现金流净额为 2.6 亿元，同增 29.8%。公司经营现金流同比实现增长，主要系报告期内销售回款同比增加。

主要业务毛利率均回升。2022 年公司外加剂/技术服务/商品混凝土业务毛利率分别为 22.4%/33.6%/16.9%，同比分别提升 3.4pct/2.3pct/1.7pct，主要业务毛利率均实现修复。2022 年受疫情封控和地产下行双重影响，公司外加剂销量同减 16.9%，为 138 万吨。但我们测算外加剂单位毛利同增 59.5 元/吨，或主要系环氧乙烷成本压力减轻，且行业内价格战基本平息，单价得以维持较高水平。

业务线更清晰，三大业务齐发力。2023 年，公司将聚焦检测技术服务、外加剂新材料和“建筑+互联网”领域，提升检测业务和外加剂业务在各地市场占有率水平，并依托科技和产业优势，打造产业级供应链电商平台“建研家商城”，助力建筑行业优化和升级。

### 估值

考虑 2023 年下游需求恢复情况有待观察，我们小幅调整盈利预测。预计 2023-2025 年公司收入为 48.8、56.5、65.5 亿元；归母净利分别为 3.6、4.0、4.7 亿元；EPS 分别为 0.50、0.56、0.65 元。维持公司买入评级。

### 评级面临的主要风险

产能投放不及预期，原材料价格上涨，需求不及预期。

【建筑材料】冀东水泥—关注北部区域行业格局优化，期待业绩改善

陈浩武

公司于 3 月 28 日发布 2022 年年报，全年实现收入 345.44 亿元，同降 4.94%；归母净利 13.58 亿元，同降 51.69%。我们看好 2023 年北方水泥行业竞争格局加速优化，期待公司业绩改善，维持公司买入评级。

### 支撑评级的要点

2022 年价涨量跌，前高后低。公司 2022 年全年实现收入 345.44 亿元，同降 4.94%；归母净利 13.58 亿元，同降 51.69%。根据公司年报，2022 年公司实现水泥及熟料销量 8688 万吨，同降 12.88%。我们测算公司全年水泥及熟料均价 339.90 元/吨左右；根据年报，公司吨成本 272.08 元/吨，同比上升 36.92 元/吨，我们测算吨毛利 67.82 元/吨，同降 17.32 元/吨；吨净利 7.25 元/吨，同降 19.03 元/吨；水泥及熟料毛利率 19.95%，同比下降 6.63pct。在上半年华北地区价格韧性相对较高的情况下，公司全年水熟销售均价高于 2021 年约 19.59 元/吨，下半年价格回落较快。且吨成本上涨幅度约 36.92 元/吨，大于均价上涨幅度，单位利润下滑。叠加需求下行，销量也有所下滑，2022 年公司整体承压较为显著。

与新天山合作整合东北市场，或迎来行业格局改善。2022 年底，公司发布公告与新天山合资成立辽宁金中水泥集团有限公司，主要布局整合东北水泥市场。根据中国水泥网，公司与新天山的在东北地区的熟料产能市占率合计接近 30%，预计强强联手一定程度可改善东北水泥格局，增强公司在东北地区的定价话语权。

2023 年或是加速北方区域出清的关键时期。我们预计 2023 年水泥行业需求不会较 2022 年大幅提升，对与产能过剩较为严重的华北、东北地区而言，或是产能出清格局优化的关键时期。1) 盈利恶化加速退出。当前华北地区需求偏弱，成本高位，据卓创资讯，多家厂商处于盈亏平衡点附近，利润下降或将加速中小企业的退出，优化行业格局。2) “双碳”引导落后产能出清。2022 年 11 月，工信部等 4 部门联合印发《建材行业碳达峰实施方案》。要求“十四五”期间水泥熟料单位产品综合能耗水平降低 3%以上。我们认为政策对能耗的管控趋严，将会加速落后产线强制退出，尤其是 2500t/d 及以下的中小产线的退出或将进一步加快，行业供需格局有望改善。

## 估值

根据公司 2023 年经营目标，我们调整公司盈利预测。预计 2023-2025 年公司实现营收 359.51、370.26、381.79 亿元；归母净利 20.18、25.39、32.97 亿元；每股收益分别为 0.76、0.96、1.24 元，对应市盈率 11.3、9.0、6.9 倍。

## 评级面临的主要风险

煤炭价格上涨，水泥需求回落，格局恶化。

### 【传媒】网龙—智慧教育收入创新高，将 AI 技术融入产品

#### 卢翌

网龙发布 2022 年度业绩，2022 年营业收入 78.7 亿元，同比+11.8%；归母净利润 8.34 亿元，同比-21.5%；non-IFRS 归母净利润 12.6 亿元，同比-2.2%。教育收入高速增长，亏损明显缩窄；参与数字中国智慧教育建设，将在下一代平板产品中融入 AI 技术；游戏业务 2023 年预期逐步恢复。维持买入评级。

#### 支撑评级的要点

教育业务收入创新高，普米保持全球市场领先地位。2022 年公司教育业务收入 43.4 亿元，同比+34.2%，创历史新高，占收入比例提升至 55%；经营性分类亏损同比缩窄 27.4%至 3.0 亿元。子公司普罗米修斯互动显示平板的全年出货量超过 25.3 万台，同比+37.5%。根据 Futuresource，2022 年普米仍然位列全球（除中国外）K-12 互动显示器市场销量第一，市占率+0.7ppt，在美国/英国/德国等主要市场份额达到 30.8%/ 24.9%/ 22.9%。

参与建设“数字中国”智慧教育，新一代平板设备将融入 AI 技术。公司 2022 年 12 月收购全球领先的数字白板平台 Explain Everthing，随着全球智慧教育硬件渗透率提升，后续增值服务和 SaaS 应用的规模化扩张将开启。2022 年公司在国内市场积极参与数字中国建设，与教育部直属的中央电化教育馆合作，开发建设了“国家中小学智慧教育平台”以及“虚拟实验教学项目”。在海外市场则与埃及、泰国、加纳等多个国家签署 MOU，开展全国性部署合作。2022 年 6 月普米宣布与 AI 教育科技教师应用企业 Merlyn Mind 达成战略合作，将在下一代平板产品中融入 AI 技术。

端游收入受消费疲软影响下滑，2023 年重点新品已上线。2022 年公司游戏业务收入 34.3 亿元，同比-5.8%。经营性分类利润 18.2 亿元，同比-14.1%。其中，手游收入同比略降 0.2%至 5.8 亿元，旗舰 IP 魔域旗下手游收入同比+3.6%；端游收入受到消费疲软影响更大，同比-6.9%达到 28.4 亿元。海外业务收入同比+6.5%至 5.4 亿元，其中《征服》IP 海外收入同比+48.5%至 1.9 亿元。2023 年 3 月公司重点产品《魔域手游 2》已推出，上线首日流水突破一千万元；后续还将推出 2 款新游。

教育业务毛利率小幅下滑，游戏研发投入提升。2022 年总毛利率 54.9%，同比-9.4ppts，主要因为低毛利的教育收入占比大幅提升，且教育业务在新产品推出后对老产品进行了降价销售；剔除关税和汇率影响，教育毛利率同比-2.4ppts。游戏研发费用率 22.4%，同比+4.3ppts。

## 估值

游戏新品推出后预期业绩逐步恢复；教育业务在后疫情时期增速预计放缓，但长期看海内外各国政府仍在持续推进教育科技化，增长空间仍大。预计 2023/24/25 年归母净利润 10.47/12.20/13.93 亿元，维持买入评级。

## 评级面临的主要风险

会员增长不及预期；广告投放低于预期；内容监管超预期；行业竞争加剧。

## 中银证券研究部

### 首席经济学家

徐高 S1300519050002 gao.xu@bocichina.com

### 全球首席经济学家

管涛 S1300520100001 tao.guan@bocichina.com

### 宏观研究团队

朱启兵 S1300516090001 qibing.zhu@bocichina.com

张晓娇 S1300514010002 xiaojiao.zhang@bocichina.com

刘立品 S1300521080001 lipin.liu@bocichina.com

付万丛 S1300522030001 wancong.fu@bocichina.com

陈琦 S1300521110003 qi.chen@bocichina.com

孙德基 S1300522030002 deji.sun@bocichina.com

周亚齐 S1300522090002 yaqi.zhou@bocichina.com

### 固收研究团队

肖成哲 S1300520060005 chengzhe.xiao@bocichina.com

张鹏 S1300520090001 peng.zhang\_bj@bocichina.com

邹坤 S1300521070004 kun.zou@bocichina.com

### 策略研究团队

王君 S1300519060003 jun.wang@bocichina.com

徐沛东 S1300518020001 peidong.xu@bocichina.com

郭晓希 S1300521110001 xiaoxi.guo@bocichina.com

徐亚 S1300521070003 ya.xu@bocichina.com

高天然 S1300522100001 tianran.gao@bocichina.com

### 金融工程

郭策 S1300522080002 ce.guo@bocichina.com

李腾 S1300522080001 tengli@bocichina.com

陈亮 S1300122090029 liang.chen@bocichina.com

### 银行研究团队

林媛媛 S1300521060001 yuanyuan.lin@bocichina.com

丁黄石 S1300122030036 huangshi.ding@bocichina.com

### 非银金融研究团队

林媛媛 S1300521060001 yuanyuan.lin@bocichina.com

张天愉 S1300521100002 tianyu.zhang@bocichina.com

### 建筑建材研究团队

陈浩武 S1300520090006 haowu.chen@bocichina.com

林祁桢 S1300121080012 qizhen.lin@bocichina.com

杨逸菲 S1300122030023 yifei.yang@bocichina.com

### 汽车研究团队

朱朋 S1300517060001 peng.zhu@bocichina.com

### 传媒研究团队

卢翌 S1300522010001 yi.lu@bocichina.com

### 电新研究团队

李可伦 S1300518070001 kelun.li@bocichina.com

武佳雄 S1300121070028 jiaxiong.wu@bocichina.com

许怡然 S1300122030006 yiran.xu@bocichina.com

李扬 S1300121080041 yang.li@bocichina.com

李天帅 S1300122080057 tianshuai.li@bocichina.com

### 机械研究团队

陶波 S1300520060002 bo.tao@bocichina.com

叶善庭 S1300121040025 shanting.ye@bocichina.com

### 化工研究团队

余嫒嫒 S1300517050002 yuanyuan.yu@bocichina.com

徐中良 S1300122050006 zhongliang.xu@bocichina.com

### 医药研究团队

邓周宇 S1300517050001 zhoyu.deng@bocichina.com

### 食品饮料研究团队

汤玮亮 S1300517040002 weiliang.tang@bocichina.com

邓天娇 S1300519080002 tianjiao.deng@bocichina.com

### 家电研究团队

郝帅 S1300521030002 shuai.hao@bocichina.com

### 社会服务团队

李小民 S1300522090001 xiaomin.li@bocichina.com

宋环翔 S1300122070014 huanxiang.song@bocichina.com

### 纺织服装团队

郝帅 S1300521030002 shuai.hao@bocichina.com

丁凡 S1300521090001 fan.ding@bocichina.com

杨雨钦 S1300121080061 yuqin.yang@bocichina.com

### 计算机研究团队

杨思睿 S1300518090001 sirui.yang@bocichina.com

王晓莲 S1300121080038 xiaolian.wang@bocichina.com

刘桐彤 S1300122030039 tongtong.liu@bocichina.com

### 电子研究团队

苏凌遥 S1300522080003 lingyao.su@bocichina.com

### 通信研究团队

庄宇 S1300520060004 yu.zhuang@bocichina.com

吕然 S1300521050001 ran.lv@bocichina.com

### 交通运输

王靖添 S1300522030004 jingtian.wang@bocichina.com

刘国强 S1300122070018 guoqiang.liu\_01@bocichina.com

### 地产研究团队

夏亦丰 S1300521070005 yifeng.xia@bocichina.com

许佳璐 S1300521110002 jialu.xu@bocichina.com

### 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

### 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

#### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；

增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；

中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

#### 行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；

中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司(统称“中银国际集团”)的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人(包括其关联方)都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话：(8621) 68604866  
传真：(8621) 58883554

## 相关关联机构：

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话：(852) 39886333  
致电香港免费电话：  
中国网通 10 省市客户请拨打：108008521065  
中国电信 21 省市客户请拨打：108001521065  
新加坡客户请拨打：8008523392  
传真：(852) 21479513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话：(852) 39886333  
传真：(852) 21479513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编：100032  
电话：(8610) 83262000  
传真：(8610) 83262291

### 中银国际（英国）有限公司

2/F, 1Lothbury  
London EC2R7DB  
United Kingdom  
电话：(4420) 36518888  
传真：(4420) 36518877

### 中银国际（美国）有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7BryantPark 15 楼  
NY10018  
电话：(1) 2122590888  
传真：(1) 2122590889

### 中银国际（新加坡）有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼 (049908)  
电话：(65) 66926829/65345587  
传真：(65) 65343996/65323371