

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	3251.40	(0.44)
深证成指	11647.94	0.12
沪深 300	4012.48	(0.36)
中小 100	7688.45	0.12
创业板指	2398.02	1.17

行业表现 (申万一级)

指数名称	涨跌%	指数名称	涨跌%
计算机	1.49	房地产	(1.71)
电力设备	1.02	建筑材料	(1.62)
社会服务	0.98	纺织服饰	(1.29)
医药生物	0.90	钢铁	(1.26)
农林牧渔	0.90	建筑装饰	(1.26)

资料来源：万得，中银证券

中银晨会聚焦-20230328

■重点关注

【轻工制造】浙江自然*郝帅 丁凡。公司定位户外运动高景气赛道，具备产业一体化生产优势，客户资源优质，龙头优势明显。未来公司将加深与全球知名品牌客户合作关系，通过产品结构优化与产能扩建维持高速增长。首次覆盖，给予买入评级。

【计算机】AI 液冷箭在弦上，产业链受益标的明晰*杨思睿。近期 AI 技术突破与产品落地持续，赛道景气度保持，预计将带动高密度服务器与 GPU 需求。受 AI 高算力需求和数据要素带动，IDC 建设预计将加速落地。随着 IDC 的规模打开，高功耗需求增加，温控需求将随之体现，液冷的市场空间将进一步打开。建议关注产业链中产品已有落地的液冷厂商。

【商贸零售】市内免税专题*李小民。随着跨境游逐步复苏，以及在促内需的大环境下，我们认为国内市内免税政策有望逐步放宽，且市内免税与口岸免税分流有限，两者有望共同做大蛋糕。国内免税商不断提升供应链建设、运营管理能力促进内生增长，韩国代购经济衰落引发在韩免税消费回流，总体增长潜力较大。维持行业强于大市评级。

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

重点关注

【轻工制造】浙江自然——户外细分赛道龙头，环保替代构筑核心壁垒

郝帅 丁凡

公司定位户外运动高景气赛道，具备产业一体化生产优势，客户资源优质，龙头优势明显。未来公司将加深与全球知名品牌客户合作关系，通过产品结构优化与产能扩建维持高速增长。首次覆盖，给予买入评级。

支撑评级的要点

全球户外用品细分赛道龙头制造商。公司深耕户外用品行业三十年，以 ODM 模式和外销（2021 年收入占比 80%）为主，收入、利润保持高速增长，2017 年-2021 年收入/业绩由 4.25/0.89 亿元增长至 8.42/2.20 亿元，CAGR18.64%/25.16%。2021 年核心产品充气床垫在产能扩建和 TPU 产品占比提升驱动下销量和均价同比提升 11%、33%，收入占比达 75%。公司具备一体化生产能力，掌握 TPU 面料复合技术在内的全流程产品生产工艺，享受高毛利的同时在产品定制和质量控制方面具备优势。凭借优秀产品设计和制造能力，公司与全球 200 余个优质品牌商、零售商和采购商建立稳定合作关系，2021 年成为第一大客户迪卡侬战略合作伙伴。

户外用品行业：疫情下高景气赛道，中长期增长空间广阔。根据华经产业研究院数据，2020 年全球户外运动用品市场规模达 1600 亿美元，预计 2020-2025 年按照复合增速 8.11% 增长。欧美地区依托成熟户外运动意识与完善基础设施（步道及公园等），户外参与度保持在 50% 以上，占据主要市场份额；国内起步较晚，2018 年渗透率不足 10%。短期内疫情影响下国内外参与度及户外产品消费快速增长，中长期看点在户外产品环保化、高端化升级趋势及国内户外政策支持下的渗透率、人均消费金额快速提升。

产能建设解除订单承接限制，产品研发打开新增长空间。公司订单充足，2016-2021 年充气床垫产能及产量持续增加，但订单高增长下，产能利用率、产销率均维持高位。IPO 募投项目将缓解公司产能压力，以预估的 2022 年充气床垫产能 525 万件为基准，我们预计未来随项目投产床垫产能仍有 67% 提升空间，且其他品类产能提升均超 50%。此外，公司加快新品研发拓宽应用场景，推出车用床垫等产品，建设智能化生产基地二期研发生产水上用品、户外电器等，充分发挥自身在户外用品领域的技术和客户优势，享受行业快速发展红利。

估值

预计公司 2022-2024 年营收分别为 10.03/11.23/14.65 亿元，EPS 分别为 2.31/2.65/3.32 亿元，对应 PE 分别为 21/18/15 倍。我们看好公司所处细分赛道的成长潜力及公司的龙头优势，首次覆盖，给予买入评级。

风险提示

原材料价格上涨、产能扩建、TPU 产品推广不及预期。

【计算机】AI 液冷箭在弦上，产业链受益标的明晰

杨思睿

近期 AI 技术突破与产品落地持续，赛道景气度保持，预计将带动高密度服务器与 GPU 需求。受 AI 高算力需求和数据要素带动，IDC 建设预计将加速落地。随着 IDC 的规模打开，高功耗需求增加，温控需求将随之体现，液冷的市场空间将进一步打开。建议关注产业链中产品已有落地的液冷厂商。

支撑评级的要点

AI 拉动算力需求高增长，重点在高密和 GPU。近期由 ChatGPT 开启的 AI 技术和产品持续落地，以 ChatGPT 大模型为代表的 AI 技术对于高性能计算提出了更高的要求，其中重点是高密度服务器和 GPU 服务器。3 月 22 日 GTC 大会召开，英伟达 CEO 黄仁勋发布了全新的量子计算系统、云服务平台、视觉图像系统等 AI 技术的最新应用，包括 H100-NVL、DGX Quantum（首个结合 GPU 和量子计算的系统），NVIDIA DGX Cloud（AI 超级计算云服务），BioNeMo Cloud，CV-CUDA（GPU 加速库）等多个新技术，有望进一步为 AI 等高算力需求打开市场空间，显著带动高密度服务器和 GPU 增长。

IDC 建设加速落地，应对当前高算力缺口与数字要素发展需求。我国 IDC 建设受多方催化有望加速落地：（1）AI 技术持续突破，产品应用加速落地，高算力需求将带动 IDC 建设。（2）“东数西算”建设加速，2 月 24 日宁夏东数西算一体化算力服务平台正式上线，GPU 大算力基地开建。此外，在近期举办的算力产业高质量发展大会暨数字产业高质量发展大会上，乌兰察布市副市长柴悦表示，乌兰察布市已签约落地 17 个 IDC 企业，共计 26 个 IDC 项目，投资规模约 732.1 亿元，服务器规模约 419.1 万台。资兴市已签约落户 3 个数据中心共 2.48 万个机架，同时规划到 2027 年底，市内园区标准机架规模达 6 万个，上架率达到 70%，PUE 不高于 1.2。（3）3 月 7 日国数局成立，数据要素价值挖掘将成为发展重点，预计将有力推动 IDC 行业的整体发展。

温控进入兑现期，IDC 液冷打开百亿市场空间。随着 IDC 建设加速，高密度服务器与 GPU 建设带动，液冷行业有望进入加速通道。根据通信院发布的《冷板式液冷服务器可靠性白皮书》，2022 年英特尔第四代服务器处理器单 CPU 功耗已突破 350 瓦，英伟达单 GPU 芯片功耗突破 700 瓦，AI 集群算力密度普遍达到 50kW/柜。受高密度服务器和 GPU 功耗增加驱动，散热需求进一步升级，液冷有望成为主流。此前赛迪顾问预计 2025 年液冷市场规模超 1,200 亿元、液冷数据中心基础设施市场规模 245 亿元，叠加 AIGC 和数据要素发展催化，预计液冷市场空间将进一步打开，温控将加速进入兑现期。

投资建议

建议关注：（1）申菱环境：向华为、字节等互联网大厂和服务器厂商供应液冷产品，新能源业务有望倍增。（2）英维克：面向数据中心提供液冷全链条解决方案，负责阿里、数据港等大型数据中心液冷温控项目。（3）欧陆通：提供服务器液冷充电模块，均可实现超充。

评级面临的主要风险

产品落地不及预期；设备铺设不及预期。

【商贸零售】市内免税专题——利好政策渐行渐近，口岸市内共享增量蛋糕

李小明

随着跨境游逐步复苏，以及在促内需的大环境下，我们认为国内市内免税政策有望逐步放宽，且市内免税与口岸免税分流有限，两者有望共同做大蛋糕。国内免税商不断提升供应链建设、运营管理能力促进内生增长，韩国代购经济衰落引发在韩免税消费回流，总体增长潜力较大。维持行业强于大市评级。

支撑评级的要点

市内免税

1) 政策推进不及预期？参考韩国市内免税和海南离岛免税的发展历程，我们认为市内店的推进是一个循序渐进的过程。我们认为，从当前时点来看，短期内新政可能不会大力积极推进；但从趋势上来看，政策放宽确定性较强。且有望从额度、品类、购物场景、门店数量等方面展开。

2) 渠道分流 OR 做大蛋糕？我们认为市内免税会对口岸免税造成分流，但是影响有限，总体还是共同做大蛋糕的趋势。市内店胜在面积、服务、租金成本；口岸店胜在流量、便捷程度；两者面向人群并不完全重叠，有望形成差异互补。国内免税市场仍有较大增长潜力和空间：一方面，韩免对代购经济的打击有望推进中国游客在韩免税消费的回流；另一方面，国内免税运营商在运营、品牌等方面优势渐显，有望形成内生增长。

免税行业跟踪

1) 离岛免税：受 1 月春节及元旦高基数影响，2 月海南过夜游客环比略有下滑。三亚凤凰机场近两周共执行航班 5653 架次，环比-0.5%，出现小幅回落；海口美兰机场近两周共执行航班 6879 架次，环比+0.2%。

2) 口岸免税：国际及地区航班执飞量及旅客吞吐量持续回升。近两周我国国际客运航班执行量分别为 2653、2332 架次，恢复至 19 年同期的 18.57%、16.28%。2 月北京首都机场、广州白云机场、上海机场国际和地区航线旅客吞吐量分别为 18.42、26.60、28.92 万人次，同比分别+296.13%、+560.44%、222.00%；环比分别+59.58%、+77.21%、50.34%。

海外免税跟踪

2023 年 1 月韩国免税店销售额为 6.4 亿美元，同比-34.0%/环比-38.0%。其中国内游客销售额为 1.6 亿美元，外国游客销售额为 4.8 亿美元，占比 74.9%。免税购物 143.4 万人次，同比+120.1%/环比+13.3%，整体呈增长趋势。其中国内游客为 118.9 万人次，外国游客为 24.5 万人次，占比 17.1%。总体客单价为 448 美元，其中国内游客为 135.7 美元，外国游客为 1961.6 美元。随着韩国对代购渠道的打击，外国游客客单价创疫情以来新低，对整体客单价形成了拖累。

投资建议

推荐中国中免：短期内关注各渠道客流恢复以及海南地区备货状况；中长期来看，公司作为行业龙头，充分享受供应链、规模等优势。22 年项目扩容有望在今年带来增量效应，出入境逐步放开后市内免税政策推进预期强化，收购中出服股权迅速占领市内免税市场，业绩增长可期。推荐王府井：有税业务奠基，疫后恢复态势良好。万宁离岛免税店逐步推进，旗下有税门店提前卡位国内一线城市优质区位，深耕零售行业积累运营经验、品牌资源，预期将受益于市内免税政策的红利。

评级面临的主要风险

疫后需求恢复不及预期、免税市场竞争激烈、政策推动不及预期。

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 yi1.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 zhouyu.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。所有本报告期内使用的商标、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。

过往的表现不能被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
NY 10018
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