

晨会纪要

数据日期: 2023-03-24	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)	3265.65	11634.22	4027.04	12350.74	2905.64	1060.98
涨跌幅度(%)	-0.63	0.24	-0.29	0.37	0.46	0.18
成交金额(亿元)	4307.61	6439.67	2957.85	2414.88	2841.61	913.45

晨会主题

【重点推荐】

行业与公司

医药行业专题:创新药盘点系列报告(17):引领现代制药的第三波浪潮,小核酸药物带来全新治疗范式

【常规内容】

宏观与策略

固定收益专题研究:2022年一季度债券市场行情回顾:-城投债评级下调风险升高

策略周报:A股当前强势主题持续性几何?

行业与公司

机械行业双周报(3月第2期):通用设备仍承压,看好优质央企企标的

电新行业周报:锂电产业链周评(3月第4周)-3月国内电动车需求持续回暖,储能电芯价格稳定

电新行业周报:储能产业链周评(3月第4周)-1-2月逆变器出口增长,储能招标需求旺盛

电新行业周报:风电/电网产业链周评(3月第4周)-原材料价格保持稳定,行业景气度支撑下板块止跌企稳

电新行业周报:光伏产业链周评(3月第4周)-硅料持续小幅降价,硅片价格逆势上涨

社会服务行业双周报(第53期):海南免税即购即提政策落地,出境游航班恢复提速

计算机行业快评:人工智能行业点评-英伟达GPU、DGX云、AI工厂三驾马车发布,AI算力和应用再迎跃迁

互联网行业周报(23年第11周):1-2月线上零售总额同比增长6.2%,百度文心一言发布

海外市场专题:海外市场速览-美债收益率企稳,港股将有转机

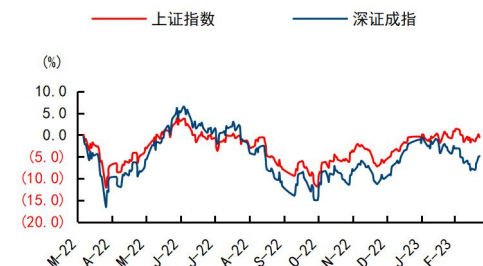
煤炭行业周报:3月第4周-进口煤零关税政策延续,高股息下布局反弹

医药生物周报(23年第12周):全国中成药集采企业沟通会召开,石药集团/神州细胞新冠疫苗获批紧急使用

盐津铺子(002847.SZ)深度报告:战略转型成效显著,把握零食渠道变革红利

青岛啤酒(600600.SH)财报点评:经营韧性凸显,高端化稳步推进

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27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	19915.68	-0.66

基金指数 03月27日

	收盘指数	涨跌幅%
债券基金指数	3042.13	0.03
股票基金指数	10929.37	0.60
混合基金指数	10125.61	0.72

汇率 03月27日

	收盘指数/价	涨跌幅%
欧元兑美元	1.07	-0.66
美元兑人民币	6.86	0.74
美元兑港币	7.84	0.0
美元兑日元	130.71	-0.1

非流通股解禁 03月27日

名称	解禁数量(万股)	流通股增加%	解禁日期
奥泰生物	44.88	1.56	2023-03-27
腾景科技	161.75	3.29	2023-03-27
开普云	3756.08	100.00	2023-03-27
阿尔特	4505.30	72.05	2023-03-27
南新制药	4000.00	100.00	2023-03-27
仙乐健康	10886.40	97.20	2023-03-27
煜邦电力	660.44	11.81	2023-03-27
星球石墨	90.91	1.82	2023-03-24

中国电信(601728.SH) 财报点评:全面实施云改数转, 2023 年云业务收入目标千亿

中国移动(600941.SH) 财报点评:数字化转型收入不断攀升, 2023 年资本开支有望同比减少

常熟银行(601128.SH) 财报点评:小微优势凸显, 业绩高增

招商银行(600036.SH) 财报点评:看好大财富管理业务复苏

腾讯控股(00700.HK) 海外公司财报点评:2023 年收入展望乐观, 利润释放确定性强

金山软件(03888.HK) 海外公司财报点评:办公及游戏均稳健增长, 探索 AI 应用场景

京东健康(06618.HK) 海外公司财报点评:营收利润增长亮眼, 预计疫后时代公司仍将保持高速增长

腾讯音乐(TME.N) 海外公司财报点评:预计 2023 年收入重回正增长, 降本提质仍有空间

环旭电子(601231.SH) 公司快评:云端及存储业务受益于 AI 算力升级, 收购泰科汽车无线业务

智飞生物(300122.SZ) 财报点评:代理品种高增速, 关注结核产品矩阵商业化

三生制药(01530.HK) 海外公司财报点评:业绩稳健增长, 自有管线及引进产品值得期待

万泰生物(603392.SH) 财报点评:归母净利润同比增长 134%, 核心品种持续放量

盛弘股份(300693.SZ) 财报点评:2022 年业绩大幅提升, 储能及充电桩业务有望快速成长

晶澳科技(002459.SZ) 财报点评:组件盈利能力快速提升, 新型电池投产加速

金盘科技(688676.SH) 财报点评:全年业绩符合预期, 数字化/储能业务高成长可期

中国东方教育(00667.HK) 财报点评:2022 财年延续盈利态势, 关注招生复苏及教学网络拓展节奏

恒安国际(01044.HK) 财报点评:2022 年净利润下滑 41%, 纸巾业务逆势增长

力合科创(002243.SZ) 财报点评:全年收入与净利润下滑, 数字经济成果转化显现

百亚股份(003006.SZ) 财报点评:全年利润下滑 17%, 核心品牌和电商增长亮眼

金融工程

金融工程专题报告:基金百宝箱系列-南方基金金岚枫:一位周期基金经理的恪守与思变

金融工程周报:热点追踪周报-由创新高个股看市场投资热点(第 89 期)

金融工程周报:主动量化策略周报-TMT 领涨, 三大主动量化组合今年以来均排名主动股基前 1/4

金融工程周报:港股投资周报-恒生科技反弹, 港股精选组合本周上涨 2.50%

金融工程周报:多因子选股周报-估值因子表现出色, 今年中证 500 增强组合超额 0.6%

金融工程周报:基金周报-消费基础设施纳入 REITs 试点范围, 路博迈基金首只公募产品成立

金融工程周报:ETF 周报-上周 AI、5G 主题 ETF 涨逾 11%, 芯片主题 ETF

净赎回 23 亿元

【重点推荐】

行业与公司

◆ 医药行业专题:创新药盘点系列报告(17): 引领现代制药的第三波浪潮,小核酸药物带来全新治疗范式

小核酸药物在 RNA 层面进行疾病干预,是一种全新的药物形态

根据分子生物学“中心法则”,遗传信息由 DNA 经 RNA 最终传递至蛋白质,传统小分子和抗体药物主要在蛋白质层面进行疾病干预,小核酸药物通过下调或调控目标 mRNA 剪切等方式在蛋白质上游的 RNA 层面进行疾病干预,是继小分子和抗体药物后的第三代药物形态,在可成药性、靶点特异性、安全性、依从性和临床开发成功率等方面具备优势,有望带来全新的治疗范式。

应用领域广阔,制药巨头纷纷入场

小核酸靶点和可治疗疾病谱丰富,相关企业在行业发展早期主要从致病机理清晰、生物标志物明确并且缺乏有效疗法的单基因遗传性罕见病入手,以低风险策略推进早期临床管线,寻求快速的靶点验证和获批上市;在化学修饰和 GalNAc 递送系统成熟后,逐步向肝相关心血管及代谢疾病等常见病(高胆固醇、乙肝、糖尿病、NASH)过渡,并探索肝外组织/器官靶向,长期布局中枢神经和眼科等疾病领域。海外制药巨头普遍通过合作开发或并购方式切入小核酸赛道,扩展罕见病、心血管及代谢疾病领域版图。

投资建议:关注创新驱动的平台型企业

小核酸药物关键技术突破并持续升级迭代,支撑产品和临床管线快速推进,治疗罕见病 SMA 产品 Spinraza 已突破 20 亿美元销售,长期看半年一次的降脂药 Leqvio 具备成为重磅品种潜力,海外制药巨头通过合作开发和并购等方式切入小核酸赛道,行业正处于商业化爆发的转折点。短期关注临床进展快、具备商业化前景的管线,长期看好具备持续创新能力的平台型企业。

相关企业:1) 圣诺医药:自研多肽纳米颗粒/PNP 和基于 GalNAc 的 Gal Ahead/PDoV-GalNAc 递送平台,差异化布局肿瘤、纤维化和医美减脂等适应症,核心管线 STP705 治疗非黑色素皮肤癌 Ph2 临床数据积极,医美减脂适应症启动 Ph1 临床;2) 腾盛博药:外部引进 siRNA (VIR-2218/BR11-835)、中和抗体 (VIR-3434/BR11-877)、治疗性疫苗 (VBI-2601/BR11-179) 等三款产品,多技术路径布局乙肝功能性治愈。

风险提示:市场竞争加剧、产品临床失败或有效性低于预期、产品商业化不达预期、技术升级迭代风险等。

证券分析师: 陈益凌 (S0980519010002)、马千里 (S0980521070001)

【常规内容】

宏观与策略

◆ 固定收益专题研究:2022 年一季度债券市场行情回顾: -城投债评级下调风险升高

估值曲线:一季度中短债收益率下行,其中低等级的信用债收益率下行较多、信用利差快速收窄,长债收益率区间内震荡。收益率方面,1 年期国债、10 年期国债、10 年期国开债、3 年 AAA、3 年 AA+、3 年 AA 和 3 年 AA-分别变动 14BP、2BP、1BP、-9BP、-34BP、-34BP 和 -32BP。信用利差方面,3 年 AAA、3 年 AA+、3 年 AA 和 3 年 AA-分别变动 -19BP、-44BP、-44BP 和 -42BP。

春节前后随经济预期波动:2023 年一季度债券市场整体先抑后扬。1 月春节前感染人数快速下降,春节期间消费、出行快速复苏,市场对于经济修复的信心较为强劲,10 年期国债一度向上接近 3.1%;春节

期后，1月数据反应了经济修复速度或不及预期，高频经济数据有所分化，市场的预期不断修正，10年期国债随着高频数据的公布在2.9%附近窄幅波动；2月下旬，由于信贷偏强叠加央行主动调节等因素共同作用，资金面明显偏紧，另外商务部及卫健委的消息推动了利空情绪的上涨；3月初两会顺利召开，经济增长基调确定整体上符合或略低于预期，强刺激政策的担忧缓解，10年期国债利率下行。

中债隐含评级下调风险下降：2023年一季度中债市场隐含评级下调的信用债金额为1174亿，下调金额环比和同比均有明显下降。一季度Wind口径城投债占隐含评级下调比重为85.1%，下调样本中的城投债占比大幅升高。

违约节奏和去年四季度接近，主要集中在地产债：2023年一季度的违约节奏延续了去年四季度的风格，违约金额处于低位，相较于2022年前三个季度大幅减少。按照首次违约的发行人数量来看，一季度仅新增了1个，和去年三四季度的数量接近；一季度的违约率为0.09%，和去年四季度的违约率相近。从行业分布上来看，一季度的违约企业还是以地产企业为主。

回收率依然偏低：2014年至今，违约债券共兑付本金623.76亿，兑付率7.2%。

风险提示：本报告为历史分析报告，不构成任何对市场走势的判断或建议，使用前请仔细阅读报告末页“相关声明”。

证券分析师：董德志（S0980513100001）

联系人：陈笑楠

◆ 策略周报：A股当前强势主题持续性几何？

策略观点：当下强势主题持续性几何？

近期人工智能相关赛道表现优异，TMT板块三月至今热度持续，带动行业轮动指数下行。国信行业轮动指数本周读数录得2023年来单周最低值，4MA读数连续四周下行，目前位于2010年来85%分位数，TMT产业能否打破“轮动一个月”的惯性特征，是后续市场风格演化的重要因素。

提振性事件在主题启动初期催化效应更强，技术落地持续性验证决定主题能否成为主线。上轮ChatGPT作为驱动性事件的主题行情中，海外市场轮动节奏为“主题概念>场景落地>底层算力”，但3月中旬以来上述三类标的的走势与此前完全相反。考虑到“底层算力”和“场景落地”涉及到的标的整体市值体量更大，后期AIGC、ChatGPT、产业数字化等概念能否成为中期乃至长期主线，取决于：1）应用端短期渗透率拔升是否存在持续验证信号；2）场景落地&底层支持型公司是否存在积极、正向、持续的业绩变化。

外部因素方面，美债利率收敛方向是TMT主题能否成为季度级主线的重要跟踪变量。从3月联储会议点阵图来看，隐含的加息路径相较于12月点阵图并无大幅上升的情况，加息点阵图隐含的2023政策利率中枢在5%-5.25%，短期内看不到进一步的紧缩信号。后续若市场利率向政策利率收敛，则更考验产业政策的延续性；反之，TMT主题转化成主线的概率更大。

短期风格均衡，成长关注数据要素、半导体、被动元器件、算力相关赛道。金融机构存款准备金率降低0.25个百分点，成长行业尤其是TMT板块的涨幅已经超过过往降准一个月后相关行业的整体涨跌幅，短期风格仍相对均衡，季度视角下，成长关注下列主线：1）产业政策持续性较强的数据要素；2）筑底预期渐近且赛道横向对比下近期拥挤度较低的半导体、被动元器件；3）大模型应用场景扩展，计算能力保留、打破成本瓶颈语境下关注人工智能算力领域相关标的。

行情概况：国内指数上涨，海外股指涨多跌少。海外指数仅印度SENSEX30下跌，恒生科技、法国CAC40、德国DAX涨幅较大。A股主要宽基指数悉数上涨，上证指数、万得全A、沪深300、中证100、中证1000、创业板指、科创50分别上涨0.46%、1.84%、1.72%、1.64%、1.95%、3.34%、4.45%。

估值：近5个交易日，宽基指数及行业估值有所上升。截至3月24日，万得全A、沪深300、中证500、中证1000、科创50、创业板指的PE（TTM）分别为17.94倍、11.98倍、23.93倍、30.57倍、42.93倍、35.25倍。工业机器人、人工智能估值上升幅度较大，航天装备估值下降幅度较大。

市场情绪：TMT+商贸零售上升较多。近五个交易日内，交易热度上升较多的行业为传媒、计算机、电子，热度下降的行业为医药、农业、汽车。

资金：北上资金流入 109.50 亿，单日最大净流入接近 50 亿。电子、医药生物、电力设备、机械设备、食品饮料流入规模较大。

风险提示：海外地缘冲突尚未缓解、欧美推行逆全球化对供应链和产业链造成压力

证券分析师：王开（S0980521030001）

联系人：陈凯畅

行业与公司

◆ 机械行业双周报（3 月第 2 期）：通用设备仍承压，看好优质央国企标的

国资委启动国企对标世界一流企业行动，看好优质央国企标的

2023 年 3 月 3 日，国务院国资委召开会议，对国有企业对标开展世界一流企业价值创造行动进行动员部署。会议提出，国资国企要突出效益效率，加快转变发展方式，聚焦全员劳动生产率、净资产收益率、经济增加值率等指标，有针对性地抓好提质增效稳增长，切实提高资产回报水平。

对标世界一流企业发展行动的实施，有利于国资国企完善中国特色国有企业现代公司治理，提升国资国企经营效率和资产质量，培育出一批能在国际资源配置中占据主导地位、在全球产业发展中有话语权和影响力的领军企业，看好 2023 年经济复苏背景下，上市国企充分发挥制度优势，完善国企现代公司治理体系，实现经营效率和资产质量双提升。

国资委启动国企对标世界一流企业行动，建议重点关注机械行业国资国企背景的优质龙头企业：1) 检测服务行业：广电计量、中国电研、国检集团、钢研纳克；2) 工程机械及叉车：徐工机械、安徽合力、柳工、铁建重工；3) 流体机械：杭氧股份、陕鼓动力；4) 机床装备：秦川机床；5) 培育钻石：中兵红箭、国机精工；6) 核心零部件：川仪股份、锐科激光、中密控股；7) 船舶装备：中国船舶；8) 轨交装备：中国通号、中国中车。

新股动态：

机械行业近两周新上市公司 1 家，为亚光股份。

亚光股份：603282.SH，IPO 实际募资 6.03 亿元。公司 2022 年营收/归母净利润为 9.16/1.68 亿元，近三年营收/净利润 CAGR 为 187.94%/37.46%，2022 年毛利率/净利率为 35.53%/18.11%。公司主营产品为胶塞/铝盖清洗机及无菌转运系统、过滤洗涤干燥机、单锥干燥/混合机、API（原料药）精烘甬生产线、高效旋转精馏床。

重要数据跟踪：机床、机器人、工程机械等行业数据仍承压

机械（申万）指数 -5.28%，跑输沪深 300 1.13 个 pct。钢价/铜价/铝价指数 2022 年分别变动 -14.01%/-13.46%/-15.88%，2023 年初至今分别变动 +5.92%/-5.00%/-11.90%，近两周环比 +0.03%/-3.62%/-5.48%。

工程机械（中国工程机械工业协会 3 月 10 日数据）：2023 年 2 月挖掘机销量 2.15 万台，同比下降 12.40%；2023 年 1-2 月挖掘机累计销量 3.19 万台，同比 -20.40%。

金属切削机床（国家统计局 3 月 15 日数据）：2023 年 1-2 月金属切削机床累计产量为 8 万台，同比下降 11.80%。

工业机器人（国家统计局 3 月 15 日数据）：2023 年 1-2 月工业机器人累计产量 6.20 万台，同比 -19.20%。

行业重点推荐组合

重点组合：华测检测、广电计量、苏试试验；中兵红箭；奥普特、柏楚电子、绿的谐波、奕瑞科技、汉钟精机、怡合达、汇川技术；恒立液压；晶盛机电、捷佳伟创、帝尔激光、奥特维；联赢激光、海目星。3 月金股推荐：【苏试试验】【华测检测】【汉钟精机】【鼎阳科技】。

投资建议：产业升级+自主可控，把握结构性机会

回顾 2022：机械行业自 2021 年以来结构分化显著：1) 以工程机械为代表的传统周期机械自 21Q2 进入

下行周期，经营逐季变差，当前仍处于周期下行阶段；2）以基础零部件/工业自动化/激光装备/注塑机等为代表的通用装备自 21Q3 先后步入行业景气拐点，当前通用自动化仍维持承压；3）以光伏装备/新能源汽车装备/风电装备等为代表的新能源专用装备处于成长期，虽短期受需求波动及行业供需变化影响，整体呈现较高景气；

展望 2023 年，我们主要看好：1）（自上而下）把握优质赛道中长期有望穿越周期的优质龙头公司，具备核心竞争力的优质机械公司将充分受益行业成长+份额提升，具备更强阿尔法的公司甚至穿越行业周期经营稳中向好。比如检测公司、核心零部件公司、部分产品型公司（如科学仪器）等；2）（自上而下）挖掘高景气的成长性赛道或周期成长景气向上细分赛道中的龙头公司，比如通用自动化（叉车、机床刀具、工业机器人、工控、注塑机、减速机）、光伏装备、风电装备、锂电装备、培育钻石等；3）（自下而上）寻找低估值、基本面有明显边际变化的细分行业隐形冠军。

风险提示：宏观经济下行、原材料涨价、汇率大幅波动、疫情反复冲击

证券分析师： 吴双（S0980519120001）、田丰（S0980522100005）

◆ 电新行业周报:锂电产业链周评（3 月第 4 周）-3 月国内电动车需求持续回暖，储能电芯价格稳定

【新能源车】

- 国内：3 月国内新能源车销量持续回暖。根据乘联会数据，3 月新能源乘用车零售销量预计为 56.0 万辆，同比+26%，环比+28%，渗透率 35.2%。
- 欧洲&美国：2 月，欧洲八国新能源车销量达到 10.8 万辆，同比+3%、环比+18%。2 月美国新能源车销量达到 11.0 万辆，同比+58%、环比+7%。

【动力电池】

- 2 月国内动力电池装车量 21.9GWh，同比+60%，环比+36%。分结构来看，三元电池装车量 6.7GWh，同比+15%，环比+24%，占总装车量 30.7%，环比-3.0pct；磷酸铁锂电池装车量 15.2GWh，同比+95%，环比+42%，占总装车量 69.4%，环比+3.0pct。竞争格局来看，宁德时代/比亚迪份额分列前两位，市占率分别为 43.8%/34.2%。中创新航 2 月份额位列第三、市占率提升至 7.4%，自 2022 年 5 月后单月市占率再度提升至 7%以上。

【锂电材料及锂电池价格】

- 锂盐价格持续下降，动力电芯报价下行、储能电芯报价稳定。碳酸锂价格持续走低，现已跌至 29.7 万元/吨；硫酸镍、硫酸钴报价下行；正极环节受锂盐、前驱体报价下行影响，价格持续走低。电解液、隔膜报价下行，负极报价稳定。本周动力铁锂电芯价格下跌 0.04 元/Wh，储能电芯报价持稳，方形三元动力电芯/方形铁锂动力电芯/方形家储用电芯报价达到 0.775/0.690/0.895 元/Wh。

【投资建议】

- 建议关注：1）原材料价格下降后成本优化的电池企业（鹏辉能源、中创新航、宁德时代、亿纬锂能）；2）大圆柱电池产业链：高镍正极（容百科技、当升科技），碳纳米管（天奈科技）；3）产能加速出清电解液环节中的头部企业（新宙邦、天赐材料）。

【风险提示】

- 电动车销量不及预期，行业竞争加剧，原材料价格大幅波动，政策变动风险。

证券分析师： 王蔚祺（S0980520080003）

联系人： 李全

◆ 电新行业周报:储能产业链周评（3 月第 4 周）-1-2 月逆变器出口增长，储能招标需求旺盛

【储能指数】

本周储能指数上涨 3.3%，高于市场变动幅度（+0.5%~+1.7%）。其中，储能温控（+9.6%）、电芯（+3.2%）、系统（+3.0%）、结构件（+3.0%）等环节自制涨跌幅指数跑赢市场，储能消防（-3.0%）、PCS（-3.4%）等环节自制涨跌幅指数跑输市场。

【行业动态】

国家及地方政府的储能行业政策：3月20日，广东省人民政府办公厅印发《广东省推动新型储能产业高质量发展的指导意见》；3月22日，国家能源局印发《加快油气勘探开发与新能源融合发展行动方案（2023-2025年）》；3月23日，国家能源局、生态环境部、农业农村部、国家乡村振兴局等四部委发布《关于组织开展农村能源革命试点县建设的通知》。

1-2月出口数据：根据海关总署，1-2月我国逆变器（含光伏和储能）出口19.4亿美元，同比+132%，环比-5%。其中，欧洲13.2亿美元，同比+262%，环比+1%；南非0.9亿美元，同比+418%，环比+47%。

【重点公司公告】

古瑞瓦特：3月20日，光伏逆变器龙头古瑞瓦特向港交所主板提交上市申请。招股书披露，古瑞瓦特主营业务是设计、研发、制造光伏逆变器、以及储能系统。2022年，古瑞瓦特光伏逆变器全球出货量为93.05万台，储能系统出货量为55.57万套；实现营收70.93亿元，同比增长122%；归母净利润15.02亿元，同比增长206%。

阿特斯集团（CSIQ）：3月21日，阿特斯阳光电力集团公布年报，实现营收520.16亿，同比增长41%；扣非归母净利润19.81亿，同比增长298%。其中，2022年储能系统全年出货总量1.79GWh，同比翻番。

艾罗能源：3月21日，上交所披露，将于3月28日审核艾罗能源首发事项。艾罗能源计划募资8.09亿元，将用于储能电池及逆变器扩产项目、光储智慧能源研发中心建设项目等。公告显示，2022年公司实现营收46.12亿，同比增长453%；归母利润11.33亿，同比增长1700%。其中，户用储能业务收入占比为81.95%。

【投资建议】

淡季不淡，1-2月份出口数据出炉，逆变器品类因海外储能逆变器需求持续爆发，同比+132%，细分市场欧洲、南非增速远高于整体。随着进入用电高峰及装机旺季，预计全球光储市场需求将环比提速，中国光储企业将有望进一步提升在全球市场中的竞争力。建议关注：（1）光伏和储能逆变器领先供应商（上能电气、固德威、德业股份、锦浪科技）；（2）前瞻性布局海内外大储系统业务的企业（东方日升、金盘科技、智光电气）；（3）原材料价格下降后成本持续领先的电池企业（宁德时代、亿纬锂能）；（4）抽水蓄能设备供应和建设头部企业（东方电气、中国电建、中国能建、中国能源建设）。

【风险提示】储能装机不及预期，行业竞争加剧，原材料价格大幅波动，政策变动风险。

证券分析师：李恒源（S0980520080009）

◆ 电新行业周报：风电/电网产业链周评（3月第4周）-原材料价格保持稳定，行业景气度支撑下板块止跌企稳

【风电】

本周各类原材料价格环比略有下降，整体延续振荡走势。铜材价格本周涨幅较大，成交价为69300元/吨，环比上涨1900元/吨。

截至目前2023年3月风机公开招标容量5.57GW，其中海上风电0.9GW；1月公开招标11.91GW，2月公开招标8.89GW。2023年以来全国风机公开招标26.4GW，其中陆上风电23.2GW，海上风电2.8GW。

本周风电各细分板块整体呈现上涨走势，其中涨幅前三分别为叶片（+10.6%）、海缆（+5.9%）和塔筒（+4.1%）。个股方面，本周涨幅前三分别为中天科技（+18.4%）、中材科技（+16.1%）和亨通光电（+12.9%）。

风电行业基本面表现平稳，四部委联合发文利好分散式风电发展，市场情绪有所好转；风电今年放量趋势逐渐明朗，景气度催化下板块止跌企稳。叶片板块受中材科技叶片盈利能力好转影响涨幅较大，中天科技、亨通光电受拆分相关利好消息影响反弹明显。

【电网】

本周各类原材料价格环比略有下降，铜材价格环比涨幅较大。

2022 年全国电网工程投资完成额为 5012 亿元，同比+2.0%。2023 年 1 月-2 月全国电源工程投资完成额 676 亿元，同比+43.5%；电网工程投资完成额 319 亿元，同比+1.9%。2023 年以来全国煤电新增核准 20.94GW，其中 3 月新增核准 9.30GW。2023 年以来煤电项目开工 11.01GW，其中 3 月开工 7.01GW，煤电项目建设显著复苏。

本周电网板块整体呈现上涨走势，电工仪器仪表和配电设备板块涨幅分别为 4.3%和 2.9%。个股方面，本周涨幅前三分别为炬华科技（+10.4%）、思源电气（5.4%）和万马股份（4.2%）。

【投资建议】

风电：大宗价格近期呈现振荡下行态势，产业链盈利能力较 2022 年有望显著修复。根据产业链反馈，1-2 月三北地区由于冻土原因交付较少，3 月排产与计划交付量环比显著提升，预计二季度迎来交付旺季；近期海上风电规划、招标、建设快速推进，其中山东省表现尤为抢眼，建议关注 2023 年海陆景气共振带来的板块性机会。陆上分散式风电配套政策逐渐明确，海上风电有望迎来新一轮竞配。建议关注四大方向：1）盈利能力受大宗影响较小的塔筒/法兰环节；2）长期可能出现供给紧张的大兆瓦轮毂底座环节；3）新技术方向，包括滑动轴承的应用和漂浮式海上风电催生的锚链系统和动态缆需求；4）出口放量助力盈利修复的整机环节。

电网：2023 年国家电网投资有望超过 5200 亿元，创造历史新高，2022 年特高压开工进度不达预期，2023 年有望迎来集中放量；2022 年特高压仅开工 4 条，2023 年特高压开工条数有望达到 8 条。今年以来已开工 2 条特高压线路，电网建设对于设备销售的拉动趋势逐渐明朗，建议关注行业确定性放量带来的板块性机会。

【风险提示】

原材料价格大幅上涨，风电下游建设节奏不达预期，特高压核准开工进度不达预期，行业竞争加剧，政策变动风险。

证券分析师：王蔚祺（S0980520080003）

联系人：王晓声

◆ 电新行业周报:光伏产业链周评（3 月第 4 周）-硅料持续小幅降价，硅片价格逆势上涨

【主产业链】

•本周光伏主产业链成交均价（M10）：硅料 217 元/KG（约合 0.600 元/W），环比-5 元/KG（约合-0.013 元/W）；硅片 6.40 元/片（约合 0.862 元/W），环比+0.18 元/片（约合+0.024 元/W）；电池片 1.10 元/W，环比持平；单玻组件 1.75 元/W，环比持平。•本周硅料/硅片/电池/组件静态单瓦毛利分别为 0.413/0.184/0.072/0.009 元/W，环比变化分别为-0.011/+0.028/-0.021/+0.003 元/W。

【辅材】

•硅片端辅材环比变化：石英坩埚环比持平。•电池端辅材环比变化：正面银浆+1.2%、背面银浆+1.6%。
•组件端辅材环比变化：玻璃、胶膜、焊带、背板、铝边框价格均环比持平。•部分辅材上游环比变化：外层石英砂、粒子价格环比持平。

【投资建议】

近期股份产业链价格整体稳定，硅料价格持续下降，而硅片价格逆势有所上涨，硅片环节毛利持续扩张。长期来看，硅料放量降价有望带来下游优选环节的量利齐升，建议关注：

•1）一体化组件商环节，有望在原材料价格下行阶段受益，实现量利齐升，并且在新型电池技术领域具备更强的整体竞争优势，晶科能源、晶澳科技、天合光能、隆基绿能；•2）硅片环节，石英砂紧缺促使硅片竞争格局分化，硅片龙头企业石英砂保供能力和制造能力优势凸显，推荐 TCL 中环；•3）电池环节，2023 年 N 型电池需求有望显著提升，N 型技术红利释放，当前制造端以 TOPCon 为主，推荐钧达股份；•4）辅材环节，硅料放量降价带来部分环节量利齐升，以及 N 型变革下的结构性机会，关注胶膜环节（海优新材、赛伍技术）和银浆环节（聚和材料）。

证券分析师： 王蔚祺（S0980520080003）、李恒源（S0980520080009）、王昕宇（S0980522090002）、陈抒扬（S0980523010001）

◆ 社会服务行业双周报（第 53 期）：海南免税即购即提政策落地，出境游航班恢复提速

板块复盘：2023 年 3 月 13 日-3 月 24 日，消费者服务板块报告期内上涨 2.44%，跑赢大盘 0.93pct。国信社服板块涨幅居前的股票为同程旅行（10.49%）、百胜中国（10.17%）、曲江文旅、三特索道、九毛九（8%）、科德教育、boss 直聘、长白山、美高梅中国、黄山旅游；国信社服板块跌幅居前的股票为科锐国际（-17%）、君亭酒店（-14%）、中国东方教育（-13%）、中教控股（-12%）、奈雪的茶、新东方在线、米奥会展、北京城乡、锦江酒店、兰生股份，业绩超预期&稳健个股涨幅居前。

行业新闻：中国中免将以增资方式持有中出服 49%股权；中国人民银行决定于 2023 年 3 月 27 日下调金融机构存款准备金率；海关总署、财政部和税务总局宣布增加海南离岛免税购物“担保即提”和“即购即提”提货方式；出境游复苏，多家航空公司增加热门线路航班；格力地产公告收购珠海免税方案；五部门：禁止上市公司、外商投资义务教育阶段学科类培训机构。

沪深港通：除中免外，A&H 重点标的均获增持。报告期内（3.13-3.24），A 股核心标的：占流通 A 股的比例，中国中免 11.69%/-0.18pct，宋城演艺 6.14%/+0.02pct，锦江酒店 4.85%/-0.12pct，首旅酒店 2.52%/-0.45pct。港股核心标的：自由流通股本占比，呷哺呷哺 47.65%/+1.95pct，奈雪的茶 42.94%/+0.41pct，九毛九 32.79%/+1.23pct，海伦司 33.29%/+1.38pct，海底捞 17.84%/+0.19pct。

风险提示：自然灾害、疫情等系统风险；政策风险；收购低于预期等

投资建议：维持板块“超配”评级。目前板块行情演绎已经过渡到跟踪消费扶持政策落地及个股业绩逐步验证阶段。立足 3-6 个月，兼顾政策预期、复苏次序、业绩确定性、估值水平等，优选中国中免、北京城乡、科锐国际、BOSS 直聘、传智教育、九毛九、海伦司、同庆楼、广州酒家、携程集团-S、华住集团-S、宋城演艺、天目湖、君亭酒店、锦江酒店、同程旅行、王府井、海底捞、呷哺呷哺、首旅酒店、中青旅、中教控股、中公教育等。立足未来 1-3 年维度，聚焦景气细分赛道的优质龙头，结合中线逻辑变化等，重点推荐中国中免、锦江酒店、九毛九、海伦司、君亭酒店、同庆楼、华住集团-S、宋城演艺、中教控股、携程集团-S、同程旅行、科锐国际、BOSS 直聘、广州酒家、百胜中国、海南机场、海底捞、呷哺呷哺、奈雪的茶等。

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

联系人： 白晓琦

◆ 计算机行业快评：人工智能行业点评-英伟达 GPU、DGX 云、AI 工厂三驾马车发布，AI 算力和应用再迎跃迁

英伟达本周举办 GTC 大会，围绕 AI、量子计算、芯片等前沿科技发布了一系列产品：如用于量子计算、光刻等领域的加速库；面向 AI、数据中心等领域的 CPU、DPU 加速芯片；面向 AI 超级计算集群出租的 DGX 云；用于生成式 AI 的大模型“代工厂”；面向 AI 视频、ChatGPT 等应用的推理芯片平台；面向智能制造的 Omniverse 虚拟工厂。对于当前发展火热的 AI 产业，英伟达发布会成为市场关注焦点。

国信计算机观点：1) ChatGPT 在 AI 问答上的优秀表现引爆网络，GPT-4 能力更加卓越，OpenAI 面临的访问流量呈现快速增长态势。最新的 GPT-4 访问价格已上涨数倍，其算力消耗和成本必然也有较大提升。AI 大规模的应用和普及，算力是瓶颈之一，英伟达发布产品有望助力 AI 产业跃迁；2) 芯片端，英伟达 H100 NVL 专门针对生成式 AI 语言模型设计，可以将大型语言模型的处理成本降低一个数量级；3) 云端，公司 DGX 云服务更方便快捷的出租 AI 超级计算集群算力，对于 AI 创业公司将大幅降低投入成本，有望繁荣 AI 生态；4) 应用端，公司已推出语言、视觉、和生物学三大模型，AI 模型“代工厂”的角色，让各类行业客户更加容易训练并使用针对自身的 AI 应用模型，将进一步普及 AI 应用；5) 英伟达为 AI 产业，从算力到应用均带来跃迁，将加速 AI 的应用和落地。参考国内产业对比，以百度文心大模型发布来看，国内也会逐步复制国外 AI 产业的发展路径，且当前已具备一定的应用案例，我们持续看好国内 AI 产业的发展，重点关注 AI 算力、算法、应用相关产业和标的；5) 风险提示：AI 等应用发展和落地情况不及预期；国内 AI 产业发展不及预期；国内算力、芯片等基础环节进展缓慢等。

证券分析师： 熊莉（S0980519030002）、库宏焱（S0980520010001）

◆ 互联网行业周报（23 年第 11 周）：1-2 月线上零售总额同比增长 6.2%，百度文心一言发布

指数情况：3 月第三周，恒生科技指数录得上涨，单周涨幅为 5.22%。本周恒生科技指数上涨主要受美国 11 家银行联手遏制银行业危机蔓延、ChatGPT 技术快速迭代和应用的影响。同期，纳斯达克互联网指数录得上涨，单周涨幅为 6.25%。截至 2023 年 3 月 17 日，恒生科技指数 PS-TTM 为 1.90x，处于恒生科技指数成立以来 11.40%分位点。

个股方面，互联网板块股票涨跌不一。港股方面，金山软件、金蝶国际、微盟集团为本周表现前三的股票，单周涨幅为 17.1%、15.4%、13.4%，跑赢恒生科技指数 11.9pct、10.2pct、8.2pct。年初至今，SEA、贝壳、百度为累计涨幅前三的股票，累计涨幅分别为 50.68%、35.96%、28.38%。

资金流向：腾讯、阿里分别为南向、非南向资金净流入第一。在恒生科技指数成分股中，南向资金净流入前五的公司分别为腾讯控股、哔哩哔哩-W、美团-W、小鹏汽车-W、中芯国际；非南向资金净流入前五的公司分别为阿里巴巴-SW、小米集团-W、舜宇光学科技、阿里健康、阅文集团。

互联网板块重点新闻：

行业动态：1) 2023 年 1-2 月份社会消费品零售总额增长 3.5%；2) 2023 年 1 月广告市场花费同比下降 2.3%，环比增长 4.5%；3) 中国音数协就《游戏分发与推广基本要求》征求意见。

公司动态：1) ChatGPT 动态：ChatGPT 再次升级，百度文心一言发布；2) 腾讯会议将取消免费 300 人不限时会议；腾讯基于语言模型的短文本对话专利获授权；3) 淘宝直播联合点淘等启动全球主播招募大会；4) 美团外卖点金推广“预算建议”功能上线；5) 知乎上线独立 APP “盐言故事”。

投资建议：基于春节期及一季度各公司业务的恢复节奏，我们的推荐顺序如下：1) 第一梯队：春节期间游戏、支付业务表现强劲的互联网龙头腾讯；预计随消费复苏，显著受益的电商公司拼多多；受益于版本号常态化，以及新游戏《蛋仔派对》持续表现优异的游戏龙头网易；2) 第二梯队：受益于消费复苏的电商龙头阿里巴巴；3) 第三梯队：受益于线下消费需求及游戏广告复苏的互联网公司美团、快手。

风险提示：政策风险，疫情反复的风险，短视频行业竞争格局恶化的风险，宏观经济下行导致广告大盘增速不及预期的风险，游戏公司新产品不能如期上线或者表现不及预期的风险等。

证券分析师： 谢琦（S0980520080008）

联系人： 徐焱

◆ 海外市场专题：海外市场速览-美债收益率企稳，港股将有转机

美联储 3 月加息 25bp 靴子落地，鲍威尔表态喜忧参半

3 月 22 日，美联储发布了 2023 年 3 月 FOMC 声明，宣布将联邦基金利率上调 25bp 至 475-500bp。符合市场此前对加息路径的设想。新点阵图中，2023 年末联邦基金利率指引为 5.1%，与 2022 年 12 月点阵图一致。

会后鲍威尔在记者会上提到：1) 提到美国银行体系状况良好、根基扎实（sound and resilient），硅谷银行是美国银行体系的一个例外（outlier），意味着美联储暂时可能不会对银行体系采取援助行动；2) 公开表达正视美国经济陷入衰退的风险，不再否认其可能性，我们将此视为一个鸽派信号；第三，鲍威尔认为持续加息不再是合适的，但货币政策可能还需要一些“巩固”（firming），这意味着 5 月可能会有最后一次加息，也可能不再加息。

我们认为，在市场情绪飘忽不定的 2 月和 3 月之后，鲍威尔的表态和美联储的新点阵图在稳定市场方面会起到重要作用（无论能否与市场形成共识），本次会议形成了新的流动性展望锚点，也关闭了 10 年美债收益率创新高的窗口。（详见《新锚点最为可贵，港股将有转机》，3 月 23 日）

德意志银行引起市场忧虑，但已被快速平复

周五早盘，德意志银行快速下跌，引发市场忧虑。从事件的角度看，我们观察到德意志银行在 3 月 24

日宣布将赎回一笔 15 亿美元的 T2 资本债。

从悲观的角度看，我们认为市场可能在担忧德意志银行或遭到投资者挤兑，主要是因为前期瑞士信贷在 CET1 资本没有归 0 的情况下先行减记了全额 AT1 资本债。通常，CET1（普通股）资本是承担银行损失的第一层防护，随后为 AT1（优先股或永续债）资本，再随后为 T2 资本。瑞信减记 AT1 的行为可能引发了德银 T2 资本债投资者的忧虑，并因此要求赎回。

从表面上看，德银本次赎回 T2 资本债是一个经过监管审批的主动行为，理论上 T2 资本债投资者没有权力迫使德银赎回。但在市场环境下，我们不能排除有某些极具议价权和市场影响力的投资者能够通过协商要求德银赎回相关债务。我们相信这可能正是市场所担忧的。

为应对德银快速下跌，美国当日召开了金融稳定监督委员会（FSOC），这是一个较具市场影响力的动作，该会议汇集了美国核心金融监管系统的一号人物（如财政部、联储、FDIC、SEC 等等）。会议向外界再次表达美国银行体系状况良好、根基扎实。当日挽回了德银大部分跌幅，稳定了市场情绪。

投资建议：港股转机将至

我们认为，港股 1 月末以来的下跌逻辑将被完全反转，迎来反弹。1 月末以来，随着美国经济数据转好，加息路径上修，港股受到无风险收益率上升和风险溢价上升的惩罚，但基本面大致稳定。我们认为，随着 10 年美债创新高窗口的关闭，风险溢价也迎来修复，港股将受益于折现率下降。

我们重申港股超配评级。板块选择上，推荐 1 月末以来跌幅较大且基本面相对稳定的板块，如：轻工、电力设备、医药、互联网等。

风险提示：疫情发展的不确定性，经济周期下行的风险，国际政治局势的不确定性，国内货币政策的不确定性。

证券分析师： 王学恒（S0980514030002）、张熙（S0980522040001）

◆ 煤炭行业周报:3 月第 4 周-进口煤零关税政策延续，高股息下布局反弹

1. 煤炭板块收涨，跑输沪深 300 指数。中信煤炭行业收涨 0.58%，沪深 300 指数上涨 1.72%，跑输沪深 300 指数 1.14 个百分点。全板块整周 22 只股价上涨，12 只下跌，1 只持平。宝泰隆涨幅最高，整周涨幅为 3.97%。

2. 重点煤矿周度数据：中国煤炭运销协会数据，3 月 17 日-3 月 23 日，重点监测企业煤炭日均销量为 822 万吨，比上周日均销量增加 12 万吨，增加 1.4%，比上月同期减少 27 万吨，减少 3.2%。其中，动力煤周日均销量较上周增加 1.7%，炼焦煤销量较上周增加 2.2%，无烟煤销量较上周减少 2.0%。截至 3 月 23 日，重点监测企业煤炭库存总量（含港存）2035 万吨，比上周下降 2.3%，比上月同期减少 231 万吨，减少 10.2%。

3. 动力煤产业链：价格方面，环渤海动力煤（Q5500K）指数 732 元/吨，周环比持平，中国进口电煤采购价格指数 1195 元/吨，周环比上涨 0.76%。从港口看，动力煤价格周环比下跌；从产地看，大同动力煤车板价环比下跌 3.44%，榆林环比下跌 2.82%，鄂尔多斯环比下跌 3.19%；澳洲纽卡斯尔煤价周环比下跌 3.31%；动力煤期货结算价格 801.4 元/吨，周环比持平。库存方面，秦皇岛煤炭库存 585 万吨，周环比增加 40 万吨；北方港口库存合计 2654 万吨，周环比减少 45 万吨。

4. 炼焦煤产业链：价格方面，京唐港主焦煤价格为 2500 元/吨，周环比持平，产地柳林主焦煤出矿价周环比下跌 4.35%，吕梁周环比下跌 2.17%，六盘水周环比下跌 2.04%；澳洲峰景焦煤价格周环比下跌 4.77%；焦煤期货结算价格 1835 元/吨，周环比下跌 2.66%；主要港口一级冶金焦价格 2810 元/吨，周环比持平；二级冶金焦价格 2610 元/吨，周环比持平；螺纹钢价格 4210 元/吨，周环比下跌 3.22%。库存方面，京唐港炼焦煤库存 59.3 万吨，周环比增加 0.6 万吨（1.02%）；独立焦化厂总库存 843.7 万吨，周环比减少 22.7 万吨（1.02%）；可用天数 11.4 天，周环比减少 0.2 天。

5. 煤化工产业链：阳泉无烟煤价格（小块）1530 元/吨，周环比持平；华东地区甲醇市场价 2605 元/吨，周环比下跌 43.33 元/吨；河南市场尿素出厂价（小颗粒）2690 元/吨，周环比下跌 30 元/吨；纯碱（重质）纯碱均价 3078.75 元/吨，周环比下跌 2.5 元/吨；华东地区电石到货价 3066.67 元/吨，周环比下跌 283.33 元/吨；华东地区聚氯乙烯（PVC）市场价 6050 元/吨，下跌 75.56 元/吨；华东地区乙二醇

市场价（主流价）3995 元/吨，周环比下跌 69 元/吨；上海石化聚乙烯（PE）出厂价 8750 元/吨，周环比持平。

6. 投资建议：年报季报业绩可期，高股息下积极布局。供给处于高位，供暖需求减少，进入季节性淡季，但年报可期、分红回报丰厚，且一季度业绩整体稳定，回调后积极布局产量增长的公司。三月下旬北方地区供暖逐步退出，整体进入传统淡季，短期煤价或略有下降。政策方面，继续对煤炭实施税率为零的进口暂定税率，体现国家对煤炭保供的重视。基本面方面，煤企库存周环比下行，下游需求季节性走弱。动力煤方面，港口及产地价格下降；炼焦煤价格下降，钢价下降；化工煤价格平稳，化工产品价格普遍下跌。2023 年经济复苏预期较强，煤炭需求虽季节性走弱，但考虑板块高股息以及一季度业绩整体稳定，维持行业“超配”评级。关注季报行情，关注动力煤公司中国神华、中煤能源、陕西煤业；焦煤公司盘江股份、山西焦煤、平煤股份、淮北矿业以及转型新能源的华阳股份、美锦能源，关注煤机龙头天地科技。

7. 风险提示：疫情的反复；产能大量释放；新能源的替代；安全事故影响。

证券分析师： 樊金璐（S0980522070002）

◆ 医药生物周报（23 年第 12 周）：全国中成药集采企业沟通会召开，石药集团/神州细胞新冠疫苗获批紧急使用

本周医药板块表现弱于整体市场，医疗服务板块表现优秀。本周全部 A 股上涨 1.13%（总市值加权平均），沪深 300 上涨 1.72%，生物医药板块整体下跌 0.15%，生物医药板块表现弱于整体市场。分子版块来看，化学制药下跌 0.44%，生物制品下跌 0.25%，医疗服务上涨 4.10%，医疗器械上涨 0.59%，医药商业下跌 1.97%，中药下跌 4.12%。医药板块当前市盈率（TTM）为 23.67x，处于近 5 年历史估值的 3.52%分位数。

全国中成药集采企业沟通会召开，集采规则有望进一步落实。3 月 23 日，全国中成药联合采购办公室召开企业沟通会，介绍全国中成药联盟采购相关规则并向企业征求意见，预计中成药全国集采规则即将落实和公布，有待后续进一步实施和落地。全国中成药集采于 2022 年 9 月由湖北省牵头启动，已经历报量阶段，采购品种涵盖 42 个药品的 16 个采购组，联盟地区包括除港澳台、湖南和福建省外的 29 个省市区和新疆生产建设兵团，基本实现全国覆盖。全国中成药集采是 2023 年集采重点工作，国家医保局 2023 年 3 月 1 日发布的通知指出，要重点指导湖北牵头扩大中成药省际联盟采购品种和区域范围。根据此前已有的 4 次规模较大的中成药省级/省级联盟集采，预计集采规则将更加完善和合理，不会采用简单的价格竞争方式，可能会把市占率、临床认可度等纳入考虑，在为患者减负同时也兼顾企业合理利润，实现质、价、量的平衡。

石药集团 mRNA 新冠疫苗、神州细胞 4 价新冠疫苗获批紧急使用。石药集团 SYS6006 是首个获批的国产 mRNA 疫苗，是我国 mRNA 疫苗技术路线的历史性突破。石药集团已具备全面开发 mRNA 疫苗的核心技术能力，并已启动 mRNA 疫苗产业化项目，总投资 10 亿元，建成后预计疫苗产能增加 15 亿剂，折 3 亿支。SCTV01E 是神州细胞第二款获批国内紧急使用的新冠疫苗产品，采用比传统铝佐剂更能显著增强 Th1 细胞的水包油新型佐剂，在境内外有多项临床试验进行中。目前新冠处于低流行状态，两款疫苗的获批可为新冠预防提供更多疫苗选择。

风险提示：疫情反复的风险、创新药研发失败风险、药耗集采风险

证券分析师： 陈益凌（S0980519010002）、陈曦炳（S0980521120001）、彭思宇（S0980521060003）、马千里（S0980521070001）、张超（S0980522080001）

◆ 盐津铺子（002847.SZ）深度报告：战略转型成效显著，把握零食渠道变革红利

行业：渠道分流明显，零食专营渠道聚焦高性价比迅速崛起，优秀的上游供应商迎来发展良机。近年来随着线上电商新零售，以及线下生鲜店、商超会员店等多业态的兴起，休闲零食传统渠道（商超等）被加速分流。而零食专营渠道则凭借高效运转为消费者提供“高性价比”产品，实现快速崛起。纵观中国零食市场的发展，可以发现，能够顺应渠道变革的休闲食品企业往往能够实现快速发展，而近 2-3 年正是各零食折扣连锁店加速门店拓展的关键时期，我们认为如盐津铺子、甘源食品等优秀的上游供应商正迎来发展良机。

公司：供应链优势显著的“多品牌、多品类、全渠道”休闲食品领先玩家，战略转型成效显著，有望畅享下游渠道变革红利。公司 2005 年成立，此前主营商超渠道，后由于传统渠道被加速分流，经营压力陡增，于 2021 年开启全面战略改革：①供应链提效为根本，②聚焦深海零食、辣卤、烘焙、果干、薯片五大核心产品，③打造全渠道销售网络（保持原有商超渠道优势下，重点发展零食店、电商、流通等渠道）。公司致力于为消费者提供高品质、高性价比产品，产品属性与电商、零食专营等渠道高度适配，有望充分享受到当前下游渠道变革的红利。此外，公司拥有优秀的管理团队，且激励充分，为公司的战略改革和长期稳健发展保驾护航。

成长性分析：商超基本盘稳定，电商、零食专营渠道快速发展；规模效应显现、盈利能力有望逐步提高。分渠道看，①直营商超渠道 22 年已完成部分转经销改革，预计未来营收总量维持稳定；②BC 超（经销拓展）是公司营收和利润的主要来源，营收主要集中在华中，在华南、华东、西南还有较大拓展空间，预计未来保持稳定增长；③零食专营渠道是公司营收增量的主要来源之一，随着下游零食店的快速开店，预计未来 2-3 年有望快速成长；④电商渠道是公司重点发力渠道之一，随着自播、直播等业务的开展，以及新品的推出，预计未来 2-3 年有望实现约 35% 的增长；⑤流通&定量渠道是新拓展渠道，随着招商工作的持续推进，预计未来 2-3 年有望实现约 50% 的增长。同时，随着营收体量扩大、规模效应显现，公司盈利能力有望持续提高。

投资建议：短期看公司有望充分享受下游渠道改革红利、保持较高速增长；长期看卓越的管理能力叠加优秀的供应链能力助力持续成长。考虑公司零食专营渠道和电商渠道增速超出我们预期，因此小幅上调公司盈利预测（上调幅度约 4%），预计公司 22-24 年收入和利润分别为 28.9/35.5/42.1 亿元和 3.0/4.6/6.0 亿元，现价对应 PE 分别 53/34/26X，维持“买入”评级。

风险提示：渠道拓展不及预期；食品安全风险；成本价格波动风险。

证券分析师：陈青青（S0980520110001）

联系人：胡瑞阳

◆ 青岛啤酒(600600.SH) 财报点评:经营韧性凸显，高端化稳步推进

外部因素导致全年销量同比呈现较大波动，整体延续增长态势。公司 2022 年实现收入 321.72 亿元（+6.7%），其中销量实现 807.2 万千升（+1.8%），吨价 3926.8 元/千升（+5.0%），扣非归母净利润实现 32.09 亿元（+45.4%），公司 2022 上半年受外部经营环境受限影响销量一度呈现较大同比缺口，得益于公司品牌及品质优势，叠加三季度高温酷暑天气催化，全年实现了销量的迅速恢复与增长，且结构升级明显。公司 22 年单 Q4 实现收入 30.62 亿元（-9.8%），销量略有下降至 79.3 万千升（-6.5%），主要系 12 月全国疫情冲击影响消费需求，但四季度属啤酒消费淡季，对全年销量增长态势影响有限。

结构升级趋势明显，费率管控得当，盈利能力持续提升。公司全年中高档啤酒销量增速向好，主品牌青岛啤酒实现产品销量 444 万千升（+2.61%），其中，中高端以上产品实现销量 293 万千升（+4.99%）；其他品牌销量 363 万千升（+0.79%）。结构升级趋势明显，有力推升吨酒价格，结合提价落地顺利对冲成本上涨压力，公司全年毛利率得以保持平稳实现 36.85%（+0.13pct）。费率方面，销售费率持平微降至 13.05%（-0.53pct），毛销差实现 23.79%（+0.66pcts），高端化推进顺利；四项费率合计 16.52%（-1.97pcts），其中主要系公司股份支付费用同比减少导致管理费用减少超 1pct。公司 2022 年扣非归母净利润率提升至 9.97%（+2.66pcts），盈利能力持续提升。

四季度减亏明显，展望 23 年成本压力改善趋势不变。2022Q4 减亏明显，单 Q4 实现扣非归母净利润-6.51 亿元，同比减亏 3.58 亿元；扣非归母净利润率同比增加 8.5pcts，背后主要系成本下降，员工薪酬优化、费效比提升。其中 2022Q4 吨均成本同比下降 1.71%，与 2022 全年吨成本同比上涨 4.57%相比呈现明显改善，预计 2023 年全年成本压力趋缓，利润弹性有望释放。

风险提示：产品销售结构升级不达预期；成本波动加大；疫情反复。

投资建议：略微上调盈利预测，维持“买入”评级。

公司高端化发展路径清晰，产品矩阵在不同价格带的布局完备，在消费者层面有较强的品牌认知。未来凭借公司在品牌及产品端的竞争优势，有望在 2023 年消费场景复苏的外部环境下实现销量与吨价的同步增长。我们略微上调 23-24 年盈利预测，新增 25 年盈利预测，预计 2023-2025 年 EPS 为 3.20/3.77/4.35

元，对应 PE 为 34.3/29.2/25.3 倍，维持“买入”评级。。

证券分析师： 陈青青（S0980520110001）、廖望州（S0980521010001）

◆ 中国电信(601728.SH) 财报点评:全面实施云改数转，2023 年云业务收入目标千亿

2022 年可比净利润增长 12.5%。公司 22 年收入 4750 亿元，同比增长 9.4%，其中服务收入 4349 亿元，同比增长 8.0%；EBITDA 为 1304 亿元，同比增长 5.2%；净利润为 276 亿元，同比增长 6.3%，若剔除 21 年出售子公司收益，可比净利润同比增长 12.5%；ROE（平均）6.4%，同比增加 0.1pct。22 年 Q4 营收 1171 亿元，同比增长 8.8%。归母净利润 30.5 亿元，同比增加 16.2%。

收入端:1) 基础业务稳步发展，同比增长 4%。5G 用户渗透率同比提升 18.1pct 达到 68.5%，成为移动通信服务主要增长驱动力，移动通信服务收入 1910 亿元，同比增长 3.7%。智慧家庭收入同比增长 21%，成为固网收入增长（同比增长 4.4%）主要驱动力。2) 产业数字化业务同比增长 19.7%；云业务收入持续翻番。产业数字化业务拉动服务增长贡献 4.7pct（服务增长 8pct），22 年占通服收入比达 27%；其中天翼云营收同比增长 108%，且市占率持续提升排名前三，截止 22Q3 的 IDC 数据，IaaS 份额 11.6%，IaaS+Paas 份额 10%。公司 IDC 机架数已达到 51.3 万架，算力达 3.8EFLOPS，同比提升 81%。

成本端：持续加大研发投入，22 年资本开支符合预期。公司 22 年研发投入 105 亿元，同比增长 52%，同时销售和管理费用率持续优化，同比分别减少 0.7pct/0.4pct。22 年资本开支 925.3 亿元，低于原规划 930 亿元。

23 年加大产业数字化投入，提升云、AI、安全等业务增长动能。公司规划 32 年产业数字化投资同比增长 40%至 380 亿元。公司积极打造“云网能力底座+行业应用平台”深度融合的产业数字化服务大平台，为千行百业提供数字化整体解决方案。23 年公司规划实现云业务收入超千亿元，并已携手中国电子、中国电科、中国诚通和中国国新等央企共同打造首个国资监管云服务，天翼云进入 4.0 全面商用阶段。23 年公司规划算力（云资源池）投入 195 亿元（达 6.2EFLOPS），建设集约 AI 算力中台，覆盖超千万 2C/2H/2B 客户，服务百余应用场景，AI 与大数据实现公司化运作，快速提升市场化水平。

分红率持续提升。22 年每股派息 0.076 元，公司预计 23 年分红提升至 70%，公司在 22 年业绩说明会表示 23 年目标利润保持双位数增长。

风险提示：5G 发展不及预期；产业数字化业务发展不及预期；行业竞争加剧。

投资建议：公司全面实施云改数转战略，产业数字化发展空间广阔。持续加大产业数字化投入，下调盈利预测，预计公司 23-25 年归母净利润分别为 307/341/377 亿元（原预测为 334/371/409 亿元），对应 PE 分别为 20/18/16X，对应 PB 分别为 1.39/1.36/1.29X，维持“买入”评级。

证券分析师： 马成龙（S0980518100002）

联系人： 袁文翀

◆ 中国移动(600941.SH) 财报点评:数字化转型收入不断攀升，2023 年资本开支有望同比减少

2022 年营收实现双位数增长。公司 2022 年营收入 9373 亿元（同比+10.5%）；其中，数字化转型收入 2076 亿元（同比+30.3%）；归母净利润 1255 亿元（同比+8.0%）；ROE 为 10%，同比增加 0.2pp。2022 年 Q4 营收 2138 亿元（同比+7.1%）。归母净利润 269 亿元（同比-7.7%）。

收入端:1) 个人市场稳中有升。2022 年个人市场营收 4888 亿元（同比+1.1%），移动客户数净增 1811 万户达 9.75 亿户，5G 套餐渗透率达 63%。移动 ARPU 为 49 元（同比+0.4%）2) 家宽市场保持快速增长。家宽市场收入达 1166 亿元（同比+16.0%）；家庭宽带客户数 2.44 亿户，净增 2578 万户，家庭综合宽带 ARPU 值为 42.1 元（2022 年家宽 ARPU 值 39.8 元）。3) 数字化转型业务是公司营收增长主要驱动力。数字化转型收入对通信服务收入增量贡献达到 79.5%，占通信服务收入比提升至 25.6%，是公司收入增长的第一引擎。其中移动云 2022 年营收 503 亿元（同比+108%），大数据业务 2022 年营收 32 亿元（同比+96%），5G 专网收入 25.5 亿元（同比+107%）。

成本端：2022 年资本开支符合预期，持续加大研发投入。公司 22 年研发投入 217 亿元，同比增长 17%，

同时销售和管理费用率持续优化，同比分别减少 0.46pp/0.4pp；公司重视管理及资源效率提升，22 年单塔服务费同比减少 400 元/站/年。22 年资本开支 1852 亿元，占通服收入比同比下降 1.6pp。

2023 年加大算力、能力投入，构建“两个新型”助新业务快速突破。公司规划 2023 年资本开支向算力、能力倾斜，算力 2023 年预计投入 452 亿元（22 年投入 335 亿元），规划 23 年增加服务器超过 24 万台（22 年规划投入 18 万台），增加 IDC 机架超过 4 万架。公司系统打造以 5G、算力网络、能力中台为重点的新型信息基础设施，创新构建“连接+算力+能力”新型信息服务体系，不断夯实数智底座，信息服务拓展提档加速。公司 2023 年资本开支同比减少投入 20 亿元，运营成本及折旧等费用逐步减少，盈利空间打开。

分红率持续提升。2022 全年每股派息 4.41 港元（同比增长 8.6%），公司预计 2023 年分红提升至 70% 以上（2022 年分红率为 67%）。

风险提示：5G 发展不及预期；产业数字化业务发展不及预期；行业竞争加剧。

投资建议：公司作为数字经济龙头企业，持续加大产业数字化和研发投入，小幅下调盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 1359/1482/1629 亿元（原预测为 1368/1496/1664 亿元），对应 PE 分别为 15/13/12X，对应 PB 分别为 1.53/1.48/1.42X，维持“买入”评级。

证券分析师： 马成龙（S0980518100002）

联系人： 袁文翀

◆ 常熟银行(601128.SH) 财报点评:小微优势凸显，业绩高增

常熟银行此前已披露 2022 年业绩快报。2022 年实现营收 88.08 亿元，归母净利润 27.44 亿元，同比分别增长 15.06%和 25.41%，业绩维持高增。

深化做小做散战略，净息差稳定在高位。2022 年公司净息差 3.02%，同比收窄 4bps，较前三季度收窄了 8bps。但还原人民银行普惠政策性减息后的 2022 年净息差为 3.09%，同比提升了 3bps，主要是公司持续深化做小做散战略。个人经营贷款中，期末 30 万（含）以下贷款比例 30.9%，较年初提升了 2.9 个百分点；30 万-50 万（含）贷款比例为 12.7%，较年初提升了 0.6 个百分点。期末个人经营贷款中银保类比例达 45.9%，较年初提升了 5.7 个百分点。

规模高增，但疫情对零售贷款扩张带来了小幅冲击。期末存款余额 2192 亿元，较年初增长 16.9%，贷款余额 1934 亿元，较年初增长 18.8%。另外，2022 年信贷资产流转规模为 98.72 亿元，同比增加了 12.1 亿元，公司信贷持续高增。结构上，2022 年疫情冲击之下，按揭贷款余额下降了 28 亿元；个人经营性贷款增速有所放缓，期末个人经营性贷款占贷款总额的比重为 38.4%，较年初下降了 1.5 个百分点。

个人贷款不良率略有提升但处在低位，资产质量优异。期末贷款不良率 0.81%，较 9 月末提升 3bps；关注类 0.84%，较 9 月末下降了 3bps，资产质量优异。受疫情冲击，期末个人贷款不良率为 0.89%，较年初提升了 12bps，其中个人经营性贷款、按揭贷款和消费贷款不良率较年初分别提升了 5bps、27bps 和 27bps 至 0.99%、0.50%和 0.90%，但均处在低位。公司加大了不良处置和计提，全年核销规模同比增长了 74%，贷款信用减值损失计提同比增加了 96%。期末公司拨备覆盖率 536.86%，较 9 月末下降了 5.2 个百分点，较年初提升了 5.0 个百分点。

投资建议：2022 年疫情冲击之下，公司个人贷款业务面临一定压力，但公司积极深化做小做散战略，业绩实现了高增，小微业务竞争力也进一步增强。展望 2023 年，疫情防控政策放开后经济企稳复苏，预计小微和居民信贷需求将逐步恢复，看好公司未来在小微赛道上的长期扩张能力。我们维持 2023-2025 年净利润 33.45/39.61/47.91 亿元的预测，对应增速为 21.9%/18.4%/20.9%，对应摊薄 EPS 为 1.22/1.45/1.75 元，当前股价对应动态 PB 为 0.81x/0.72x/0.63x，维持“买入”评级。

风险提示：稳增长政策不及预期带来经济复苏较弱，可能会对银行资产质量产生不利影响。金融监管政策发生重大不利变化。

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

◆ 招商银行(600036.SH) 财报点评:看好大财富管理业务复苏

招商银行此前已披露业绩快报,2022年实现营收3448亿元,归母净利润1380亿元,同比分别增长4.08%和15.08%。

零售客群基础进一步夯实,大财富管理领跑。2022年大财富管理收入对营收贡献为14.3%,同比下降了1.5个百分点。主要是2022年资本市场震荡下行带来代理基金收入同比下降46.4%,同时公司积极压降融资类信托产品带来代理信托收入同比下降47.2%,因此拖累大财富管理收入下降了6.1%。但零售客群实现了较好增长,期末零售客户1.84亿户,管理零售AUM12.1万亿元,较年初分别增长6.36%和12.68%。其中金葵花及以上客户数和AUM分别增长12.84%和11.66%,私人银行客户数和AUM分别增长10.43%和11.74%。2023年伴随资本市场的好转,公司财富管理收入贡献将有所提升。

非息收入下降拖累营收;四季度净息差环比小幅提升1bp。2022年非息收入下降0.6%;净利息收入同比增长7.0%,增速放缓主要受净息差收窄拖累。期末总资产10.14万亿元,较年初增长9.6%,存贷款分别增长8.6%和18.7%,规模稳步扩张。2022年净息差2.40%,同比收窄8bps,其中四季度单季净息差2.37%,环比三季度提升1bp。2022年受LPR下调贷款重定价和信贷需求不足,尤其是信用卡和零售贷款需求不足的冲击,贷款收益率下降了13bps。负债端由于企业资金活化不足,居民投资向定期存款转换,存款成本率提升了11bps。但四季度资负两端利率都趋于稳定,净息差压力大幅缓释。

不良率小幅上行,公司加大了贷款信用减值损失计提。但非信贷资产信用减值损失计提下降释放利润。2022年经济承压,公司不良有所暴露,全年不良贷款生成率1.15%,同比上升0.20个百分点。期末不良率0.96%,较年初提升5bps,较9月末提升1bp。关注率1.21%,逾期率1.29%,较年初分别提升了36bps和26bps,在,主要是房地产贷款和信用卡贷款资产质量有所下行。在此环境下,公司全年信用成本同比提升了8bps至0.78%。但受不良余额增加拖累,期末拨备覆盖率450.8%,较年初下降33.1个百分点,较9月末下降4.9个百分点,仍处于高位。另外,公司根据实际信用风险情况以及前期计提基础,2022年非信贷资产信用减值损失计提同比大幅下降了59.9%。

投资建议:招行管理机制优异,大财富管理持续领跑。考虑到信用减值损失下降,上调2023-2025年净利润预测至1593/1829/2101亿元(2023-2024年原预测1523/1718亿元),对应15.4%/14.8%/14.9%的增速,对应摊薄EPS为6.32/7.25/8.33元,动态PB为0.84x/0.75x/0.66x,维持“增持”评级。

风险提示:稳增长政策不及预期带来经济复苏不及预期。

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

◆ 腾讯控股(00700.HK) 海外公司财报点评:2023年收入展望乐观,利润释放确定性强

收入增速转正,调整后利润率同比提升3.2pct。2022Q4,腾讯实现营收1450亿元,同比增长0.5%。主要系海外游戏、网络广告贡献收入增长,部分被本土市场游戏、企业服务的收入下滑所抵消。Non-IFRS归母净利润297亿元,同比增长19.4%;Non-IFRS归母净利率20.5%,同比提升3.2pct,体现了降本增效的成果,各项业务毛利率同比均有提升,销售费率进一步下降至4.2%。

网络游戏:流水回归正增长,2023年手游展望乐观。2022Q4,公司网络游戏业务收入为418亿元,同比减少2.3%。加上社交分账后,同比基本持平。我们测算,本季度网络游戏总流水(含社交分账)同比增长约5%,为2022年以来的首次增速转正。《王者荣耀》春节期间释放大量商业化,实现流水新高。目前腾讯至少有15款储备游戏已经获得版号。我们预计现有游戏的复苏和新游戏的上线会推动网络游戏业务在2023年回归健康增长。

网络广告:收入同比增速15%,视频号表现强劲。2022Q4,公司网络广告收入为247亿元,同比增长14.6%。社交及其他广告收入同比增长17%,媒体广告收入同比增长4%。根据公司公告,2022Q4,在朋友圈使用时长同比大致稳定的情况下,视频号使用时长达到朋友圈的1.2倍,为去年同期的三倍。我们预计视频号仍有较大商业化空间,有望继续推动腾讯广告收入增长。

金融科技四季度放缓,23Q1支付恢复双位数增长。2022Q4,金融科技及企业服务收入同比减少1%至472亿元。其中,金融科技服务收入仍然实现同比增长,但增速因宏观环境而较上季放缓;企业服务业务的收入同比下降,因公司缩减亏损项目。但随着1月以来消费复苏,微信支付日均商业支付金额自2023Q1

以来恢复了双位数的同比增速。

投资建议：2023 年利润确定性强，继续维持“买入”评级

公司财报对 2023Q1 的展望乐观：在 2022 年受影响较为严重的国内游戏、支付业务在 2023Q1 均得到了显著恢复。考虑到广告业务中，联盟广告增速较快，一定程度上压制广告利润率的提升，我们小幅下调 2023-2025 年调整后净利润预测至 1501/1725/1902 亿元，下调幅度为 2.5%/4.1%/0.8%。维持目标价 525-588 港币，继续维持“买入”评级。

风险提示：政策风险；疫情反复导致宏观经济疲软的风险；广告行业竞争激烈的风险；新游戏不能如期上线的风险等。

证券分析师： 谢琦 (S0980520080008)

联系人： 徐焘

◆ 金山软件 (03888.HK) 海外公司财报点评:办公及游戏均稳健增长，探索 AI 应用场景

办公及游戏均稳健增长，经营利润率显著提升。2022Q4，公司实现营业收入 21.1 亿元，同比增长 16%。其中办公软件及服务收入同比增长 21%；网络游戏及其他收入同比增长 11%。本季度公司实现经营利润 6.2 亿元，同比增长 87%；经营利润率为 29%，同比提升 11pct，主要因各项经营费率的优化。2022 年底，公司员工总数为 7116 人，同比增加不到 1%，人效比提升明显。

办公业务：双订阅仍然是增长引擎，探索 AI 应用场景。2022Q4，公司办公软件及服务收入为 10.9 亿元，同比增长 21%。个人订阅和机构订阅分别增长 36%和 69%，是收入增长的核心驱动力。截至 2022 年 12 月 31 日，公司累计年度付费个人用户数达到 2,997 万，同比增长 18%。本季度机构订阅收入占比首次超过机构授权。公司积极探索 AI 与办公软件业务的结合，预计不久后将有 AI 产品应用上线。

游戏业务：《剑网 3》收入回升，两款新游戏已获版号。2022Q4，网络游戏及其他业务收入约 10.2 亿元，同比增长 11%，主要得益于 2021 年底上线的新游戏《剑侠世界 3》，以及《剑网 3》发布年度资料片。二次元新游戏《尘白禁区》及《彼界》已获批游戏版号，预计将于 2023 年下半年上线。

投资建议：展望 2023 年，我们预计公司的业绩仍然主要由办公软件业务驱动，特别是个人订阅和机构订阅的增长。两款新游戏已经获得版号，但预计上线时间会在下半年。考虑到公司对 AI 应用的投入，以及新游戏上线延后，我们小幅下调盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润 5.02/12.33/16.19 亿元，下调幅度 3%/8%/7%。

我们以分部估值法，给予游戏业务 2023 年 13-14 倍 PE，给予办公业务 2023 年 28-30 倍 PE，给予金山云 2023 年 1-1.2 倍 PS，加上现金，合计合理股价区间为 37.0-39.3 港币（较原目标价上调 20%/18%），维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济增速下行，企业信息化投资下滑，新游戏不能如期上线的风险。

证券分析师： 谢琦 (S0980520080008)

联系人： 徐焘

◆ 京东健康 (06618.HK) 海外公司财报点评:营收利润增长亮眼，预计疫后时代公司仍将保持高速增长

整体表现：营收利润增长亮眼，预计疫后时代公司仍将保持高速增长。2022H2，公司实现营业收入 265 亿元，同比增长 56%，主要受益于疫情期间用药需求激增，预计 2023 年仍将保持高速增长。分拆看，1) 2022 年下半年商品收入 229 亿元，同比增长 59%，商品收入增长驱动力主要为活跃用户数量增加、医药健康产品线上渗透率提高和产品品类丰富；2) 服务收入由 2021H2 的 26 亿元增加 38%至 36 亿元，第三方商家在平台的销量增加进而带动的佣金和广告营销费增加。

受公司自营商品收入占比扩大和促销影响，2022H2 公司毛利率从去年同期 23%降至 21%，费用投放效率随业务规模扩大而提升，公司 non IFRS 净利率从去年同期 4.3%升至 4.9%。1) 履约开支从 2021 年下半年的 16 亿上升至 26 亿，配送服务的使用随着产品销量的增加而增加，履约费率从 9.6%微升至 9.7%，

基本保持稳定；2）销售费用从 2021 年下半年的 12 亿上升至 13 亿，费率从 6.8%降至 4.8%，主要受益于推广与广告策略的优化；3）研发费用/管理费分别率分别从 2.9%/8.3%降至 2.2%/4.4%，主要受益于业务扩大带来的规模效应。值得一提的是，截至 2022 年底，京东健康年活跃用户数 1.54 亿人，同比增长 25%，我们估算主站用户渗透率已超过 26%，未来仍有较大增长空间。

投资建议：维持“买入”评级。疫情促进消费者养成线上购药习惯并催化网络医疗监管政策落地，我们预计疫后时代医药线上渗透率将继续提升，公司对于用户的全生命周期管理将有效提升用户粘性，我们预测公司 2023-2025 年收入为 613/768/948 亿元，其中 2023-2024 年较上次向上调整 8%/6%，此外新增 2025 年预测收入，公司医药网络零售龙头地位稳固，大股东京东集团对公司履约能力持续赋能，维持原目标价 75-91 港币，相对当前股价上涨空间为 24%-51%，维持“买入”评级。

风险提示：政策风险，新进入者竞争加剧等市场风险，宏观经济系统性风险等。

证券分析师： 谢琦（S0980520080008）

◆ 腾讯音乐(TME.N) 海外公司财报点评:预计 2023 年收入重回正增长，降本提质仍有空间

收入降幅继续收窄，经调整利润率同比上升 9pct。2022Q4，公司实现总收入 74.3 亿元，同比-2.4%，环比+0.8%，收入降幅持续收窄。我们预计在社交娱乐业务降幅收窄以及在线音乐稳健增长驱动下，2023Q1 公司收入重回正增长。2022Q4，公司毛利率 33%，同比+4.1pct，上升主要由在线音乐业务毛利率增长带动。2022Q4，公司销售费用 2.7 亿元，同比-65%。销售费率 3.6%，同比-6.3pct。在成本端与费用端优化下，22Q4 公司经调整净利润 14.9 亿，同比+71%。经调整利润率 20.1%，同比+8.6pct，环比+1pct。我们认为，公司在版权收益成本比、费用绝对值等方面仍有优化空间。根据公司业绩指引，公司毛利率 2023 年预计继续提升。中长期维持 IPO 里所提到的远期 35%的毛利率预期。销售费用 2023 年预计继续下降，但下降幅度较 2022 年收窄。2023 年将会通过投资内容去获客。

商业化：在线音乐业务收入占比有望超过社交娱乐业务。1）在线音乐业务：22Q4，公司在线音乐收入 35.6 亿元，同比+23.6%，环比+3.8%。公司订阅业务继续稳健增长，收入 23.5 亿元，同比+20.5%，环比+4.4%。ARPPU 与付费用户数继续双重提升。月 ARPPU 为 8.9 元，已连续三个季度维持同比正增长。预计 2023 年公司 ARRPU 仍保持逐季提升态势。其他在线音乐增长强劲，收入 12.1 亿元，同比+30.0%，主要系广告业务表现突出。2）社交娱乐与其他：22Q4，公司社交娱乐与其他收入 38.7 亿元，同比-18.2%。预计在公司海外、音频直播等业务发展下，降幅逐步收窄。

投资建议：收入侧与利润侧继续优化，维持“增持”评级

公司作为音乐行业龙头，当前地位稳固。我们预计 2023 年公司收入侧与利润侧继续优化。根据业绩指引，公司预计 2023 年收入中等个位数增长，净利润 10-15%增长。公司现金充沛，截至 2022 年 12 月现金、现金等价物、定期存款和短期投资等账面现金规模 274 亿元，较 2022 年 9 月增长 20 亿元。考虑到公司社交娱乐业务降幅收窄以及在线音乐增长稳健，上调收入预期，预计公司 23-25 年收入 300.2/321.4/345.2 亿元（调整幅度+5%/+5%/0%）。考虑成本侧与费用侧仍有优化空间，上调盈利预期，预计 23-25 年经调整净利润 54.8/60.4/68.1 亿元（调整幅度+5%/3%/0%）。维持目标价 8.9-9.8 美元，维持“增持”评级。

风险提示：政策风险；成本增加的风险；直播、饭圈的监管风险等。

证券分析师： 谢琦（S0980520080008）

◆ 环旭电子(601231.SH) 公司快评:云端及存储业务受益于 AI 算力升级，收购泰科汽车无线业务

事件：3 月 9 日苹果批准了一款适用于 Apple Watch 的 ChatGPT 应用程序 watchGPT（现更名为 Petey），用户可直接在 Apple Watch 上和 ChatGPT 互动，无需键入即可快速获得问题的答案或生成相关消息，可通过短信、电子邮件或社交媒体向他人分享与 ChatGPT 互动的记录。

公告：3 月 20 日环旭电子公告其全资子公司环鸿电子拟与 Ample Trading 合资设立 SPV 公司，SPV 公司

股本总额为 5300 万美元，其中环鸿电子出资 75.1%，Ample Trading 出资 24.9%，由 SPV 公司收购泰科电子汽车无线业务，标的业务整体估值为 4800 万美元。标的业务资产包括注册于德国、匈牙利、中国、美国、法国的子公司 100% 股权，以及与标的业务相关的日本资产。标的业务主要包括汽车天线、调谐器及车载资通讯相关产品的研发、设计、和生产，并为客户提供完整的解决方案。

国信电子观点：

智能手表拓展 AI 应用场景，公司 SiP 业务同步受益。根据 IDC 数据，2022 年苹果 iPhone 出货量同比下降 4%，AirPods 出货量同比下降 12%，Apple Watch 出货量同比增长 13%，在公司 SiP 份额维持在较高水平的支撑下，2022 年公司 SiP 业务维持稳健增长。2023 年以来，ChatGPT 等 AI 大语言模型兴起，有望多维度丰富各类电子终端的人机交互场景。我们看好在人工智能应用的加持下 Apple Watch 出货量进一步攀升，公司作为苹果 Apple Watch 的 SiP 模组核心供应商将同步受益。

AI 推动服务器升级换代，利好公司云端及存储类业务。2022 年公司云端及存储类业务营收 69.89 亿元，同比增长 41%。公司为客户提供 ODM/JDM/EMS 服务器、存储、NAS 和 SSD 产品以及制造服务，提供 L10 系统设计服务，包括主机板、固件 BIOS 和 BMC、子卡、外壳和散热设计以及系统集成，服务亚马逊、联想、超微、Mellanox 等知名客户。目前全球算力需求增长正进入爆发阶段，云计算基础设施作为算力 AI 服务资源，其重要性日益突显，公司相关业务有望延续高增长态势。

收购泰科电子汽车无线业务增厚车电业务体量，Power 类产品持续放量。2022 年公司汽车电子类业务营收 45.52 亿元，同比增长 72%，主要来自于动力总成 (Powertrain)、功率模组 (Power Module) 产品营收快速增长。此次收购泰科电子汽车无线业务将有利于公司优化产品组合和客户结构，丰富产品类别及客户数量，深化车联网产品布局，实现从模组延伸到系统解决方案的业务布局。同时，凭借标的业务在海外的销售渠道和客户关系，可以提升公司在欧洲、北美等地区的市场影响力和全球竞争力。

我们看好：1) 公司 SiP 模组行业龙头地位巩固，同时受益于苹果及其他新客户对于 SiP 模组的需求增长；2) 全球算力需求快速增长，人工智能推动服务器更新换代，公司云端及存储类业务受益；3) 汽车电子业务 Power 产品营收快速增长，成为新的业绩增长点。我们预计公司 22-24 年营收同比增长 23.9%/13.1%/12.1% 至 685.16/775.08/869.18 亿元，归母净利润同比增长 64.7%/12.7%/13.5% 至 30.60/34.49/39.13 亿元，对应 22-24 年 PE 为 13.1/11.6/10.2 倍，维持“买入”评级。

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

◆ 智飞生物(300122.SZ) 财报点评:代理品种高增速，关注结核产品矩阵商业化

代理品种高增速。2022 年公司实现营收 382.64 亿元 (+24.83%)，归母净利润 75.39 亿元 (-26.15%)，扣非归母净利润 75.10 亿元 (-26.26%)。自主产品实现收入 32.85 亿元 (-66.12%)，其中常规自主产品营收 17.60 亿元 (+35.82%)，其他自主产品营收 15.25 亿元 (-81.85%)，预计主要由于 2022 年国内整体新冠疫苗接种量大幅下降；代理产品实现收入 349.75 亿元 (+67.09%)，其中 4 价和 9 价 HPV 疫苗全年分别实现批签发 1403 万支 (+59.37%) 和 1548 万支 (+51.65%)，五价轮状病毒疫苗批签发 883 (+20.77%)，代理产品收入大幅增长。

新代理协议期限达三年半，基础采购金额预计超千亿。公司与默沙东签署《供应、经销与共同推广协议》，协议对包括 HPV 疫苗在内产品的基础采购金额进行了约定，根据协议 2023 年下半年至 2026 年底的约定基础采购金额达到 1010 亿元；基础采购金额可以根据实际情况进行协商调整，考虑到公司代理品种中 4/9 价 HPV 疫苗和五价轮状病毒疫苗等终端需求旺盛，2021 年和 2022 年实际采购金额分别在约定的基础采购金额基础上上浮了 43% 和 75%，预计未来实际采购金额仍可能高于约定的基础采购金额。

关注结核产品矩阵商业化。2022 年微卡和宜卡完成 90% 以上省级单位中标挂网，2022 年 9 月公司重组结核杆菌融合蛋白被 WHO 结核病综合指南推荐用于诊断结核感染；2023 年 1 月，宜卡成功纳入国家医保目录，有望进一步扩大使用人群，“筛查+治疗”模式发挥结核产品矩阵的协同效应。

风险提示：HPV 疫苗代理合同到期及销售下滑；冻干 AC-Hib 三联苗注册风险；母牛分枝杆菌疫苗销售不

及预期；全球新冠疫情发生重大变化的风险等。

投资建议：公司代理产品收入大幅增长，与默沙东新代理协议续签落地，协议期限达到三年半，约定基础采购金额达到 1010 亿元；自主产品 EC 诊断试剂纳入国家医保目录，“EC+微卡”结核产品矩阵有望发挥协同效应；23 价肺炎多糖疫苗报产、多个在研产品已取得临床总结报告或处于临床后期阶段，研发管线即将迎来收获期。我们对公司盈利预测进行调整，预计 2023-2024 年归母净利润分别为 94.96/113.11 亿元（前值为 90.03/111.13 亿元），新增 2025 年归母净利润预测为 124.52 亿元，目前股价对应 PE 分别为 15/12/11x，维持“买入”评级。

证券分析师： 陈益凌（S0980519010002）、马千里（S0980521070001）

◆ 三生制药(01530.HK) 海外公司财报点评:业绩稳健增长，自有管线及引进产品值得期待

疫情影响下业绩仍实现双位数增长。三生制药 2022 年实现营收 68.59 亿元（+7.5%），毛利 56.72 亿元（+7.5%），毛利率维持在 82.7%；归母净利润 19.15 亿元（+16.0%），正常化归母净利润 21.63 亿元（+25.2%），公司在疫情影响下，净利润仍然实现双位数增长。研发方面，公司聚焦优势领域，22 年研发费用减少至 6.93 亿元（-8.1%），研发费用率为 10.1%（-1.7pct）；销售费用为 25.80 亿元（+11.0%），销售费用率小幅上升至 37.6%（+1.2pct）。

生物制药板块稳健增长，毛发健康、CDMO 业务快速成长。2022 年，公司的核心产品特比澳销售 33.97 亿元（+10.3%），销售稳健增长的同时成功完成医保续约，有望支持渗透率的提升以及销售的持续增长。毛发健康板块的核心产品蔓迪实现销售 8.91 亿元（+48.1%），我们预计蔓迪泡沫剂将在今年获批上市，为公司的生发产品线提供新的增量。CDMO 业务收入 1.66 亿元（+49.6%），随着后续产能的逐步释放，CDMO 业务有望维持持续增长。

管线产品即将进入收获期。三生制药在肾科、肿瘤、自免、眼科以及毛发皮肤等领域均有研发布局。其中，公司引进的纳味拉啡口服片的 NDA 申请已经获得受理；抗 IL17A 单抗（608）的 3 期临床正在入组中，预计将在今年上半年完成患者入组；抗 IL5 单抗（610）在重度嗜酸性粒细胞哮喘适应症的 2 期临床正在入组，预计 2023 年下半年启动 3 期临床；抗 IL4R 单抗（611）在中国的特应性皮炎的 2 期临床已经完成患者入组，预计 2023 年下半年启动 3 期临床。

风险提示：已上市产品价格下行的风险、生发领域竞争加剧的风险

投资建议：维持“买入”评级

由于公司的销售恢复好于预期，我们小幅上调公司 2023-24 年的净利润预测至 21.29/23.68 亿元（前值 19.69/22.33 亿元），且新增 2025 年盈利预测。预计 2023~25 年公司营收 76.55、86.58、97.25 亿元，同比增长 11.6%、13.1%、12.3%；归母净利润 21.29、23.68、26.29 亿元，同比增长 11.2%、11.2%、11.0%，维持“买入”评级。

证券分析师： 陈益凌（S0980519010002）、陈曦炳（S0980521120001）

◆ 万泰生物(603392.SH) 财报点评:归母净利润同比增长 134%，核心品种持续放量

收入和净利润保持高增速。公司 2022 年实现营业收入 111.85 亿元（+94.51%）；归母净利润 48.63 亿元（+134.90%）；扣非归母净利润 45.14 亿元（+132.03%）。其中，诊断分部实现收入 26.74 亿元，净利润 8.18 亿元；疫苗分部实现收入 84.93 亿元，净利润 40.46 亿元。

2 价 HPV 疫苗产销两旺，国际化有序推进。2022 年公司 2 价 HPV 疫苗实现批签发 288 批次（+77%），达到设计产能年产 3000 万支，销量突破 2500 万支。国际化方面，2 价 HPV 疫苗已相继获得摩洛哥、尼泊尔、泰国、刚果（金）、柬埔寨等国上市许可；巴基斯坦、印尼、哈萨克斯坦、肯尼亚、埃塞俄比亚、缅甸、乌兹别克斯坦等国的注册申报有序推进。

鼻喷新冠疫苗获批紧急使用，在研管线值得期待。公司与厦门大学、香港大学合作研发的鼻喷新冠疫苗被纳入紧急使用，正在开展附条件上市申报的相关工作；9 价 HPV 疫苗 III 期临床随访进行中，与佳达修 9 头对头临床试验完成现场和标本检测工作，正在进行数据统计分析，小年龄桥接临床试验完成入组

工作；戊肝疫苗在美国进行的 I 期临床试验已完成；20 价肺炎疫苗、重组带状疱疹病毒疫苗、重组三价轮状病毒亚单位疫苗、第三代 HPV 疫苗、四价肠道病毒灭活疫苗和鼻喷三价新冠-三价流感病毒疫苗等新项目研发工作均顺利开展。

员工持股计划公布，彰显长期发展信心。公司公布 2023 年员工持股计划，考核年度为 2023-2025 年三个会计年度，业绩考核目标为以 2021 年净利润为基数，2023-2025 年净利润增长率分别不低于 176%/247%/304%，即 57.4/72.2/84.0 亿元；或以 2021 年营收为基数，2023-2025 年营收增长率分别不低于 144%/195%/242%，即 140.3/169.6/196.7 亿元。

风险提示：产品销售不及预期；国内竞争加剧导致产品价格大幅下降；产能项目建设不达预期；研发管线进展不达预期或失败等。

投资建议：公司核心产品 2 价 HPV 疫苗上市后快速放量，国内受益于免费接种政策，小年龄组“2 针法”具备差异化优势，海外相继于多国取得上市许可，国际化打开长期成长空间；鼻喷新冠疫苗获批紧急使用，9 价 HPV 等在研管线顺利推进；公布员工持股计划，彰显长期发展信心。我们对公司盈利预测进行调整，预计 2023-2024 年归母净利润分别为 58.17/72.30 亿元（前值为 54.18/62.32 亿元），新增 2025 年归母净利润预测为 83.74 亿元，当前股价对应 PE 为 19/15/13x，维持“买入”评级。

证券分析师： 陈益凌（S0980519010002）、马千里（S0980521070001）

◆ 盛弘股份(300693.SZ) 财报点评:2022 年业绩大幅提升，储能及充电桩业务有望快速增长

2022 年公司收入快速增长，归母净利润大幅提升。2022 年公司实现营业收入 15.03 亿元，同比+47%；归母净利润 2.24 亿元，同比+97%；扣非归母净利润 2.13 亿元，同比+111%。对应 22Q4 单季度实现营收 5.69 亿元，同比+56%，环比+47%；归母净利润 0.93 亿元，同比+169%，环比+48%；扣非归母净利润 0.90 亿元，同比+181%，环比+55%。

持续发力海外储能业务，紧跟国内工商业及电网侧配储需求。公司销售的储能设备产品主要包括储能 PCS、储能系统集成及 EPC 等，主要解决储能电池和电网之间的双向电能变换及传输，可以广泛应用于分布式光伏系统、电力储能、微电网系统等。根据 EESA 统计，2021 年公司中大型 PCS 全球出货量约 600MW，中国储能 PCS 企业中排名第四，海外 PCS 出货量排名第三。公司持续发力海外储能业务，同时紧跟国内工商业及电网侧新能源装机容量快速增长带来的配储需求，预计 2023-2025 年公司储能业务销售功率有望达到 2/3/4.1GW。

立足国内销售经验，重点布局充电桩产品出海欧美。当前欧美电动汽车渗透率不断提升，但充电桩建设相对滞后，公共充电桩仍处于较高水平。根据 IEA 统计，2021 年欧洲、美国充电桩分别达到 16:1 及 18:1，与我国的 7:1 有较大差距。欧美市场对充电桩产品质量、可用性及安全性要求较高，通常验证周期需要 2-4 年，拥有技术、成本及先发优势的企业能够获得出海欧美的产品红利。公司立足国内充电桩及模块销售经验，持续发力充电桩产品出海，重点布局充电桩及壁垒较高的欧美地区。目前公司已经与 BP 集团达成合作，成为首批进入 BP 中国供应商名单的充电桩厂家，为后续充电桩及模块产品出海认证与品牌建设夯实基础，未来公司充电桩业务的海外收入占比和利润率有望进一步提升。

风险提示：储能及充电桩激励性政策实施不达预期的风险；公司产品导入不及预期的风险；行业竞争加剧的风险。

投资建议：我们预计公司 2023-2025 年实现营业收入 25.1/32.7/43.7 亿元，同比增长 67%/31%/33%；实现归母净利润 3.31/4.55/6.27 亿元，同比增长 48%/38%/38%，当前股价对应 PE 分别为 37/27/19 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 65.3-68.6 元，对应 2023 年动态 PE 区间为 41-43 倍，较公司当前股价有 10%-16%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）

联系人： 王晓声

◆ 晶澳科技(002459.SZ) 财报点评:组件盈利能力快速提升，新型电池投产加速

营收利润显著提升，组件出货规模大幅增长。公司 2022 年实现营业收入 730 亿元，同比+77%；其中 22Q4 营收 237 亿元，同比+56%，环比+13%。2022 年实现归母净利润 55.3 亿元，同比+171%；其中 22Q4 为 22.4 亿元，同比+209%，环比+41%。2022 年公司电池组件出货量 39.8GW，同比+56%，其中组件对外销售约 38.1GW，电站业务自用组件约 0.7GW，电池销售约 1.0GW。组件海外出货量占比约 58%，分销出货量占比约 35%。2023 年公司电池组件出货目标为 60-65GW，同比增长 40%-63%。

组件单瓦盈利逐季度持续改善。2022 年单瓦净利（归母净利润/电池组件出货量）约为 0.14 元/W，同比+0.06 元/W。分季度来看，2022 年 Q1-Q4 单瓦净利分别为 0.11/0.11/0.14/0.18 元/W，环比持续改善。我们认为公司季度单瓦净利的持续提升有三方面主要原因：1）公司在成本控制、订单选择方面的经营性竞争力持续增强；2）22Q4 海运运费显著下降；3）利息费用显著减少。

一体化产能将加速扩张，N 型 TOPCon 开始量产。公司 2022 年底硅片/电池/组件产能约 40/40/50GW，预计到 2023 年底 70/70/80GW。产能方面呈现两个发展趋势：1）一体化率进一步提升，硅片、电池自供比例从此前的 80%左右提升至 90%左右；2）N 型占比快速提高，2023 年底 N 型电池产能有望达到 40GW，占比超过 50%。

光伏行业高景气，看好一体化组件商环节。我们预计 2022-2025 年，全球光伏新增装机分别为 230/335/438/547GW，同比增速 35.3%/45.7%/30.7%/24.9%。组件产品由于签单周期较长，有望在硅料放量降价周期充分受益，迎来量利齐升的基本面趋势。头部一体化组件商在新技术研发和一体化协调生产方面具备更强的竞争优势，有望获取更多技术红利和市场份额。

风险提示：原材料价格下降不及预期，公司产能投放不及预期，组件环节竞争加剧，技术迭代风险等。

投资建议：上调盈利预测，维持“买入”评级。我们预计 2023-2025 年归母净利润 89.2/111.9/138.5 亿元（原预测为 69.5/83.8/96.5 亿元），同比增速 61%/26%/24%，对应 3 月 23 日收盘价的动态 PE 为 14.5/11.5/9.3x。

证券分析师：王蔚祺（S0980520080003）、王昕宇（S0980522090002）

◆ 金盘科技(688676.SH) 财报点评:全年业绩符合预期，数字化/储能业务高成长可期

全年业绩符合预期，盈利能力逐季度修复。公司 2022 年实现营收 47.46 亿元（+43.69%），归母净利润 2.83 亿元（+20.74%），公允价值变动净损失 0.18 亿元，信用减值损失 0.49 亿元。公司第四季度实现营收 15.58 亿元（同比+53.47%，环比+28.45%），归母净利润 1.15 亿元（同比+71.61%，环比+58.95%）。2022 年以来公司通过逐步上调新承接主要产品订单售价以抵消原材料价格上涨对毛利率的影响，全年毛利率逐季度修复，第四季度毛利率修复至 22.4%。

电力设备收入持续增长，年内实现首个储能系统和数字化解决方案交付。分产品看，受新能源、工业企业电气配套等行业需求带动，公司传统电力设备业务营收达到 45.1 亿元，同比+37.5%，实现储能产品收入 0.6 亿元，实现数字化解决方案收入 1.4 亿元。分行业看，公司新能源行业收入 22.1 亿元，同比+49.88%；新型基础设施销售收入同比+113.24%，工业企业电气配套销售收入同比+122.17%。

数字化转型助力降本增效，行业影响不断扩大。公司已完成公司海口基地及桂林基地四座数字化工厂的建设，公司运用数字化的技术，通过资源配置的改善和优化，各基地数字化工厂的产能、人均产值、库存周转率等较转型前有大幅度提升。截至 2022 年底公司已累计承接超 3 亿元数字化工厂整体解决方案订单，行业覆盖装备制造、生物医药、物流仓储，我们预计随着公司行业影响力的不断扩大，2023 年新增订单有望快速增长。

高压直挂储能产品持续拿单，走出海南走向全国。截至 2022 年底公司已承接储能系统订单约 3 亿元，其中高压直挂（级联）储能系统产品订单金额合计约 2.75 亿元（200MWh）。2023 年以来，公司先后斩获山西、湖南储能系统订单，顺利“走出”海南省，向全国储能市场拓展。

风险提示：原材料价格上涨；储能业务市场开拓不及预期；行业竞争加剧。

投资建议：上调 2023-2024 年盈利预测，维持“买入”评级。

考虑公司在工业企业电气配套、光伏等领域的快速放量、数字化业务的推进情况、储能新增订单情况和数字化改造对于公司盈利能力的持续提升，我们上调 2023-2024 年盈利预测，预计 2023-2025 年归母净

利润分别为 5.01/8.20/10.96 亿元（2023-2024 年原预测值为 4.89/6.96 亿元），同比增速分别为 76.9%/63.6%/33.7%，当前股价对应 PE 分别为 31/19/14x，维持“买入”评级。

证券分析师： 王蔚祺（S0980520080003）

联系人： 王晓声

◆ 中国东方教育(00667.HK) 财报点评:2022 财年延续盈利态势，关注招生复苏及教学网络拓展节奏

2022 财年经调净利润 2.7 亿元，同比下降 39%。2022 财年，公司实现收入 38.19 亿元/-7.7%，系招收新生人数减少所致；净利润 3.67 亿元/+21.31%，系期内汇兑收益 1.43 亿元（21 年同期汇兑亏损 0.74 亿元）；经调净利润 2.66 亿元/-38.4%。2022H2，公司收入 19.40 亿元/-9.2%，净利润 1.31 亿元/+88.8%，经调净利润 0.91 亿元/-30.5%。

分课程看，烹饪技术/信息技术及互联网技术/汽车维修/其他业务分别收入 18.92/7.81/7.18/0.77 亿元，同比-9.2%/-6.5%/+13.2%/-6.5%，汽修收入同比增长系 2022 年新能源汽车行业高景气度所带动。

招生端：学习中心稳步扩展，三年制招生人数增长明显。学习中心数量，2022 财年，烹饪/信息技术/汽修/时尚美业的学习中心数目 143/59/39/3 个，同比+6/4/1/2 个，合计 244 个/+13 个。培训人数上，按课程类型，2022 财年，新东方/欧米奇/美味学院/新华电脑/华信智原/万通汽修/欧曼蒂平均培训人数 6.02/0.45/0.10/4.19/0.04/3.39/0.09 万人，同比 -6.2%/-28.0%/-29.4%/-2.6%/-48.3%/+20.3%/+72.4%，仅汽修&美发培训人数同比净增；按课程时长，短期/1-2 年期/2-3 年期/3 年以上课程平均培训人次 1.23/0.70/3.74/8.62 万人，同比 -20.1%/-8.9%/-26.3%/+21.9%，预计短期课程占比逐渐降低，后续将以 3 年期以上的学历教育课程为主。

收入规模减少致费用率上行，利润端有所承压。利润端，2022 财年，公司毛利率 49.5%/-1.5pct，系收入减少所致，其中烹饪/信息技术/汽修/其他业务毛利率为 50.9%/52.5%/48.7%/-13.6%，同比 -1.5%/-1.7%/+4.3%/-40.8pct；归母净利率 9.6%/+2.3pct；经调净利率 7.0%/-3.5pct。费用端，2022 财年，期间费率 42.8%/+1.2pct；其中销售/行政/研发/财务开支占比分别同比+0.9%/+0.3%/+0.2%/+0.2pct。

预计招生逐步复苏，关注中长期教学网络及新课程拓展。三年疫情扰动院校招生，随疫情管控放开，学员报名意愿回升。中长期看，公司持续巩固院校网络建设，计划在北京、上海、广州、成都及西安建设五个自有区域中心，同时已完成贵阳、河南土地收购，拟用于教育基地建设，预计将有效降低租金成本，改善教学环境并提升长期课程学生稳定性。

风险提示：招生与新校拓展不及预期，教师流失风险，行业竞争加剧。

投资建议：公司系职教龙头标的，在院校招生、运营、就业等方面经验丰富，且相关技能在区域及专业扩展过程中可复制性强。过去三年受疫情影响，业绩端略有承压，但随餐饮等行业用工需求恢复，招生复苏弹性可期。预计 23-25 年经调净利润 5.02/7.18/10.12 亿元（原 23 年预测为 7.65 亿元，新增 24/25 年业绩预期），同比+88.5%/+43.2%/+40.9%，EPS 为 0.23/0.33/0.46，对应 PE 估值 19/13/9x，维持“买入”评级。

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

联系人： 白晓琦

◆ 恒安国际(01044.HK) 财报点评:2022 年净利润下滑 41%，纸巾业务逆势增长

2022 年收入增长凸显韧性，原材料上行与汇兑亏损致盈利承压。2022 年公司实现收入 226 亿元，同比增长 8.8%，主要因纸巾业务逆势增长 24%，行业出清环境下提升市场份额，卫生巾与纸尿裤业务实现微幅增长，其他业务因原材料贸易收入减少下降 17%。毛利率因木浆材料上行压力显著下滑 3.4 个百分点，其中纸巾业务毛利率下降近 6 个百分点。销售与管理费用率基本持平。年内因人民币贬值产生营运汇兑损失约 9 亿元，使得营业利润率、净利率分别下降 9、7 个百分点。公司实现归母净利润 19.3 亿元，同比下降 41%，如剔除汇率影响同比下降 10.6%。

下半年公司收入约 114 亿元，同比增长 5.5%。归母净利润约 6.5 亿元，同比下降 54.1%。分品类看，纸

巾业务延续上半年势头增长 24%，个护品类个位数下滑，其他业务下降 29%，降幅扩大。毛利率在下半年因石化材料成本有所回落降幅收窄，同比下降 2.6%。

产品组合持续优化，电商与新零售加速拓展。1) 产品持续升级：纸巾业务云感柔肤系列增速近 80%，湿纸巾增长 14.5%；卫生巾业务中高端系列产品市场反响良好，占比约在 10%-15% 区间；纸尿裤业务中 Q·MO 高端婴裤产品增长 17%，占比超 30%，成人纸尿裤增长 13%，占比近 24%，高毛利产品部分抵消成本上行压力。2) 渠道强化线上及新零售布局：公司线上渠道增长超 26.8% 至 61 亿元，占比由 23.1% 提升至 26.9%，同时积极捕捉 O2O、社区团购等新零售渠道。

2023 年展望：聚焦主业、提升品牌、坚持长期主义。1) 收入预期：预计卫生巾业务保持正增长，纸尿裤恢复正增长（婴裤持平或略有增长，成裤预计表现较好），纸巾业务延续 2022 年增长势头。2) 盈利端：浆价下行预计于 2023 年下半年有所体现，费用率至少保持稳定水平。

风险提示：疫情反复；原材料价格波动；渠道开拓不及预期；系统性风险。

投资建议：看好龙头长期增长韧性，关注浆价回落盈利弹性释放。未来看好纸巾业务凭借强大的品牌力与竞争优势把握市场机遇持续提升份额，卫生巾围绕品牌焕新、产品升级注入销售活力持续领跑市场，纸尿裤预期恢复正增长。渠道端，公司巩固线下核心优势，并看好线上渠道破局机遇。成本端，木浆价格下行对毛利率影响有望在 2023 年下半年得到释放。小幅下调盈利预测，预期 2023-2025 年净利润为 32.5/37.6/40.3 亿元（原 2023-2024 年预计 33.9/39.1 亿元），同比增长 69%/16%/7%。维持合理估值区间 41.1-44.4 港元，对应 2024 年 PE 13x-14x，维持“增持”评级。

证券分析师： 丁诗洁 (S0980520040004)

联系人： 刘璨

◆ 力合科创(002243.SZ) 财报点评：全年收入与净利润下滑，数字经济成果转化显现

全年收入与净利润下滑。2022 年营业收入 26.18 亿元，同比-12.99%。归母净利润 4.17 亿元，同比-33.94%；扣非归母净利润 1.49 亿元，同比-66.12%。其中四季度受疫情影响较大，四季度收入 9.17 亿元，同比-32.12%；归母净利润及扣非归母净利润分别为 2.31/0.69 亿元，分别同比-11.4%/-70.4%。

毛利率下滑，因发展自有产业费用投入加大。2022 年毛利率为 29.3%，同比-7.7pp。毛利率下滑的主要因素包括：1) 新材料业务板块原材料、人工及物流成本上升；2) 公司业务结构调整，高毛利的推广服务业务收入缩减。公司规模增长以及加大对自主科技产业的培育，公司各项费用较去年同期增长，其中销售费用率同比+0.8pp 至 4.1%；管理费用率同比+2.0pp 至 11.7%；研发费用率同比+1.5pp 至 5.5%；财务费用率同比+1.2pp 至 3.9%。财务费用大幅增加主要系报告期银行贷款及中期票据较去年同期增加以及下属园区项目竣工验收，利息支出费用化所致，长期财务费用率将控制在更低水平。由于成本和费用端的上涨，盈利端承压。净利率 19.9%，同比-6.2pp。

经营性现金流净流出同比减少，资产负债率较为稳定。截至报告期末，经营性净现金流净额为-3.25 亿元，相比去年同期-10.69 亿元，净流出数额减少。资产负债率 43.88%，与去年同期相比+1.4pp，维持在稳定水平。

分业务：数字经济业务成果显现，科技创新服务受战略调整影响下滑。新材料产业/创新基地平台服务/科技创新运营服务/数字经济业务分别实现收入 16.53/7.16/1.35/0.72 亿元，分别同比+5%/-30%/-59%/+60%。1) 公司主营的与化妆品包装相关的新材料业务稳健增长；2) 以涵盖“孵化器—加速器—产业园”的全品类空间载体为依托的创新基地平台服务业务收入同比下滑，与疫情下对自有物业入园企业的孵化服务费和物业租金实行“三免三减半”有关；3) 科技创新服务板块的体系推广业务较去年同期下滑幅度较大，主要系公司对该业务进行了战略调整，将体系推广收益逐步调整为创新服务+产业培育的合作模式，谋求各区域公司长期的产业发展收益；4) 数字经济业务收入主要由公司自主培育的科技公司“数云科际”贡献。主要为新型智慧城市提供先进的政府级/企业级/项目级建筑数字化解决方案，应用领域广阔。

风险提示：科创业务进展不及预期；原材料价格波动；投资收益不及预期。

投资建议：看好公司传统业务稳健性及科创业务投后效果逐渐显现。我们下调对公司的盈利预测，预计

2023-2025 年净利润分别为 5.80/6.86/8.25 亿元，同比增长 39.3%/18.3%/20.2%。维持“买入”评级，下调合理估值区间至 9.60~10.56 元，合理估值对应 2023 年 20~22x PE。

证券分析师： 丁诗洁 (S0980520040004)

联系人： 刘佳琪

◆ 百亚股份(003006.SZ) 财报点评: 全年利润下滑 17%，核心品牌和电商增长亮眼

受上半年疫情影响全年净利润同比下降 17%。2022 年公司收入 16.1 亿元，同比增长 10%，归母净利润 1.88 亿元，同比下降 17%，主要受上半年疫情扰动线拖累。毛利率提升 0.4 个百分点至 45.1%，产品结构优化抵消成本上行负面影响；业务拓张期加大营销力度致销售费用率提升 5.4 个百分点至 24.5%，其他费率维稳。净利率 11.6%，同比下降 3.7 个百分点。

卫生巾品类受自由点品牌驱动引领增长，产品结构优化保持毛利率稳定。1. 卫生巾收入 13.6 亿元，增长 14.7%，其中自由点品牌收入 11.4 亿元，增长 15.3%，大健康产品、安睡裤占比分别约 10%、15%，合计增速超 50%。纸尿裤因婴裤承压下降 17%，ODM 持平。2. 卫生巾毛利率 50.5%，其中安睡裤、大健康产品毛利率分别约 50%、60%+，纸尿裤毛利率小幅提升，ODM 毛利率下滑 7 个百分点。电商增速亮眼，开拓核心区域外省份。1. 川渝、云贵陕收入分别为 5.8、3.4 亿元，分别同比下滑 5.8%、0.2%，市占率分别约 38%、25%。外围市场收入约 2.0 亿元，增长 13.6%，稳步扩张。电商因结构调整、联动营销实现高速增长，收入约 3.7 亿元，增长 77%。2. 川渝、云贵陕毛利率分别为 49%、51%，小幅下降 1~2 个百分点。外围市场、电商分别提升 6、9 个百分点，其中外围市场加大大健康产品投入，电商则通过平台结构调整+降低专供品占比并加强新品迭代+规模效应初步释放取得较好的毛利率表现。

2023 年展望：品牌持续迭代升级，渠道市场向全国稳步扩张。1. 打法规划：品牌产品：坚持品牌引领消费驱动，加强消费者研究，构建产研壁垒。新品投入加大预计抵消成本下行带来的毛利率利好；渠道方面，外围市场全年重点布局河北、湖南，下半年启动华南市场开拓。电商加强品宣作用并发力分销平台，今年利润有望改善。川渝地区预期稳健增长、云贵陕较快增长。2. 下调线下人员股权激励考核目标、加强激励性：2023-2024 年收入目标为 19.4/23.1 亿元，同比增长 20.3%/19.4%，净利润 2.2/2.5 亿元，同比增长 15.0%/14.4%。

风险提示：原材料价格波动；渠道开拓不及预期；渠道市场盈利不及预期。

投资建议：看好区域个护龙头品牌力加持下市场渠道扩张空间。长期我们看好公司经渠道结构、产品结构、组织结构调整后，公司凭借电商及 O2O 等线下新零售渠道的快速增长，延续拓张市场份额的逻辑。基于当前公司处于业务拓张期，小幅下调盈利预测，预计 2023-2025 年净利润为 2.4/3.1/3.9 亿元（原 2023-2024 年预计 2.5/3.2 亿元），同比增长 25.3%/32.2%/24.5%，维持公司合理估值为 18.3~20.0 元，对应 2024 年 25~27xPE，维持“买入”评级。

证券分析师： 丁诗洁 (S0980520040004)

联系人： 刘璨

金融工程

◆ 金融工程专题报告: 基金百宝箱系列-南方基金金岚枫：一位周期基金经理的恪守与思变

南方基金金岚枫：专注周期，具有逆向思维

金岚枫先生于 2018 年 2 月加入南方基金，自 2021 年 5 月 21 日起担任南方金融主题的基金经理。该基金 2022 年四个季度的平均规模为 24.41 亿元。

金岚枫先生专注周期，具有逆向思维。在板块配置方面，金岚枫先生坚守经济周期规律，会依据周期做一定的板块配置调整。在个股选择方面，金岚枫先生坚持独立思考，恪守估值中枢，敢于在股价低谷时加仓、在股价顶峰时减仓，具有一定的逆向思维。

相对同类超额显著，深受机构投资者认可。2021年5月21日至2023年2月28日，该基金年化收益为0.97%，相对同类金融主题基金的年化超额收益8.36%。该基金持续受到机构投资者认可，机构投资者占比不断提升，截至2022年二季度，机构投资者占比已达87.41%。

差异化持仓，对小盘股的配置提升。2021Q2至2022Q4该基金的重仓股热门度每期都低于同类基金，说明其持仓更具差异性。2021H1以来对中证1000的配置权重逐渐提升，从2021H1的8.65%增长至2022H1的21.37%。

以大金融为主，近期加仓金融科技。该基金在板块配置上以大金融板块为主，2021Q2至2022Q4的平均配置比例为79.30%。近期该基金对金融科技行业的配置比例提升，从2022Q3的17.12%增长至2022Q4的35.75%。

偏好左侧布局，历史偏向价值风格。与同类金融主题基金相比，该基金在动量上的风格暴露较低，说明该基金偏好左侧布局；在BP上的风格暴露偏高，说明该基金持仓股票估值偏低。2021Q2至2022Q4，该基金在价值风格上的平均配置比例为69.02%。

交易能力优异，行业配置能力强。从Brinson归因模型来看，该基金经理的季度平均交易收益较高，为0.64%，交易能力优异。该基金平均配置收益为1.82%，说明相比同类金融主题基金，其行业配置能力强。

风险提示：市场环境变动风险，本报告基于客观数据，不构成投资建议。

证券分析师：张欣慰（S0980520060001）、杨丽华（S0980521030002）

◆ 金融工程周报：热点追踪周报—由创新高个股看市场投资热点（第89期）

乘势而起：市场新高趋势追踪：截至2023年3月24日，上证指数、深证成指、沪深300、中证500、中证1000、创业板指、科创50指数250日新高距离分别为4.21%、10.69%、10.43%、3.27%、6.58%、16.82%、9.56%。中信一级行业指数中传媒、计算机、通信、建筑、商贸零售行业指数距离250日新高较近，基础化工、电力设备及新能源、房地产、煤炭、钢铁行业指数距离250日新高较远。概念指数中，区块链、华为平台、5G、操作系统、人工智能、互联网、软件等概念指数距离250日新高较近。

见微知著：利用创新高个股进行市场监测：截至2023年3月24日，共623只股票在过去20个交易日间创出250日新高。其中创新高个股数量最多的是计算机、传媒、医药行业，创新高个股数量占比最高的是传媒、计算机、通信行业。按照板块分布来看，本周科技、制造板块创新高股票数量最多；按照指数分布来看，中证1000、中证500、沪深300、创业板指、科创50指数中创新高个股数量占指数成份股个数比例分别为：15.70%、17.40%、19.00%、8.00%、16.00%。

平稳创新高股票跟踪：我们根据分析师关注度、股价相对强弱、趋势延续性、股价路径平稳性、创新高持续性等角度，本周从全市场创新高股票中筛选出了包含同花顺、工业富联、中际旭创等43只平稳创新高的股票。按照板块来看，创新高股票数量最多的是科技、制造板块，分别有22、10只入选。其中，科技板块中创新高最多的是计算机、通信行业；制造板块中创新高最多的是建筑、机械行业。

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

◆ 金融工程周报：主动量化策略周报—TMT领涨，三大主动量化组合今年以来均排名主动股基前1/4

国信金工主动量化策略表现跟踪

本周，优秀基金业绩增强组合绝对收益2.38%，相对偏股混合型基金指数超额收益0.95%。本年，优秀基金业绩增强组合绝对收益6.17%，相对偏股混合型基金指数超额收益4.62%。今年以来，优秀基金业绩增强组合在主动股基中排名20.64%分位点（590/2858）。

本周，超预期精选组合绝对收益0.52%，相对偏股混合型基金指数超额收益-0.92%。本年，超预期精选组合绝对收益5.77%，相对偏股混合型基金指数超额收益4.23%。今年以来，超预期精选组合在主动股

基中排名 22.85%分位点（653/2858）。

本周，券商金股业绩增强组合绝对收益 0.88%，相对偏股混合型基金指数超额收益-0.55%。本年，券商金股业绩增强组合绝对收益 7.06%，相对偏股混合型基金指数超额收益 5.52%。今年以来，券商金股业绩增强组合在主动股基中排名 16.90%分位点（483/2858）。

本周，股票收益中位数 1.49%，65%的股票上涨，35%的股票下跌；主动股基中位数 1.42%，82%的基金上涨，18%的基金下跌。

本年，股票收益中位数 7.79%，75%的股票上涨，25%的股票下跌；主动股基中位数 1.63%，62%的基金上涨，38%的基金下跌。

优秀基金业绩增强组合

在构建量化组合时，从传统地对标宽基指数，转变为对标主动股基。在借鉴优秀基金持仓的基础上，采用量化方法进行增强，达到优中选优的目的。

优秀基金业绩增强组合在考虑仓位及交易费用的影响后，组合年化收益达到 24.15%，相较偏股混合型基金指数年化超额 13.30%，在 2012 年以来，组合分年度业绩排名基本都排在主动股基前 30%的水平。

超预期精选组合

以研报标题超预期与分析师全线上调净利润为条件筛选超预期事件股票池，接着对超预期股票池进行基本面和技术面两个维度的精选，挑选出同时具备基本面支撑和技术面共振的超预期股票，构建超预期精选股票组合。

超预期精选组合自 2010 年以来满仓年化收益达到 36.49%，相对中证 500 指数年化超额达到 34.33%。在考虑仓位及交易费用的影响后，组合年化收益达到 31.56%，相较偏股混合型基金指数年化超额 24.22%。

券商金股业绩增强组合

以券商金股股票池为选股空间和约束基准，采用组合优化的方式控制组合与券商金股股票池在个股、风格上的偏离，构建券商金股业绩增强组合。

券商金股业绩增强组合自 2018 年以来，考虑仓位及交易费用的影响后，组合年化收益为 23.42%，相对偏股混合型基金指数年化超额 15.12%，在 2018 年-2022 年期间，组合每年的业绩排名都排在主动股基前 30%的水平。

风险提示：市场环境变动风险，模型失效风险。

证券分析师：张欣慰（S0980520060001）、张宇（S0980520080004）

◆ 金融工程周报：港股投资周报-恒生科技反弹，港股精选组合本周上涨 2.50%

港股精选组合绩效回顾

本周，港股精选组合绝对收益 2.50%，相对恒生指数超额收益 0.46%。

本年，港股精选组合绝对收益 0.07%，相对恒生指数超额收益-0.60%。

港股市场创新高热点板块跟踪

我们根据分析师关注度、股价相对强弱、股价路径平稳性、创新高连续性等角度在过去 20 个交易日创出过 250 日新高的股票池中筛选出平稳创新高股票。

近期，百胜中国等股票平稳创出新高。

按照板块来看，创新高股票数量最多的是科技板块，其次为周期、消费、制造和大金融板块，具体个股信息可参照正文。

港股市场一周回顾

宽基指数方面，本周恒生科技指数收益最高，累计收益 6.16%；恒生小型股指数收益最低，累计收益-0.75%。

行业指数方面，本周资讯科技业行业收益最高，累计收益 7.53%；电讯业行业收益最低，累计收益-4.11%。

概念板块方面，本周殡葬概念板块收益最高，累计收益 13.27%；融资租赁概念板块收益最低，累计收益 -10.66%。

南向资金监控

南向资金整体方面，本周港股通累计净流入 168 亿港元，近一个月以来港股通累计净流入 570 亿港元，今年以来港股通累计净流入 627 亿港元，总体来看近期南向资金呈现出整体流入的走势。

本周港股通资金中，美团-W、腾讯控股和哔哩哔哩-W 流入金额最多，建设银行、东方甄选和中国移动流出金额最多。

投资港股公募基金表现监控

本周，港股通股票收益中位数-0.42%，投资港股的主动基金收益中位数 0.82%。

本年，港股通股票收益中位数-0.63%，投资港股的主动基金收益中位数-2.49%。

风险提示：市场环境变动风险，模型失效风险。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）、张宇（S0980520080004）

◆ 金融工程周报：多因子选股周报-估值因子表现出色，今年中证 500 增强组合超额 0.6%

国信金工指数增强组合表现跟踪

沪深 300 指数增强组合本周超额收益-0.56%，本年超额收益-1.45%。

中证 500 指数增强组合本周超额收益-0.54%，本年超额收益 0.60%。

中证 1000 指数增强组合本周超额收益-0.12%，本年超额收益 0.59%。

因子表现监控

以沪深 300 指数为选股空间。最近一周：高管薪酬、预期 PEG、EPTTM 等因子表现较好，而标准化预期外盈利、一个月波动、DELTAROA 等因子表现较差。最近一月：BP、预期 BP 等因子表现较好，而单季营利用同比增速、一个月反转等因子表现较差。

以中证 500 指数为选股空间。最近一周：三个月盈利上下调、股息率、特异度等因子表现较好，而标准化预期外收入、三个月反转、一年动量等因子表现较差。最近一月：股息率、特异度等因子表现较好，而三个月反转、一个月反转等因子表现较差。

以中证 1000 指数为选股空间。最近一周：EPTTM、特异度、高管薪酬等因子表现较好，而单季 ROE、一年动量、标准化预期外盈利等因子表现较差。最近一月：特异度、单季 EP 等因子表现较好，而一年动量、三个月反转等因子表现较差。

以公募重仓指数为选股空间。最近一周：特异度、高管薪酬、预期 PEG 因子表现较好，而一年动量、标准化预期外盈利、单季净利同比增速等因子表现较差。最近一月：BP、预期 BP 因子表现较好，而单季 ROE、一个月反转等因子表现较差。

公募基金指数增强产品表现跟踪

目前，公募基金沪深 300 指数增强产品共有 57 只（A、C 类算作一只，下同），总规模合计 588 亿元。中证 500 指数增强产品共有 57 只，总规模合计 445 亿元。

沪深 300 指数增强产品最近一周：超额收益最高 1.61%，最低-0.97%，中位数 0.08%。最近一月：超额收益最高 2.36%，最低-2.84%，中位数-0.14%。

中证 500 指数增强产品最近一周：超额收益最高 0.88%，最低-1.59%，中位数-0.15%。最近一月：超额收益最高 2.56%，最低-3.53%，中位数-0.69%。

风险提示：市场环境变动风险，因子失效风险。

证券分析师： 杨怡玲（S0980521020001）、张欣慰（S0980520060001）

◆ 金融工程周报：基金周报-消费基础设施纳入 REITs 试点范围，路博迈基金首只公募产

品成立

上周市场回顾。上周 A 股市场主要宽基指数全线上涨，中小板指、科创 50、创业板指收益靠前，收益分别为 4.49%、4.45%、3.34%，上证综指、沪深 300、中证 1000 收益靠后，收益分别为 0.46%、1.72%、1.95%。从成交额来看，上周主要宽基指数均有所增加。行业方面，上周传媒、计算机、电子收益靠前，收益分别为 10.48%、6.88%、6.80%，钢铁、建筑、石油石化收益靠后，收益分别为-3.24%、-2.15%、-1.81%。截至上周五，央行逆回购净回笼资金 1130 亿元，逆回购到期 4630 亿元，净公开市场投放 3500 亿元。不同期限的国债利率均有所上行，利差缩窄 3.64BP。上周中证转债指数上涨 0.83%，累计成交 3214 亿元，较前一周减少 357 亿元。

上周共上报 29 只基金，较上上周申报数量有所减少。申报的产品包括 3 只 FOF，4 只 ETF，1 只 QDII，广发国证通信 ETF、嘉实中证港股通高股息投资 ETF、富国中证国有企业改革 ETF、华安中证国有企业红利 ETF 等。

3 月 22 日，路博迈基金官网显示，路博迈护航一年持有债券于 3 月 21 日成立，募集期间净认购金额 40.91 亿元。

3 月 20 日，证监会网站显示，兴证证券资产管理有限公司递交了《公募基金管理人资格审批》材料。

3 月 24 日，证监会发布《关于进一步推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）常态化发行相关工作的通知》。

开放式公募基金表现。上周主动权益、灵活配置型、平衡混合型基金收益分别为 1.38%、0.95%、0.43%。今年以来另类基金业绩表现最优，中位数收益为 3.39%，主动权益型、灵活配置型和平衡混合型基金的中位数收益分别为 1.34%、1.67%、0.84%。

上周指数增强基金超额收益中位数为-0.05%，量化对冲型基金收益中位数为 0.08%。今年以来，指数增强基金超额中位数为-0.75%，量化对冲型基金收益中位数为 0.50%。

截至上周末，开放式公募基金中共有普通 FOF 基金 185 只、目标日期基金 97 只、目标风险基金 122 只。今年以来，目标日期基金中位数业绩表现最优，累计收益率为 1.48%。

基金产品发行情况。上周新成立基金 33 只（含 2 只转型基金），合计发行规模为 253.62 亿元，较前一周有所增加。此外，上周有 30 只基金首次进入发行阶段，本周将有 22 只基金开始发行。

风险提示：市场环境变动风险，风格切换风险。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）

◆ 金融工程周报:ETF 周报-上周 AI、5G 主题 ETF 涨逾 11%，芯片主题 ETF 净赎回 23 亿元

ETF 业绩表现

上周（2023 年 03 月 20 日至 2023 年 03 月 24 日，下同）股票型 ETF 周度收益率中位数为 1.81%。宽基 ETF 中，科创板 ETF 涨跌幅中位数为 4.41%，收益最高。按板块划分，科技 ETF 涨跌幅中位数为 6.94%，收益最高。按主题进行分类，5GETF 涨跌幅中位数为 11.19%，收益最高。

ETF 规模变动及净申赎

上周股票型 ETF 净赎回 1.82 亿元，总体规模增加 255.01 亿元。在宽基 ETF 中，上周创业板类 ETF 净申购最多，为 44.32 亿元；按板块来看，消费 ETF 净申购最多，为 12.68 亿元；按热点主题来看，证券 ETF 净申购最多，为 8.67 亿元。

ETF 基准指数估值情况

在宽基 ETF 中，创业板类、科创板 ETF 的估值分位数相对较低；按板块来看，周期、消费 ETF 的估值分位数相对温和；按照细分主题来看，医药、银行、军工 ETF 的估值分位数相对较低。与前周相比，AI、科技、5G、科创板 ETF 的估值分位数明显提升。

ETF 融资融券情况

上周一至周四股票型 ETF 融资余额由前周的 326.16 亿元下降至 321.64 亿元，融券余量由前周的 51.93

亿份上升至 52.41 亿份。在日均融资买入额、融券卖出量最高的前 10 只 ETF 中，创业板类 ETF 和科创板 ETF 的日均融资买入额较高，科创板 ETF 和芯片 ETF 的日均融券卖出量较高。

ETF 管理人

截至上周五，华夏、易方达、华泰柏瑞三家基金公司的已上市、非货币 ETF 总规模排名前三。本周将有景顺长城恒生消费 ETF、银华中证 500 价值 ETF、西藏东财中证沪港深创新药产业 ETF 共 3 只 ETF 发行。

风险提示：市场环境变动风险，风格切换风险。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）、杨丽华（S0980521030002）、邹璐（S0980516080005）

【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	439.06	0.59	ICE 布伦特原油	75.91	-1.01
白银	5188.00	0.54	铜	69220.00	0.91
铝	18395.00	0.62	铅	15355.00	-0.09
豆一	5418.00	-0.53	锌	22505.00	0.85
豆粕	3493.00	-1.85	镍	177110.00	1.28
玉米	2758.00	-0.46	锡	194730.00	3.27
螺纹钢	4051.00	-1.57	SR305	6185.00	-0.59

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
688606.SH	奥泰生物	44.88	2564.50	1.56	2023-03-27
688195.SH	腾景科技	161.75	8184.00	3.29	2023-03-27
688228.SH	开普云	3756.08	6713.34	100.00	2023-03-27
300825.SZ	阿尔特	4505.30	31427.90	72.05	2023-03-27
688189.SH	南新制药	4000.00	14000.00	100.00	2023-03-27
300791.SZ	仙乐健康	10886.40	17703.39	97.20	2023-03-27
688597.SH	煜邦电力	660.44	12715.71	11.81	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	有研新材	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
603949.SH	雪龙集团	15734.81	20980.61	100.00	2023-03-10
688328.SH	深科达	101.30	4810.83	2.98	2023-03-09
688676.SH	金盘科技	212.85	19067.68	0.89	2023-03-09
688087.SH	英科再生	249.43	7145.99	3.89	2023-03-09
603535.SH	嘉诚国际	1046.05	16086.05	100.00	2023-03-07
601117.SH	中国化学	35294.11	610947.05	100.00	2023-03-07
002976.SZ	瑞玛工业	8473.50	12000.00	100.00	2023-03-06
300649.SZ	杭州园林	441.66	10768.80	15.15	2023-03-06
000625.SZ	长安汽车	2514.44	587469.84	4.99	2023-03-06
002082.SZ	万邦德	25801.05	61822.28	100.00	2023-03-06

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	32237.53	0.412020	-9.09	-0.85	21.55	16.44	31.94
德国 DAX 指数	14957.23	-1.664389	13.17	-1.66	7.29	4.78	31.52
法 CAC40 指数	7015.10	-1.738978	1.29	-2.39	7.84	7.00	40.00
恒生指数	19915.68	-0.668142	2.03	-0.47	1.64	-9.25	82.33
沪深 300 指数	4027.04	-0.298200	1.72	-0.83	5.19	-5.27	57.08
美国 SP500 指数	3970.99	0.563980	1.38	0.02	3.28	-12.14	38.44
纳斯达克综合指数	11823.96	0.310162	1.66	3.76	12.63	-16.68	49.42
日经 225 指数	27385.25	-0.125312	0.18	-0.24	4.38	-2.57	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	002475.SZ	立讯精密	31.3000	6.7167	78875.21	601138.SH	工业富联	17.6600	3.9435	109604.22
2	300750.SZ	宁德时代	393.5800	-1.2049	71948.71	300033.SZ	同花顺	176.2600	4.9729	93575.64
3	300059.SZ	东方财富	20.2400	3.5294	71707.17	002049.SZ	紫光国微	112.3000	1.9704	82764.66
4	000725.SZ	京东方 A	4.4900	0.6726	53569.89	688111.SH	金山办公	392.0000	8.6414	68594.48
5	603986.SH	兆易创新	117.9000	1.0629	45679.25	600036.SH	招商银行	34.4300	-2.1875	63845.57
6	601012.SH	隆基绿能	40.0500	1.3667	43346.17	002230.SZ	科大讯飞	60.0200	5.8367	62179.84

7	601138.SH	工业富联	17.6600	3.9435	39581.45	300750.SZ	宁德时代	393.5800	-1.2049	59604.76
8	600519.SH	贵州茅台	1778.6200	0.2118	38293.39	000858.SZ	五粮液	193.0200	-0.8017	41966.55
9	603501.SH	韦尔股份	93.8500	2.0109	38195.58	002463.SZ	沪电股份	21.6000	3.1519	38569.32
10	600588.SH	用友网络	25.9900	4.3775	37157.79	601318.SH	中国平安	46.2000	-1.4505	36939.81

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	1024.HK	快手-W	56.9000	0.00530035	26709.41	0700.HK	腾讯控股	376.8000	0.00319489	246603.28
2	3033.HK	南方恒生科技	无数据	无数据	46170.32	3690.HK	美团-W	140.2000	-0.00637845	100066.35
3	0981.HK	中芯国际	17.9400	-0.03961456	61850.71	0981.HK	中芯国际	17.9400	-0.03961456	82494.08
4	2828.HK	恒生中国企业	无数据	无数据	62545.65	0941.HK	中国移动	62.5500	-0.01650943	53971.11
5	0941.HK	中国移动	62.5500	-0.01650943	71634.22	3888.HK	金山软件	37.0000	0.07871720	34873.52
6	3888.HK	金山软件	37.0000	0.07871720	81956.18	1024.HK	快手-W	56.9000	0.00530035	31191.01
7	0992.HK	联想集团	8.7900	0.08251232	84420.71	0883.HK	中国海洋石油	11.3400	-0.01391304	27953.25
8	3690.HK	美团-W	140.2000	-0.00637845	127602.73	0992.HK	联想集团	8.7900	0.08251232	25443.66
9	2800.HK	盈富基金	无数据	无数据	156118.99	0728.HK	中国电信	4.0600	-0.02403846	15754.55
10	0700.HK	腾讯控股	376.8000	0.00319489	353584.02	0020.HK	商汤-W	2.9000	0.00694444	6907.91

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