

# 晨会纪要

| 数据日期: 2023-03-22 | 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)          | 3265.74 | 11496.93 | 3999.44 | 12212.70 | 2873.56 | 1034.04 |
| 涨跌幅度(%)          | 0.31    | 0.60     | 0.42    | 0.82     | 0.62    | 0.37    |
| 成交金额(亿元)         | 3825.09 | 5753.41  | 2651.80 | 2084.15  | 2584.13 | 758.36  |

## 晨会主题

### 【重点推荐】

#### 行业与公司

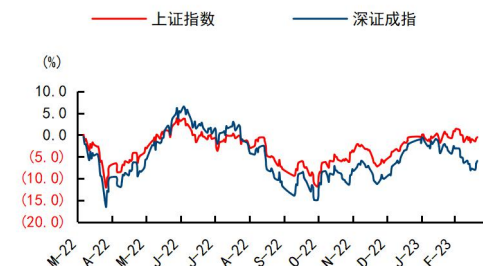
中国交建(601800.SH) 深度报告: 交通基建领军者, 国际工程与运营业务迎来复苏  
安踏体育(02020.HK) 海外公司财报点评: 2022 年收入增长 9%, 盈利韧性凸显运营能力

### 【常规内容】

#### 行业与公司

社服行业快评: 免税行业快评-政策暖风带来边际利好, 日月广场租金落地助力共赢  
商贸零售行业快评: 黄金珠宝行业点评-金价走强与产品力提升共振, 黄金珠宝消费需求持续向好  
纺服行业快评: 纺织服装海外跟踪系列二十七-耐克三季度收入增长 19%, 库存预期财年回归正常  
BOSS 直聘(BZ.O) 海外公司财报点评: 2023 年业务恢复强劲, 基本面不断向好  
拼多多(PDD.O) 海外公司财报点评: 公司加大国内费用投放, 跨境业务发展迅速  
钧达股份(002865.SZ) 财报点评: 盈利能力显著提升, N 型 TOPCon 加速投产  
健盛集团(603558.SH) 财报点评: 2022 年净利润增长 57%, 海外需求压力渐显  
伟星股份(002003.SZ) 财报点评: 2022 年收入增长 8%, 龙头竞争力增强  
密尔克卫(603713.SH) 财报点评: 外部因素冲击 Q4 业绩, 全年仍旧维持高增  
鑫铂股份(003038.SZ) 财报点评: 产能稳步扩张, 2022 年归母净利润同增 55%  
永兴材料(002756.SZ) 财报点评: 锂云母龙头, 资源优势突出  
天山铝业(002532.SZ) 财报点评: 国内做强下游加工, 国外再建铝产业链  
同程旅行(00780.HK) 财报点评: 疫情三年持续经营盈利, 聚焦下沉全面迎复苏  
芯能科技(603105.SH) 财报点评: 分布式光伏发电量价齐升, 2022 年归母净利润同比增长 74.1%

#### 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23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       | 19591.43 | 1.72  |

#### 基金指数 03月23日

|        | 收盘指数     | 涨跌幅% |
|--------|----------|------|
| 债券基金指数 | 3039.54  | 0.03 |
| 股票基金指数 | 10846.95 | 1.20 |
| 混合基金指数 | 10029.40 | 1.47 |

#### 汇率 03月23日

|        | 收盘指数/价 | 涨跌幅% |
|--------|--------|------|
| 欧元兑美元  | 1.07   | 0.42 |
| 美元兑人民币 | 6.87   | 0.01 |
| 美元兑港币  | 7.84   | 0.04 |
| 美元兑日元  | 132.49 | 0.89 |

#### 非流通股解禁 03月23日

| 名称   | 解禁数量(万股)  | 流通股增加% | 解禁日期       |
|------|-----------|--------|------------|
| 三峡能源 | 500200.00 | 25.01  | 2023-03-23 |
| 九联科技 | 500.00    | 2.83   | 2023-03-23 |
| 爱丽家居 | 17200.00  | 95.93  | 2023-03-23 |
| 荣科科技 | 1938.46   | 61.88  | 2023-03-23 |
| 爱科科技 | 73.94     | 2.23   | 2023-03-20 |
| 中远海能 | 60171.91  | 100.00 | 2023-03-20 |
| 佳华科技 | 5350.51   | 100.00 | 2023-03-20 |
| 建科机械 | 5538.45   | 100.00 | 2023-03-20 |

## 金融工程

金融工程周报:私募基金周报-上周纯债策略私募收益中位数 0.22%，百亿私募调研聚焦医药、计算机板块

## 【重点推荐】

### 行业与公司

#### ◆ 中国交建(601800.SH) 深度报告:交通基建领军者,国际工程与运营业务迎来复苏

中国交建:交通基建龙头,海外业务领先,积极拓展投资类业务。中国交建是世界最大的港口、公路和桥梁设计建设公司、世界规模最大的疏浚公司。公司2022年新签合同额15423亿元,同比增长21.6%,其中海外工程新签合同额占比13.5%。2021年公司营业收入6856亿元,同比增长9.3%,海外营收948亿元,占比13.8%,归母净利180亿元,同比增长11.0%。公司积极拓展投资类业务,截至2022上半年,公司累计签订投资项目合同额1.7万亿元,实现特许经营收入78亿元。

行业:基建投资景气持续,大交通建设空间仍在。1)开复工更前置,基建投资高景气:2023年1-2月狭义/广义基建投资同比增长9.0%/12.2%,开工项目总投资额18.5万亿元,同比增长14.2%。随着年后开复工提速,实物工作量有望在年内加速落地;2)交通领域投资持续高增,建设空间仍在:到2035年,国家综合立体交通网实体线网总规模合计约70万公里,其中公路/高等级航道分别约46.0/2.5万公里;3)行业集中度提升,海外工程复苏可期:2022年建筑企业新签合同额36.6万亿元(+6.4%),八大建筑央企新签合同额15.0万亿元(+14.6%),适逢“一带一路”十周年与第三届“一带一路”峰会,海外业务增长可期。

基建建设:核心主业优势突出,城市建设前景广阔。2022年道路投资5.0万亿元,公共设施投资7.5万亿元,两项合计占狭义基建投资的近75%。港航疏浚市场规模年均约2000亿元,港航工程属于装备密集型产业,竞争壁垒相对较高。公司在传统基建领域品牌力持续巩固,在道路桥梁/港航疏浚领域市占率约为7%/35%。同时,公司积极发力“大城市”业务,2022年公司城市建设新签合同额同比增长27.6%,城市建设在新签合同额中的占比由2016年的8%上升至2022年的44%。

国际工程:“一带一路”更进一步,国际工程迎来复苏机遇。受到中美贸易摩擦、美国商务部制裁、新冠疫情等因素的影响,公司承接业务和工程履约都面临较大困难,2022年海外新签占比下降至13.7%。公司在超过130个国家和地区开展业务,连续15年位列ENR全球最大国际承包商中资企业首位,是中国建筑企业“走出去”的排头兵。随着全球疫情管控优化,新一届“一带一路”峰会召开,中国交建有望率先受益于海外重大订单的集中签约落地,海外业务有望实现回暖。公司深耕属地化经营,积极开展海外并购,截止2020年底,常驻境外员工约9.59万人,其中外籍员工占比约70%,先后收购了澳大利亚工程公司John Holland和巴西工程公司Concremat,并成功借助海外子公司渗透当地市场。

投资运营:穿越寒冬,柳暗花明。公司坚持由单一工程承包商向基础设施全过程服务商转型的战略,持续加大基础设施运营类投资力度。截止2022上半年,公司累计签订投资类合同中,政府付费项目6772亿元,城市综合开发项目5056亿元,BOT项目5130亿元。此前由于疫情管控导致旗下特许经营的高速公路车流量大幅缩减,2019-2021年公司特许经营业务分别亏损26.1/43.6/17.4亿元。随着疫情管控优化,公司高速公路车流有望重新回归稳步增长通道,运营收入不断提升,特许经营业务有望扭亏为盈。

资本结构优化成效显著,“五商”中交再启航。由于发力投资类业务,公司业务经营周期明显拉长,公司相应提高了长期债务融资占比,截止2022年三季度末,公司长期债务余额3948亿元,较2017年末增长超过2000亿元,总体资金流动性仍有保障。同时公司积极采取多种方式补充权益资本,资产负债率持续压降,积极推进基础设施REITs发行,打通资金回笼渠道。旗下设计板块拟重组分拆上市,可以期待公司旗下资产进一步完成专业化整合,实现集约式发展。

投资建议:公司作为交通基建龙头,在重大工程建设领域具有强大的竞争力,同时公司积极布局投建营全产业链,投资运营类业务疫后复苏动力强劲。预计公司22-24年归属母公司净利润190/218/249亿元,每股收益1.17/1.35/1.54元,对应当前股价PE为9.9/8.6/7.5X。公司股票合理估值区间在14.04-16.08元之间,相对于当前价格有22%-40%的空间,首次覆盖,给予“买入”评级。

风险提示:宏观经济下行风险,国际经营风险,国企改革推进节奏不及预期的风险,设计资产重组上市进展不及预期的风险。

证券分析师： 任鹤（S0980520040006）  
联系人： 朱家琪

### ◆ 安踏体育(02020.HK) 海外公司财报点评:2022 年收入增长 9%，盈利韧性凸显运营能力

全年业绩好于预期，严峻经营环境保持库存可控。2022 年公司收入增长 8.8%至 536.5 亿元，净利润下滑 1.7%至 75.9 亿元，好于预期。收入增长一方面由安踏主品牌转型 DTC 贡献，另一方面由电商发力贡献，电商收入增长 31%，占比达到 34%。毛利率下降 1.4 个百分点至 60.2%，零售折扣加深、库存拨备部分被主品牌转型自营所抵消。良好的控费措施下，即使遇到零售承压带来的负向经营杠杆，费用率仅增加 1.8 个百分点，净利率下降 1.5 个百分点至 14.1%。主品牌转型自营叠加疫情影响，存货周转小幅增加 11 天至 138 天，仍处于健康水平，应收周转天数下降 5 天至 21 天。现金流充裕，净现金较 2021 年末增加 36 亿元至 150 亿元，自由现金流入 104 亿，同比小幅增加。

安踏品牌升级进展良好，FILA 专业品类贡献提升，新品牌快速放量。2022 年安踏/FILA/其他品牌收入 277/215/44 亿元，同比+15.5%/-1.4%/+26.1%，经营利润率分别为 21.4%/20.0%/20.6%，同比 0/-4.5/+2.2 个百分点。1) 安踏品牌通过奥运营销提升专业影响力，并转型 DTC、进驻核心商圈，实现核心科技占比提升，高端消费群扩大，以及良好店效。2) FILA 品牌继续推进“三个顶级”战略，鞋类和专业运动流水占比提升，专业品类增长 30%以上。3) 迪桑特和可隆受益于露营、滑雪等小众户外运动兴起，维持强劲增长势头，利润率快速提升。4) 亚玛芬表现优异，全球收入增长 22%，合营公司盈利 2800 万元（2021 年分占亏损 8100 万元），“5 个 10 亿欧元”目标进展良好。

近期恢复向好，2023 年安踏和 FILA 指引增长双位数、利润率提升。1-2 月安踏/FILA 流水增长超管理层预期；公司预计安踏/FILA 2023Q1 流水实现正增长；2023 全年预计安踏/FILA 流水增长双位数，利润率提升。

风险提示：疫情多轮反复；品牌形象受损；直营转型不及预期；系统性风险。

投资建议：业绩好于预期，看好疫后盈利能力确定性和多品牌矩阵的成长潜力，维持“买入”评级。2022 年在严峻的经营环境下，集团实现稳健的经营业绩和良好的转型成效，盈利能力改善，现金流充沛。近期终端流水改善，库存健康度较高，盈利有望持续优化，中长期有望在正确品牌战略和品牌矩阵下持续扩张市场份额，实现高质量成长。由于业绩好于预期，小幅上调盈利预测，预计 2023~2025 年净利润分别为 93.3/112.9/135.4 亿元（原 2023-2024 年 92.3/112.6 亿元），同比+23%/+21%/+20%，上调合理估值区间至 133-138 港元（原 129-133 港元），对应 2024 PE 28~29x，维持“买入”评级。

证券分析师： 丁诗洁（S0980520040004）  
联系人： 关竣尹

## 【常规内容】

### 行业与公司

#### ◆ 社服行业快评:免税行业快评-政策暖风带来边际利好，日月广场租金落地助力共赢

1、海南离岛免税政策优化：国务院同意自 2023 年 4 月 1 日起对符合规定的离岛免税品可提交担保后提前放行。同时，海关总署、财政部、税务总局公告 2023 年第 25 号（关于增加海南离岛免税购物“担保即提”和“即购即提”提货方式的公告）。2、海南机场旗下日月广场 3 月与中免日月广场免税店重签租金协议。

国信社服观点：

海南离岛免税政策优化落地，有望边际提高购物便利，助力海南免税商成长

1) 海南离岛免税“担保即提”和“即购即提”落地，此外海口南港离岛免税商品提货点 3 月下旬将开业，提货方式、提货地点更多元，显示政策仍持续边际优化中，整体符合预期。2) “担保即提”和“即

购即提”落地后，有望增加购物便利，提升转化率，部分降低物流成本，海南离岛免税运营商未来均有望边际受益。3) 本次政策预计在一定程度上也是为未来海南 2025 年封关提前做压力测试准备，以期更好过度。

海南机场与中国中免日月广场店租金协议确定，租金扣点率整体符合预期

1) 日月广场免税店此前租金有历史因素，本次租金协议落地后，海南机场与免税商利益关系厘清有助于未来良性合作共赢。2) 对于海南机场而言，与中免新协议或有望增厚公司 2022 年 4000 万左右租金收入（此前仅固定租金 1793 万元/年），若假设中免日月广场店在新海港分流逐步可控下，2025 年恢复至 2021 年水平，对应租金收入有望达到 1.8 亿+，提振公司业绩增长。3) 对于中免而言，日月广场租金增加但幅度可控，此前也有一定预期，且租期到 2025 年，有助于公司在新海港爬坡期持续巩固海口免税市场地位。

投资建议：政策暖风利好以中国中免为首的免税运营商，租金落地助力海南机场中线成长

1) 中国中免：综合海南离岛免税政策边际优化，兼顾最新租金协议调整以及年初海南离岛免税因缺口和折扣收紧等影响下表现平稳，我们略调整公司 22-24 年 EPS 至 2.43/5.82/8.00 元（此前为 2.43/6.13/8.30 元，主要 23-24 年有所下调），对应 PE77/32/24x。伴随海南离岛免税即购即提政策落地，公司未来海南业务仍有望边际受益。通过持续夯实海南布局（新海港、海棠湾一期 2 号地及三期等），未来顶奢布局也不排除进一步落地，中免海南可强化其在亚太旅游零售中的竞争地位。同时国人离境市内免税店政策仍有期待，Q2 出境游恢复加速有望催化，公司有望全国范围内受益市内免税新政，维持“买入”评级。

2) 海南机场：综合海南机场与海发控、中免日月广场店的最新租金协议，兼顾出行修复下今年初公司机场客流表现，调整 22-24 年 EPS 至 0.15/0.10/0.15 元（维持 2022 年不变，上调 23-24 年），对应 PE 27/41/28x。日月广场与运营商租金协议合作厘清后有望稳定双方合作，助力中线租金收入提振；三亚凤凰机场免税扩容进行时，二期法式花园店近 5000 米面积扩容开业在即，品类 SKU 有望丰富；海口美兰机场 T2 免税店逐步爬坡，机场免税扩容下公司租金收入和分红收入均有提升空间。并且，公司系海南自贸港建设最核心受益主体，机场等稀缺卡位享一定确定性溢价，未来还不排除进一步整合机场核心资产，维持“增持”评级。

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

联系人： 杨玉莹

## ◆ 商贸零售行业快评：黄金珠宝行业点评-金价走强与产品力提升共振，黄金珠宝消费需求持续向好

近期金价上行趋势良好，3 月 20 日 COMEX 黄金收盘价 1982.8 美元/盎司，美元实际利率是影响金价的关键性指标，而随着硅谷银行事件发酵，市场避险情绪增加及对美联储加息预期有所弱化，带动金价强势运行。对黄金珠宝零售企业的销售也将带来一定积极影响。

国信零售观点：年初至今黄金珠宝销售数据一直保持着优异的复苏趋势。其中黄金品类表现更优，除婚嫁等刚性需求外，保值避险和个性配饰的双重需求共振也是重要原因：1) 金价的波动与黄金珠宝零售上市公司的业绩有着直接联系，整体上在金价上行趋势中，会进一步强化消费者对于黄金保值增值的印象，拉高对黄金品类的消费偏好。这一过程中珠宝零售企业的毛利率和销售收入均有望得到提升。2) 同时，目前黄金产品的消费属性逐步强化，更中长期的成长源于产品本身工艺的进步和设计感的提升，近年来出现的 3D、5G 黄金技术便到了较大的推动销售作用。未来随着品牌方自身不断加大研发投入，兼具时尚感及保值属性的黄金产品有望持续增长。

总体上，我们认为当前金价上行趋势客观上有助于提升黄金珠宝企业的销售表现，且进入 Q2，行业在去年同期低基数下（2022 年 3-5 月黄金珠宝社零分别同比-17.9%/-26.7%/-15.5%）有望迎来进一步的数据改善。我们综合销售品类结构、产品力及渠道能力，推荐关注黄金品类占比较高、产品设计力及品牌力行业领先的周大福；套保机制灵活且黄金品类品牌悠久的历史的老凤祥；以及开展投资金条类业务且黄金品牌力强的中国黄金。此外，周大生、潮宏基均在近几年加大黄金品类布局，积极开展 IP 系列、个性化产品系列研发生产，且通过加速开店扩张有望实现更为积极的业绩成长。

证券分析师： 张峻豪（S0980517070001）、柳旭（S0980522120001）

#### ◆ 纺服行业快评：纺织服装海外跟踪系列二十七-耐克三季度收入增长 19%，库存预期财年末回归正常

公司公告：2023 年 2 月 21 日，耐克披露截至 2023 年 2 月 28 日的 2023 财年第三季度业绩，第三季度公司收入 123.9 亿美元，同比增长 14%；归母净利润 12.4 亿美元，同比下降 11%。

国信纺服观点：1) 2023 财年第三季度业绩：单季度收入货币中性增长 19%，库存金额较二季度回落 5%；2) 分地区：大中华区疫情挑战下仍实现正增长、库存保持健康水位，其他地区均实现双位数增长；3) 业绩指引：上调 2023 财年收入报告口径至高单位数增长，毛利率预期下降 2.5 个百分点；4) 投资建议：库存预期于年末回归至健康水平，看好板块行情进入上行通道。本次业绩耐克收入增长强劲，全年收入指引小幅上调，进一步加强市场信心。库存如期回落，其中大中华区维持健康水平，并预计于年末各市场回归至健康水平，公司下调毛利率指引反映四季度加大库存清理力度。看好未来品牌库存周转率先行回升和供应商订单回暖的利好将持续催化兑现，重点推荐核心供应商华利集团、申洲国际。大中华区方面，耐克销售于 1 月转正、2 月增势进一步加速，线下消费复苏趋势明显，且健康的库存水位助力企业加速新品上市服务消费者。看好核心零售商超受益于品牌势能及库存轻装上阵加速零售增长，迎来低估值反弹机遇。同时，消费复苏、折扣环境改善大趋势下看好运动高景气赛道的消费复苏机遇，推荐李宁、安踏体育、特步国际。

证券分析师： 丁诗洁（S0980520040004）

联系人： 刘璨

#### ◆ BOSS 直聘(BZ.O) 海外公司财报点评:2023 年业务恢复强劲，基本面不断向好

收入符合公司指引，四季度有世界杯一次性营销投放。22Q4，公司营业收入 10.8 亿元，同比-1%，环比-8%，符合公司 22Q3 业绩会的指引。2022Q4，现金账单为 11.1 亿元，同比-6%。本季度毛利率为 81%，同比-5pct。预计随着收入增长，2023 年公司毛利率逐步恢复。22Q4，公司销售费率 63%，同比+29pct，增长主要系世界杯的品牌营销投放。研发费率、管理费率同比+9pct、+12pct，管理费率上升主要系港股双重上市的开支。在世界杯一次性营销费用影响下，22Q4 公司经调整净利润 0.6 亿元，经调整利润率 5%，同比-26pct，环比-26pct。

今年一月以来公司 MAU、B 端活跃企业数达历史新高。2022Q4，招聘淡季叠加疫情影响，平台 MAU 3090 万，同比+27%，环比-5%。由于采用累计 12 个月计算，付费企业用户数 360 万，同比-10%，环比-3%。我们测算，累计 12 个月 ARPPU 环比较为稳定，为 1239 元，同比+17%，环比+2%。根据业绩会介绍，当前用户数恢复状态良好。具体来看，1 月底之后公司 C 端的 MAU 和 DAU 达历史新高。2023 年 1-2 月，公司 MAU 的增长同比超过 50%，新增完善用户约 900 万人。公司希望能够实现 4000-4500 万用户增长的年度计划。同时，B 端活跃的企业数也超过历史最高水平。

公司当前业务发展节奏良好：1) 蓝领：新增用户当中，蓝领在数量以及增速上，均快于白领。春节以后，城市服务业新发布的职位数同比增长超过 40%。2) 下沉市场策略展现成效：二线及以下城市的用户增长速度明显快于一线城市。

投资建议：基本面向好趋势不变，维持“买入”评级

公司受益于 2023 年经济复苏，基本面不断向好。公司对 23Q1 业绩给了较为强劲的指引，公司预计 23Q1 收入增长同比增长 9.8%至 11.6%；现金账单收入同比增长超 25%，环比增长超 45%，达历史新高。除此以外，我们认为公司龙头地位稳固，能够在理智的销售费用投放下，实现较好的用户增长。预计在费用端控制下，公司 2023 年利润率稳步提升。考虑到公司收入恢复强劲，我们预计公司 2023-2025 年营业收入为 62.3/86.3/116.7 亿元（调整幅度+4%/-2%/-）；经调净利润为 13.0/21.2/32.3 亿元（调整幅度+17%/+3%/-），分别同比增长 63.0%/62.9%/52.2%，对应 PE 估值为 42.2/25.9/17.0x，维持“买入”评级。

风险提示：政策风险，竞争格局风险，市场拓展不及预期风险等。

证券分析师： 谢琦（S0980520080008）、曾光（S0980511040003）

**◆ 拼多多(PDD.O) 海外公司财报点评:公司加大国内费用投放, 跨境业务发展迅速**

整体表现: 22Q4 营收同比增长 46%, 公司加大国内费用投放以刺激消费。1) 营收: 2022Q4, 公司实现营业收入 398.2 亿元, 同比增长 46%, 增速较 Q3 环比有所放缓, 其中广告营销收入 310 亿元, yoy +38%; 支付通道收入 88 亿元, yoy +86%, 主要受多多买菜和 temu 快速增长拉动。四季度新冠感染病例大幅上升, 商品供应链及履约能力受到影响, 网上零售额季度 yoy 降至 4% (2022Q3 网上零售额 yoy +5.8%), 各电商平台收入增速均有所放缓 (2022Q4 阿里巴巴中国商业 yoy -1%, 京东零售 yoy +4%), 拼多多凭借“省”的价值点继续抢占份额。我们预计 2023Q1 公司收入增速将继续领先行业。2) 利润: 本季度公司 non-GAAP 净利润 112 亿元, non-GAAP 净利率 30%, 2021Q4 同期 non-GAAP 净利率为 31%, 净利率下滑主要原因是公司加大各项费用投放, 本季度公司销售费率同比提升 3pct 至 45%, 主要受主站投放大量优惠券促进消费影响, 管理费用同比提升 2pct 至 4%, 我们认为可能与 temu 业务开拓有关, 我们认为费用投放增加有利于公司巩固国内份额并开拓国外市场。

跨境电商业务: 发展势头迅猛, 我们测算四季度亏损约 40-50 亿人民币。Temu 目前采用类自营模式, 赚取供销差价, 上线初期采取极大力度的折扣、1 美分商品及退款不退货的政策建立用户心智, 目前月活用户破千万, 我们估算 Q4 Temu 实现 GMV 2 亿美元, Q4 跨境业务可能带来亏损约为 40-50 亿人民币。

投资建议: 维持“买入”评级。拼多多目前隐含 2022/2023E/2024E 主站 PE 为 15.3/13.3/11.0 倍, 短期看 2023Q1 国内消费复苏偏弱, 叠加国内电商平台竞争加剧, 公司一季度收入端和费用端承压; 长期我们看好公司逆势增长的潜力和海外业务的发展。我们调整 2023-2025 年收入至 1863/2444/3169 亿元, 调整幅度为 +4%/+4%/+, 主要加入 temu 业务带来的增量, 此外我们小幅下调未来几年国内电商业务的货币化率以反映国内竞争加剧; 我们调整经调整归母净利润至 387/507/717 亿元人民币, 调整幅度为 -4%/+9%/0%, 主要考虑应对国内电商业务竞争带来的费用提升, 我们预计 2024 年以后国内业务竞争减弱, 费用投放有所下降。维持目标价 136-143 美元, 继续维持“买入”评级。

风险提示: 美国证券交易委员会监管风险, 疫情反复风险, 电商竞争格局加剧的风险等。

证券分析师: 谢琦 (S0980520080008)

**◆ 钧达股份(002865.SZ) 财报点评:盈利能力显著提升, N 型 TOPCon 加速投产**

2022 年完成资产重组, 彻底转型光伏电池业务。公司 2022 年度实现营业收入 116.0 亿元, 实现归母净利润 7.2 亿元。公司进行资产重组, 由原有业务剥离带来的非经常性收益约 2.1 亿元。公司今年 1-7 月份对捷泰科技持股 51%, 从 8 月开始 100%并表, 并表比例的变化对上市公司合并报表的数据口径有一定扰动, 同比、环比数据参考性较低。

公司光伏电池业务主要由子公司捷泰科技运营。捷泰科技 2022 年度实现营业收入 111.1 亿元, 同比增长 120%; 实现净利润 7.29 亿元, 同比增长 192%。其中 Q3 实现营业收入 30.0 亿元, 同比增长 83%; Q3 实现净利润 2.09 亿元, 同比增长 415%。

出货量大幅增长, 盈利能力显著提升。出货方面, 捷泰科技 2022 年光伏电池出货量 10.72GW (含 N 型 1.87GW), 同比增加 88%; 其中四季度 3.8GW (含 N 型 1.44GW), 环比增加 33%。从表观单瓦净利 (净利润/出货量) 指标来看, 2022 年为 0.068 元/W, 较 2021 年的 0.040 元/W 显著提升, 从 2022 年下半年开始, 行业内大尺寸先进电池片产能阶段性紧缺, 盈利能力得到明显改善。

捷泰科技电池产能持续扩张, N 型产能占比快速提升。截至 2022 年底, 捷泰科技拥有 P 型电池产能 9.5GW, N 型产能 8GW, 此后投产均为 N 型。目前公司滁州二期 10GW 项目已经投产, 预计于 2023 年二季度达产, 淮安基地一期 13GW 计划于 2023 年内投产。预计 2023 年底产能可达 40.5GW, 其中 31GW 为 N 型 TOPCon 产能。

N 型 TOPCon 先驱者, 有望享受技术红利。捷泰科技是 N 型 TOPCon 电池技术较早投入量产的企业, 目前产品转换效率 25%以上, 在行业内处于相对领先水平有望享受更多的技术红利。

风险提示: 原材料价格下降不及预期, 新产能投放进展不及预期, 行业竞争加剧的风险。

投资建议：考虑到公司 TOPCon 电池产能加速投放，我们上调公司 2023-2025 年的盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润为 20.2/26.9/31.5 亿元（原预测为 14.6/23.2/30.0 亿元），同比增速 181%/33%/17%，当前股价对应 PE 为 10.8/8.1/6.9x，给予“增持”评级。

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

#### ◆ 健盛集团(603558.SH) 财报点评:2022 年净利润增长 57%，海外需求压力渐显

全年收入增长 15%，无缝量价齐升，净利率改善。公司是棉袜龙头制造商，近年切入无缝服饰代工的景气赛道。2022 年公司收入 23.5 亿元，+14.7%，净利润 2.6 亿元，+56.5%，其中棉袜/无缝销量分别变动 -10%/+36%，价格分别增长 15%/8%，收入金额分别增长 2.6%/47.3%至 15.4/7.4 亿元。全年毛利率-1.0 百分点至 25.8%，其中棉袜/无缝分别-1.9/+3.7 百分点至 29.3%/15.4%。不确定的经营环境中公司注重费用管控，加上全年汇兑收益比去年同期增加 3330 万元（占收入 1.4%），带动费用率下降 3.4 百分点至 12.9%，净利率同比增加 3.0 百分点至 11.1%。营运资金周转基本维持往年健康水平，资本支出 2.5 亿元（2021 年：3.1 亿）。

四季度海外需求下滑影响开机率，公司业绩承压。2022Q4 公司收入+1.1%至 5.4 亿元，净利润亏损 686 万元（2021Q4：亏损 1390 万元），受到四季度海外需求疲软，开机率下降的负面影响，毛利率同比下滑 4.6 百分点至 19.5%，费用率减少 6.1 百分点，主要由于 2021Q4 有 3000 万元以上的股权激励费用计提。同时，四季度商誉减值约减少 1000 万元也为减亏带来一定的贡献。

预计短期仍有海外需求压力，中长期看好产能释放景气成长。从目前我们跟踪的海外品牌库存、以及同行代工企业订单情况看，海外需求压力仍然可能持续至二季度，二季度有望边际改善，预计公司短期业绩仍然有一定的压力。从产能扩张看，2022 年公司无缝业务继续保持积极的产能扩张步伐并开拓新客户，棉袜/无缝产能分别变动-3400 万双/+1400 万件至 3.65 亿双/4400 万件，看好海外需求回暖后，公司产能效益的释放、盈利水平回升的弹性。

风险提示：海外高通胀、疫情反复、新客户开拓不及预期、系统性风险。

投资建议：棉袜是基本盘，无缝贡献新增量，看好海外需求回暖后业绩弹性。公司棉袜业务拥有较好的产品竞争力和客户订单基础，是公司稳健成长重要基石。无缝是服装中成长性较好的赛道，在“疫情+海外需求不佳”困境中公司坚定扩产，并加大新品和客户开发力度，待需求回暖后，盈利水平有望快速恢复，中长期受益女子运动崛起而景气成长。由于海外地缘政治、高通胀引起的需求下滑超出预期，下调盈利预测，预计 2023~2025 年净利润为 2.5/3.1/3.8 亿元（原 2023-2024 年为 3.6/4.5 亿元），同比 -5.4%/26.6%/20.3%，由于盈利预测下调，下调目标价至 10.7-11.5 元（原 11.2-12.0 元），对应 2024 年 13~14x PE，维持“买入”评级。

证券分析师：丁诗洁（S0980520040004）

联系人：关竣尹

#### ◆ 伟星股份(002003.SZ) 财报点评:2022 年收入增长 8%，龙头竞争力增强

2022 年收入增长 8%，营运指标健康，但四季度海外需求下降致业绩承压。公司是国内拉链纽扣龙头生产商，2022 年全年收入 36.3 亿，同比增长 8.1%，归母净利润 4.9 亿，同比增长 9.0%，若剔除汇兑收益影响，则下滑约 3%；其中，全年拉链/纽扣收入分别增长 9.2%/5.6%至 20.1/14.7 亿元。毛利率 39.0%，+1.0 百分点，其中，拉链/纽扣分别变动+1.7/-0.2 百分点。总费用率上升 0.6 百分点至 22.6%，其中汇兑收益贡献费用率减少 1.6 百分点，股权激励费用增加令费用率增加 0.9 百分点。净利率增加 0.2 百分点至 13.4%。存货、应收和应付账款维持健康水平，纽扣/拉链存货周转天数分别为 27/25 天，库龄 1 年内；ROE +0.5 百分点至 17.2%。2022 年资本开支 7.3 亿元（2021 年为 4.5 亿元）。但进入四季度，海外服饰品牌库存高企，需求下降致公司盈利承压，2022Q4 收入下降 17.8%至 8.1 亿，毛利率同比/环比+2/-7.5 百分点至 34.0%，费用率同比增加 11 百分点，因此净利润亏损 3140 万元（2021Q4：盈利 4938 万元）。

预计下半年订单逐步恢复，中长期看好龙头竞争力提升，份额扩张。从目前我们跟踪的海外服饰品牌库存、以及成衣代工企业订单看，海外需求压力仍可能持续至二季度，下半年公司订单有望逐步恢复。从

中长期看，公司多层次和专业化的研发模式满足品牌客户个性化和定制化产品需求，同时智能化改造提效、快速反应缩短交期，国际化战略加强海外订单的掌控力，陆续赢得耐克、阿迪、优衣库、ZARA、HM 等国际大牌认可。展望未来，经营环境不佳令行业小制造商陆续出清，公司竞争力提升而份额对标行业龙头日本 YKK 可提升空间十分广阔，因此中长期具备持续成长的潜力。

风险提示：疫情大范围爆发；海外高通胀；产能扩张不及预期。

投资建议：短期承压，看好下半年恢复和中长期份额扩张的潜力。公司经过多年积累，具备规模、成本、技术、快速响应等多方面核心优势，近年智能化与国际化战略增强公司竞争力，随着原有新客户份额提升和新品牌客户拓展，公司成长潜力充足。短期看，海外品牌库存仍然较高，海外需求承压预计对公司上半年订单有较大影响，因此下调盈利预测，预计公司 2023-2025 年净利润分别为 4.9/6.1/7.2 亿元（原 2023/2024 年为 6.4/7.7 亿元），同比增长 1.1%/22.8%/18.0%，由于盈利预测下调，下调目标价至 12.3-12.9 元（原为 16.3-16.7 元），对应 2024 年 PE 的 21-22x，维持“买入”评级。

证券分析师： 丁诗洁（S0980520040004）

联系人： 关竣尹

### ◆ 密尔克卫(603713.SH) 财报点评:外部因素冲击 Q4 业绩，全年仍旧维持高增

全年成长稳健收官，四季度受客观因素冲击。2022 全年实现营收 115.76 亿元（+33.90%），归母净利润 6.05 亿元（+40.20%），扣非归母净利润 5.81 亿元（+41.45%），全年业绩表现突出。具体到四季度，由于四季度国内疫情冲击，致使公司业务运转受到影响，叠加计提商誉减值等因素，单季度表现下滑。其中 4Q22 营收 24.82 亿元（-7.90%），归母净利润 1.29 亿元（-1.12%），扣非归母净利润 1.18 亿元（-5.05%）。

各项业务成长性继续。我们拆分公司各版块收入与毛利率如下：

1) MGF 全球货代业务：2022 年全球货代业务收入同比增长 21%，毛利率有所提升，2022 全年货代业务毛利率 11.4%；2) MRW 仓储一体化业务：作为公司盈利能力最强的业务，公司 22 年仓储板块收入增长 32.1%，毛利率同样增至 46.6%，毛利额同比增长 42.7%；3) MRT 运输业务：运输业务同样实现较快增长，实现收入同比 37.1%、毛利额同比 44.7%的增速。毛利率同比 2021 年略有改善；4) MGM 全球移动交付业务：该业务包括国际工程物流与全球航运罐箱业务，22 年实现 9.7 亿营收，同比增长 70.6%，毛利率达到 18.6%；5) 化工品交易业务：受 2022 年疫情等因素影响，公司 2021 年化工品交易业务增速 39.1%，全年毛利率 3.1%。

综合来看，公司 2022 年毛利润增长 42.1%，成长十分稳健，其中物流板块毛利润增速超过整体。四季度公司毛利润亦同比小幅微增。

商誉减值影响利润表现。2022 年油价波动非常剧烈，上半年原油价格大幅上涨，下半年则由于国际战略石油储备的释放导致价格下跌。因此公司下半年终止了子公司密尔克卫瑞鑫化工的用油贸易、加油站业务，以及地方政策影响了子公司大春新能源业务。考虑业务变化较大，瑞鑫化工发生商誉减值。公司全年商誉减值 3950 万元，若考虑还原商誉部分，则公司业绩表现将显著更优。

风险提示：宏观经济波动超预期；公司市场扩张进度低于预期。

投资建议：调整盈利预测，维持“买入”评级。考虑 2022 年公司分销业务的进展受到疫情影响，叠加 2023 年出口板块的不确定性，我们将 2023-2024 年盈利预测分别从 9.1、12.5 亿下调至 8.1、11.0 亿，增速分别为 34%、36%，新增 2025 年盈利预测 14.4 亿，同比增长 30%。公司在过去已经体现出了非常强劲的成长性，且质量扎实，当前公司市值对应 2023 年业绩不足 25x，维持买入评级。

证券分析师： 黄盈（S0980521010003）、姜明（S0980521010004）

### ◆ 鑫铂股份(003038.SZ) 财报点评:产能稳步扩张，2022 年归母净利润同增 55%

公司 2022 年营收同比增速 62.58%，归母净利润同比增速 55.38%。公司披露 2022 年年报：2022 年全年实现营收 42.21 亿元，同比+62.58%；实现归母净利润 1.88 亿元，同比+55.38%；实现扣非后归母净利润 1.54 亿元，同比+41.74%。公司 22Q4 实现营收 11.38 亿元，同比+33.46%，环比+9.98%；实现归母净

利润 0.58 亿元，同比+46.71%，环比+47.49%；实现扣非后归母净利润 0.48 亿元，同比+25.04%，环比+48.42%。此外，公司计划向全体股东每 10 股派发现金红利 2 元（含税）。

公司产品产销量保持高增速，铝制品销量同比增长 56.39%。公司是光伏铝边框行业内目前仅有的上市公司，借助融资优势，上市后陆续扩张产能，市占率一跃成为行业第一，且未来几年将稳定提升。此外，公司自 2021 年切入附加值较高的汽车轻量化铝材领域，预计 2023 年产量 2 万吨，2024 年产量 10 万吨。2022 年全年，公司实现铝制品产量合计 18.04 万吨，同比增长 55.85%；实现铝制品销量合计 17.62 万吨，同比增长 56.39%。公司 2022 年度铝制品产销量的增长，主要受益于光伏行业的发展和产能的扩张，新能源光伏铝型材和铝部件产品的销量和产量同比增长。

产品结构优化，平均加工费略有下滑。公司 2022 年铝制品平均加工费为 6,192.47 元/吨，较 2021 年的 6,220.35 元/吨小幅下降 0.45%，主要因为 2022 年度硅料价格大涨，光伏组件厂商期望在辅材环节降本，光伏铝边框行业经历了一轮价格战，产品加工费有所下滑，但由于公司调整了产品结构，增加了附加值相对较高的产品“工业铝部件”在产品结构中的占比，因此平均加工费下滑并不明显。根据各产品营收推断，目前工业铝部件在公司产品结构中的占比已经达到了 50%左右。

风险提示：光伏需求增速不及预期的风险；铝价大幅波动的风险；市场竞争激烈导致产品毛利率下滑的风险。

投资建议：维持“买入”评级。预计公司 2023-2025 年营业收入 73.64/96.19/137.17 亿元，同比增速 74.45%/30.61%/42.61%；归母净利润 3.41/4.86/7.03 亿元，同比增速 81.18%/42.59%/44.82%；摊薄 EPS 为 2.31/3.29/4.77 元，当前股价对应 PE 为 18.1/12.7/8.8x。考虑到公司融资成本优势明显，产能规划清晰，保供能力强，与下游客户间的粘性好，具备确定的成长性，维持“买入”评级。

证券分析师： 刘孟峦（S0980520040001）

#### ◆ 永兴材料(002756.SZ) 财报点评：锂云母龙头，资源优势突出

锂云母龙头，业绩再创新高。2022 年，公司年产 2 万吨电池级碳酸锂项目全面达产，现已具备 3 万吨碳酸锂产能。受益锂盐产品需求旺盛，公司量价齐升，业绩大幅增长。公司实现碳酸锂销量 1.97 万吨，同比增长 75.47%；实现营业收入 155.79 亿元，同比增长 116.39%；归母净利润 63.2 亿元，同比增长 612.42%。四季度单季，受停产影响，公司产能未充分释放，实现营业收入 47.13 亿元，环比增长 5.86%；归母净利润 20.49 亿元，环比增长 2.10%。此外，公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 50 元人民币（含税），同时以资本公积金向全体股东每 10 股转增 3 股。

资源储备充沛，综合成本优势突出。公司控股子公司花桥矿业拥有的化山瓷石矿累计查明  $\text{Li}_2\text{O} \geq 0.20\%$  陶瓷土矿矿石量 4.10 亿吨， $\text{Li}_2\text{O}$  金属氧化物量 161.27 万吨。公司 180 万吨/年锂矿石高效选矿与综合利用项目已投产，产能利用率快速攀升；年产 300 万吨锂矿石技改扩建项目建成投产，化山瓷石矿采矿许可证证载生产规模已由 100 万吨/年变更为 300 万吨/年，为锂电新能源业务发展有效地提供了原材料保障。依托于自有的采矿、选矿到碳酸锂深加工的全产业链，以及工艺技术优势，公司在行业内综合成本优势突出。

特钢业务稳扎稳打，业绩具备韧性。2022 年，不锈钢行业需求疲软，公司把握中高端不锈钢及特殊合金材料的市场需求，通过新产品研发、老产品挖潜、原材料供应方案优化、项目改造降耗等积极应对市场压力。全年完成特钢销量 29.95 万吨，同比下降 4.52%；实现归母净利润 3.57 亿元，同比降低 14.60%。

研发费用提升，财务费用大幅降低。公司注重研发，在碳酸锂业务、锂离子电池业务以及特钢新材料业务上均持续投入，2022 年公司研发费用同比大幅增长 130.84%至 5.15 亿元。财务费用方面，受益于利息收入大幅增加，同比下降 351.23%至 -1.37 亿元。此外，公司销售费用、管理费用分别为 0.21、1.08 亿元，同比分别增长 29.42%、下降 2.19%。

风险提示：项目建设进度不及预期；产品价格波动超预期。

投资建议：公司资源优势突出，成长路径清晰。受锂盐价格回落影响，我们下调原业绩预测。预计公司 2023-2025 年收入 129.2/129.8/131.4 亿元（原预测 166.8/169.7/-），同比增速 -17.1%/0.5%/1.2%，归母净利润 41.2/43.3/45.3 亿元（原预测 74.9/78.4/-），同比增速 -34.7%/5.0%/4.6%；摊薄 EPS 为

9.9/10.4/10.9元，当前股价对应PE为7.5/7.2/6.9x，维持“买入”评级。

证券分析师： 刘孟峦（S0980520040001）、冯思宇（S0980519070001）

#### ◆ 天山铝业(002532.SZ) 财报点评:国内做强下游加工，国外再建铝产业链

2022 公司业绩同比下降 30.9%。2022 实现营收 330.08 亿元(+14.8%)，归母净利润 26.50 亿元(-30.9%)，扣非归母净利润 25.38 亿元(-31.3%)，经营性净现金流 31.57 亿元(+59.5%)。其中 2022Q4 单季营收 82.79 亿元(+19.1%)，归母净利润 2.47 亿元(-58.9%)，扣非归母净利润 2.09 亿元(-62.0%)。

公司盈利下滑主因成本抬升。2022 年公司毛利润 50.5 亿元，比 2021 年下滑 15 亿元，其中自产铝锭毛利润同比下滑 14 亿元，是主要的拖累项。氧化铝版块毛利润下降 2.5 亿元，高纯铝版块毛利润增加 1.8 亿元。2022 年自产铝锭单吨营收 17436 元/吨，比 2021 年增加 1000 元/吨，与现货市场公允价格基本吻合；自产铝锭单吨成本 13440 元/吨，比 2021 年增加 2680 元/吨，成本抬升主要来自煤价和石油焦价格上涨，粗略测算这两项抬升成本 1700 元/吨。

国内做强下游加工，国外再建铝产业链。①布局了 22 万吨新能源电池铝箔生产线，预计 2023 年产量 4 万吨。其中铸轧和冷轧在新疆石河子铝厂就地加工，节省重熔费用、享受优惠天然气价格，预计节省 1000 元/吨以上成本。②计划建成 10 万吨高纯铝产能，成为全球最大的高纯铝材料供应商，并进一步往下游光箔延伸，预计 2023 年高纯铝产量 6 万吨。③在印尼再建一条完整铝产业链，打造铝土矿、氧化铝、电解铝、深加工和配套产业链的大型一体化铝工业园。公司计划在园区中先行建设 200 万吨氧化铝项目，一期规划 100 万吨。

风险提示：煤炭和石油焦涨价风险，铝加工产品市场需求偏弱风险。

投资建议：维持“买入”评级

维持“买入”评级。假设 2022-2024 年铝现货价格为 20000 元/吨，氧化铝价格为 2925 元/吨，预焙阳极价格 6500 元/吨，公司用电价格为 0.25 元/度，预计 2023-2025 年收入 381/407/438 亿元，同比增速 15.4%/6.9%/7.6%，归母净利润 39.63/43.45/48.00 亿元，同比增速 49.5%/9.6%/10.5%；摊薄 EPS 分别为 0.85/0.93/1.03 元，当前股价对应 PE 分别为 7.4/6.7/6.1x。公司是国内低成本电解铝头部企业，电费优势突出，公司拓展下游高纯铝和动力电池铝箔领域，并积极推进海外产业链一体化发展战略，为公司打开长期成长空间，维持“买入”评级。

证券分析师： 刘孟峦（S0980520040001）、焦方冉（S0980522080003）

#### ◆ 同程旅行(00780.HK) 财报点评:疫情三年持续经营盈利，聚焦下沉全面迎复苏

2022 年公司收入和业绩承压下滑，但疫情三年连续经调整盈利彰显公司韧性。2022 年，公司实现收入 65.8 亿元/-12.6%，恢复至 2019 年的 89.1%；经调业绩 6.5 亿元/-50.6%，恢复约 41.8%；经调净利率 9.8%/-7.6pct，较 2019 年减少 11.1pct。2022Q4，公司恢复节奏放缓，收入和经调整业绩同降 18.8%、84.7%，仅恢复至 2019 同期的约 77%、11%，承压加剧。但无论 2022Q4 还是过去三年，疫情下公司均盈利，充分彰显经营韧性。

2022 年住宿收入较疫情前仍实现增长，下沉市场持续发力。2022 年，公司住宿收入 24.1 亿元/+0.2%，较 2019 年增 2.4%；交通票务收入 33.8 亿元/-24.2%，恢复 74.8%。2022Q4 公司国内过夜量仍较 2019 年增约 20%，下沉市场发力，对应住宿收入恢复 82%，而交通更承压，Q4 仅恢复 64%。

下沉市场挖潜助力月活用户和年付费用户均超疫情前。2022 年平均月活 2.34 亿人/-9.0%，较 2019 年增 14%（微信小程序贡献 80%，与此前持平）；全年付费用户达 1.9 亿人/-5.7%，较 2019 年增约 23%。截至 2022 年底非一线城市注册占 86.5%，2022 年有 60.3%的新付费用户来自下沉市场。

出行放开迎复苏，公司表现领先行业，下沉市场一站式布局助推复苏弹性。今年春运期间，国内机票和火车票预定量预计各恢复至 2019 年的 75%、85%。受益线上渗透率提升，公司机票预订量较 2019 年增长 30%，火车票持平，2 月酒店过夜量较 2019 年增长接近翻番，均快于行业水平。考虑过去三年，公司聚焦下沉市场战略，流量端基于微信生态及其他线上线下布局全面挖潜，产品端在传统机票+酒店等业态外，完善了汽车票、打车、公交、民宿等全链路服务体系，近期持续加码线下旅行社等布局，并有望重

新开拓国际市场扩容成长。同时，公司近几年持续通过科技赋能下沉市场，助力产业数智化升级，强化护城河。全年来看，我们预计公司今年收入和业绩有望恢复超 2019 年，复苏可期。

风险提示：宏观经济、疫情等系统性风险；流量成本变化，行业竞争加剧。

投资建议：考虑到强劲复苏表现，上调 2023-2025 年归母业绩至 10.1/15.2/20.7 亿元（此前 23-24 年为 7.6/13.2 亿元）；上调 23-25 年经调整净利润 16.7/21.9/27.3 亿元（此前 23-24 年为 13.7/19.2 亿），对应 PE18/14/11x。出行复苏全面启动，在线旅游渗透提升助力龙头成长。公司聚焦下沉市场流量和供应链深耕，过去三年全面蓄势，一站式平台强化产品渗透，看好出行放开下公司复苏成长，维持“增持”评级。

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

联系人： 杨玉莹

### ◆ 芯能科技(603105.SH) 财报点评:分布式光伏发电量价齐升,2022 年归母净利润同比增长 74.1%

2022 年度收入和利润同比大增。2022 年度，公司营业收入 6.50 亿，同比提升 46.00%，归母净利润 1.92 亿，同比提升 74.10%，主要是光伏发电收入和毛利大增及光伏组件销售收入增加。

光伏发电业务量、价、利齐升，盈利能力显著增强。公司 2022 年度光伏发电平均综合度电收入（不含补贴）同比提升 0.1 元/度（+21%）；自持电站实现光伏发电量约 6.75 亿度，较上年同期增加 1.10 亿度。2022 年度实现营收 5.29 亿元（+29.72%），占总营收比 81.36%；毛利 3.47 亿元（+41.19%），毛利率达 65.54%（+5.32pct），净利润同比增加 74.10%。

装机规模稳步提升，光伏发电业务全国布局。截至 2022 年末，公司累计自持分布式光伏电站并网容量约 726MW，较期初增加约 121MW，另有在建、待建和拟签订合同的自持分布式光伏电站约 172MW。同时省外装机有明显提升：截至 2022 年末，公司省外累计装机约 95MW（13.02%），2022 年新增装机增加约 39MW（32.23%）。

费用结构进一步优化，ROE 持续提升，光伏发电业务贡献充足经营性现金流。22 年，除研发费用率外，公司期间费用率均有不同程度下降。22 年公司 ROE 为 11.35%，同比提升 4.35pct，净利率、权益乘数、资产周转率均有提升。2022 年经营性净现金流 5.73 亿元，同比增长 51.44%。投资性现金净流出 4.78 亿元，同比增长 27.46%。

切入储能赛道先发优势明显，有望贡献二次增长曲线。工商业储能贴近于工商业用户侧进行谷充峰放，可实现分布式“虚拟电厂”功能。公司作为分布式光伏专业运营商，自持 726MW 分布式光伏装机，同时拥有 GW 级的分布式客户资源，已形成分布式的供电用电商业模式，因此具备先发优势。

风险提示：装机规模增长不及预期；电价大幅下降。

投资建议：维持“买入”评级。因锂电价格下跌，工商业储能建设有望加速，上调盈利预测，预计 2023-2025 年净利润分别为 2.71/3.55/4.17 亿元（前值为 2.60/3.16/3.67）。预计 2023 年公司储能业务归母净利润为 0.10 亿元，给予 38-40 倍 PE，对应权益市值 3.8-4.0 亿元。综上，对应公司权益市值为 97.4-100.2 亿元，对应 19.48-20.04 元/股合理价值，较当前股价有 22%-26%的溢价。

证券分析师： 黄秀杰（S0980521060002）、郑汉林（S0980522090003）

## 金融工程

### ◆ 金融工程周报:私募基金周报-上周纯债策略私募收益中位数 0.22%, 百亿私募调研聚焦医药、计算机板块

私募证券投资基金市场动态

截至 2023 年 2 月末，存续私募证券投资基金 95737 只，存续规模 5.64 万亿元，环比增长 0.37%；存续

私募证券投资基金管理人 8606 家，较上月增加 11 家，环比增长 0.13%。

2023 年 2 月，新备案私募证券投资基金 1877 只，占新备案基金数量的 80.18%，新备案规模 278.19 亿元，环比增长 82.77%；2023 年 2 月，在基金业协会资产管理业务综合报送平台办理通过的私募证券投资基金管理人共 18 家。

#### 私募基金数量分布

截至 2023 年 3 月 22 日，私募排排网数据库中登记有 75196 只运行中的私募证券投资产品，按策略分类占比最高的为主观股票多头、复合策略、量化股票多头，产品数量分别为 35436、6985、4709。

#### 私募基金分策略周度收益

统计上周（2023 年 3 月 13 日至 3 月 17 日，下同）股票多头、股票多空、股票市场中性策略周度收益率中位数分别为 -0.25%、-0.10%、-0.09%。

上周指数增强策略分类下各子策略表现统计如下：沪深 300 指增、中证 500 指增、中证 1000 指增策略周度超额收益率中位数分别为 -0.11%、-0.08%、0.06%。

上周管理期货 CTA 分类下各子策略表现统计如下：主观趋势 CTA、主观套利 CTA、主观多策略 CTA 周度收益率中位数分别为 -0.02%、-0.24%、-0.22%；量化趋势 CTA、量化套利 CTA、量化多策略 CTA 周度收益率中位数分别为 0.15%、-0.01%、0.00%。

上周债券策略分类下各子策略表现统计如下：纯债策略、债券增强、债券复合策略周度收益率中位数分别为 0.22%、0.17%、0.16%。

上周多资产策略分类下各子策略表现统计如下：宏观策略、套利策略、复合策略周度收益率中位数分别为 0.00%、0.00%、-0.03%。

其他策略私募产品上周收益情况统计如下：定增打新、转债交易策略、FOF 策略周度收益率中位数分别为 -0.77%、0.11%、-0.18%。

#### 百亿私募管理人上市公司调研动向

按中信一级行业，上周（2023 年 3 月 11 日至 3 月 17 日）百亿私募管理人调研最多的行业为医药、计算机及机械，周度调研机构家数分别达 25、18、17 家。

从个股层面来看，上周最受百亿私募管理人调研关注的个股为盛天网络、恰恰食品、熵基科技，周内分别受到 9、8、8 家百亿私募机构调研。

风险提示：市场环境变动风险，风格切换风险。本报告整理自历史数据，不构成投资建议。产品历史业绩不代表未来收益。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）、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  | 435.76   | -1.32 | ICE 布伦特原油 | 75.32     | 2.07  |
| 白银  | 5096.00  | -0.21 | 铜         | 68150.00  | 0.88  |
| 铝   | 18205.00 | 0.19  | 铅         | 15335.00  | -0.16 |
| 豆一  | 5427.00  | 0.00  | 锌         | 22420.00  | -0.48 |
| 豆粕  | 3610.00  | -0.44 | 镍         | 174540.00 | -0.17 |
| 玉米  | 2770.00  | -1.31 | 锡         | 186770.00 | 0.63  |
| 螺纹钢 | 4143.00  | -0.69 | SR305     | 6176.00   | 0.24  |

### 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       |
|-----------|--------|------------|------------|--------|------------|
| 600905.SH | 三峡能源   | 500200.00  | 1357300.00 | 25.01  | 2023-03-23 |
| 688609.SH | 九联科技   | 500.00     | 32878.18   | 2.83   | 2023-03-23 |
| 603221.SH | 爱丽家居   | 17200.00   | 23272.00   | 95.93  | 2023-03-23 |
| 300290.SZ | 荣科科技   | 1938.46    | 62729.62   | 61.88  | 2023-03-23 |
| 600228.SH | 返利科技   | 29666.88   | 53798.88   | 50.97  | 2023-03-20 |
| 002208.SZ | 合肥城建   | 18014.41   | 80240.12   | 99.50  | 2023-03-20 |
| 688766.SH | 普冉股份   | 106.36     | 2067.02    | 6.39   | 2023-03-20 |
| 688616.SH | 西力科技   | 187.50     | 5607.00    | 1.95   | 2023-03-20 |
| 300823.SZ | 建科机械   | 5538.45    | 9355.90    | 100.00 | 2023-03-20 |
| 688051.SH | 佳华科技   | 5350.51    | 7733.40    | 100.00 | 2023-03-20 |
| 600026.SH | 中远海能   | 60171.91   | 346669.18  | 100.00 | 2023-03-20 |
| 688092.SH | 爱科科技   | 73.94      | 2683.72    | 2.23   | 2023-03-20 |
| 603259.SH | 药明康德   | 13.79      | 255760.64  | 2.25   | 2023-03-17 |
| 002977.SZ | 天箭科技   | 2575.00    | 5781.25    | 65.29  | 2023-03-17 |
| 688456.SH | 有研粉材   | 150.00     | 6440.87    | 3.68   | 2023-03-17 |
| 688316.SH | 青云科技-U | 60.00      | 3560.67    | 4.81   | 2023-03-15 |

|           |      |           |           |        |            |
|-----------|------|-----------|-----------|--------|------------|
| 002648.SZ | 卫星化学 | 128.94    | 171821.51 | 40.98  | 2023-03-13 |
| 688083.SH | 中望软件 | 46.45     | 3512.18   | 1.70   | 2023-03-13 |
| 300819.SZ | 聚杰微纤 | 7000.00   | 9947.00   | 100.00 | 2023-03-13 |
| 300821.SZ | 东岳硅材 | 78300.00  | 120000.00 | 100.00 | 2023-03-13 |
| 300822.SZ | 贝仕达克 | 11400.00  | 15550.50  | 96.20  | 2023-03-13 |
| 688667.SH | 菱电电控 | 53.03     | 2318.30   | 1.83   | 2023-03-13 |
| 603949.SH | 雪龙集团 | 15734.81  | 20980.61  | 100.00 | 2023-03-10 |
| 688087.SH | 英科再生 | 249.43    | 7145.99   | 3.89   | 2023-03-09 |
| 688676.SH | 金盘科技 | 212.85    | 19067.68  | 0.89   | 2023-03-09 |
| 688328.SH | 深科达  | 101.30    | 4810.83   | 2.98   | 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 |
| 002082.SZ | 万邦德  | 25801.05  | 61822.28  | 100.00 | 2023-03-06 |
| 000625.SZ | 长安汽车 | 2514.44   | 587469.84 | 4.99   | 2023-03-06 |
| 300649.SZ | 杭州园林 | 441.66    | 10768.80  | 15.15  | 2023-03-06 |
| 002976.SZ | 瑞玛工业 | 8473.50   | 12000.00  | 100.00 | 2023-03-06 |
| 688696.SH | 极米科技 | 44.86     | 3262.18   | 2.51   | 2023-03-03 |
| 603948.SH | 建业股份 | 8494.71   | 16000.00  | 100.00 | 2023-03-02 |
| 688079.SH | 美迪凯  | 401.33    | 17811.66  | 1.76   | 2023-03-02 |
| 688499.SH | 利元亨  | 600.00    | 4017.13   | 11.14  | 2023-03-01 |
| 603259.SH | 药明康德 | 4.18      | 255746.85 | 0.67   | 2023-03-01 |
| 603363.SH | 傲农生物 | 356.92    | 66948.22  | 18.43  | 2023-03-01 |
| 600517.SH | 国网英大 | 381879.58 | 571843.57 | 100.00 | 2023-02-27 |
| 688677.SH | 海泰新光 | 326.70    | 5381.00   | 8.96   | 2023-02-27 |

## 全球证券市场统计

### 股票市场指数

| 简称          | 最新收盘价    | 1日<br>涨跌幅(%) | 1周<br>涨跌幅(%) | 1个月<br>涨跌幅(%) | 3个月<br>涨跌幅(%) | 12个月<br>涨跌幅(%) | 30天<br>波动率(%) |
|-------------|----------|--------------|--------------|---------------|---------------|----------------|---------------|
| 道琼斯工业平均指数   | 32030.11 | -1.629239    | 12.92        | 20.86         | 20.77         | 15.69          | 32.15         |
| 德国 DAX 指数   | 15216.19 | 0.137213     | 14.10        | -1.19         | 9.35          | 5.13           | 30.98         |
| 法 CAC40 指数  | 7131.12  | 0.256013     | 3.56         | -2.30         | 9.40          | 7.08           | 39.35         |
| 恒生指数        | 19591.43 | 1.727370     | 0.26         | -4.07         | -0.44         | -10.49         | 83.69         |
| 沪深 300 指数   | 3999.44  | 0.428500     | 0.31         | -2.61         | 4.25          | -6.01          | 57.48         |
| 美国 SP500 指数 | 3936.97  | -1.646319    | 1.15         | -1.35         | 2.99          | -12.73         | 38.77         |
| 纳斯达克综合指数    | 11669.96 | -1.603273    | 2.06         | 1.41          | 11.39         | -17.28         | 50.07         |
| 日经 225 指数   | 27466.61 | 1.933298     | 0.87         | 1.33          | 3.61          | 0.89           | 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<br>(RMB, 万元) | 代码        | 简称   | 价格(RMB)  | 涨跌幅(%)  | 流出资金<br>(RMB, 万元) |
|----|-----------|------|-----------|---------|-------------------|-----------|------|----------|---------|-------------------|
| 1  | 300750.SZ | 宁德时代 | 399.2000  | 1.3764  | 140424.06         | 300059.SZ | 东方财富 | 19.0000  | -5.8474 | 133732.26         |
| 2  | 000858.SZ | 五粮液  | 191.7700  | -0.2445 | 47087.03          | 601888.SH | 中国中免 | 184.6900 | -1.7606 | 81515.63          |
| 3  | 601012.SH | 隆基绿能 | 39.3800   | -0.1774 | 44983.31          | 300750.SZ | 宁德时代 | 399.2000 | 1.3764  | 55791.05          |
| 4  | 600519.SH | 贵州茅台 | 1773.3500 | -0.0930 | 41903.53          | 601012.SH | 隆基绿能 | 39.3800  | -0.1774 | 52619.88          |
| 5  | 300059.SZ | 东方财富 | 19.0000   | -5.8474 | 40766.43          | 002594.SZ | 比亚迪  | 243.2000 | 1.5406  | 44162.76          |
| 6  | 600036.SH | 招商银行 | 34.5400   | 0.9056  | 38265.63          | 000063.SZ | 中兴通讯 | 35.7200  | 5.3687  | 41288.13          |

|    |           |      |          |        |          |           |      |          |         |          |
|----|-----------|------|----------|--------|----------|-----------|------|----------|---------|----------|
| 7  | 603259.SH | 药明康德 | 81.3000  | 1.2958 | 36377.76 | 603259.SH | 药明康德 | 81.3000  | 1.2958  | 39749.88 |
| 8  | 601318.SH | 中国平安 | 46.5000  | 1.0650 | 31683.93 | 000858.SZ | 五粮液  | 191.7700 | -0.2445 | 37810.76 |
| 9  | 300274.SZ | 阳光电源 | 102.2000 | 0.6203 | 29456.74 | 601138.SH | 工业富联 | 16.0600  | 10.0000 | 37308.93 |
| 10 | 002594.SZ | 比亚迪  | 243.2000 | 1.5406 | 26636.45 | 300308.SZ | 中际旭创 | 44.2000  | 20.0109 | 35647.03 |

**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<br>(HKD, 万元) | 代码      | 简称     | 价格(HKD)  | 涨跌幅(%)      | 流出资金<br>(HKD, 万元) |
|----|---------|--------|----------|-------------|-------------------|---------|--------|----------|-------------|-------------------|
| 1  | 0728.HK | 中国电信   | 4.2100   | 0.01690821  | 31110.92          | 0700.HK | 腾讯控股   | 347.2000 | 0.01047730  | 136834.82         |
| 2  | 1024.HK | 快手-W   | 54.0000  | 0.01313321  | 35734.06          | 3690.HK | 美团-W   | 130.3000 | 0.00153728  | 81270.02          |
| 3  | 3033.HK | 南方恒生科技 | 无数据      | 无数据         | 44248.18          | 0981.HK | 中芯国际   | 18.3800  | -0.01816239 | 77085.56          |
| 4  | 0941.HK | 中国移动   | 63.4500  | 0.01196172  | 46526.22          | 2269.HK | 药明生物   | 49.9000  | 0.01525941  | 47754.58          |
| 5  | 0981.HK | 中芯国际   | 18.3800  | -0.01816239 | 51663.25          | 0941.HK | 中国移动   | 63.4500  | 0.01196172  | 33511.75          |
| 6  | 2269.HK | 药明生物   | 49.9000  | 0.01525941  | 52696.62          | 0939.HK | 建设银行   | 5.0900   | 0.01800000  | 32070.14          |
| 7  | 2828.HK | 恒生中国企业 | 无数据      | 无数据         | 58471.18          | 1024.HK | 快手-W   | 54.0000  | 0.01313321  | 21685.44          |
| 8  | 3690.HK | 美团-W   | 130.3000 | 0.00153728  | 61535.12          | 1797.HK | 东方甄选   | 33.9000  | -0.01310044 | 21252.61          |
| 9  | 2800.HK | 盈富基金   | 无数据      | 无数据         | 111784.50         | 0268.HK | 金蝶国际   | 13.9800  | -0.03851444 | 19401.57          |
| 10 | 0700.HK | 腾讯控股   | 347.2000 | 0.01047730  | 190448.87         | 0883.HK | 中国海洋石油 | 11.4000  | 0.01063830  | 18997.78          |

## 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<br>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<br>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