

中信证券研究部

重点推荐



陈俊云  
前瞻研究首席分析师  
S1010517080001



明明  
中信证券首席经济学家  
S1010517100001



明明  
中信证券首席经济学家  
S1010517100001



史丰源  
组合配置联席首席  
分析师  
S1010519090002

■ CrowdStrike (CRWD.OQ) 投资价值分析报告—新一代端点安全领导者，安全开支整合者

**前瞻研究** | 作为全球端点安全市场的领导者，CrowdStrike 在 2021H2-2022H1 全球端点安全市场中份额占比 18%，从静态份额的角度和动态份额获得的角度均位列全球第一。与此同时，公司亦凭借易于扩展的平台架构实现了身份保护、日志管理&XDR、云安全领域的有效扩展和快速增长，FY2023 年末公司端点安全产品以外的新品贡献的 ARR 已经达到 5.6 亿美元（+114% YoY），占公司整体 ARR 比例已经超过 20%。基于公司在核心端点安全市场的领导者地位及不断强化的竞争壁垒，以及公司在身份保护、云安全、XDR、数据丢失保护等诸多领域的渗透及快速增长，我们看好公司长期的发展空间及投资价值。

■ 担保地产债专题—信心支撑下的新选择

**固定收益** | 近年来地产行业经历一系列事件，从信用风波到政策转向，投资者行为也谨慎有加。两会后稳增长按部就班推进，地产支持政策循序落地，房地产信用风波以来的市场恐慌情绪得到缓解。虽然行业从修复到康复的确定性在逐渐增强，但信心的重构实难一蹴而就。在行业基本面尚未兑现的当下，市场对类民企地产债依然犹豫，而央国企债券超额收益空间相对较薄，我们认为在此背景下可切换视角，兼具性价比和安全边际的由中债增担保的地产债，将成为过渡时期最优选择。

■ 债市启明系列—新能源 REITs 启航：向阳而生，追风而行

**固定收益** | 近期，2 只新能源 REITs 提前结束募集，超额认购倍数、配售比例等多个指标显示市场对于这类资产的高认可度。基于对募集说明书的分析，新能源 REITs 底层资产在基础发电收入上具备一定稳定性，市场化发电收入上具备一定弹性，同时国补问题也在一定程度上得到了有效解决。叠加未来设备改造的空间以及当前市场上同类资产的稀缺性，我们看好这类标的在未来的表现。

■ 基金组合专题系列—香港主动型公募基金概况、标签体系与基金优选

**组合配置** | 香港市场吸引了众多来自全球的基金管理人，其主动型公募基金投资范围极广，在为市场提供了丰富选择的同时，也带来了理解和配置的难度。本文梳理了香港市场公募基金的概况，构建了香港主动型公募基金的特征标签，测算了经典基金评价指标对其进行基金优选的适用性，并提出了一套风控能力强、收益能力可观的优选基金池构建策略。为



徐涛  
科技产业联席首席  
分析师  
S1010517080003

■ 安防行业深度追踪系列第 48 期（2023 年 1&2 月）—1&2 月政府端中标金额基本持平，GPT 助力视频物联厂商能力提升

电子 | 整体来看，2023 年安防龙头厂商收入、成本、费用端有望同步改善，盈利能力有望显著修复。中长期来看，在各个行业的数字化、智能化转型成为未来 10 年黄金赛道的大趋势下，我们看好安防龙头厂商在 AI 等能力加持下进军新赛道不断打开更大成长空间，坚定看好安防龙头厂商未来的成长趋势及空间。



徐涛  
科技产业联席首席  
分析师  
S1010517080003

■ 电子行业 PCB 专题—底部明确，关注布局景气增量的优质公司

电子 | 我们认为 PCB（印刷电路板）行业目前底部明确，且数据中心、汽车电子景气持续，叠加消费复苏驱动改善，此外 IC 载板国产替代空间广阔。建议关注布局景气增量、产品结构优化的优质公司。



徐涛  
科技产业联席首席  
分析师  
S1010517080003

■ 电子行业专题—从大模型看电子行业投资机遇：云端算力增加+终端场景落地

电子 | ChatGPT 应用已成现象级产品，预计未来算力平民化和普适化将催生应用场景快速落地，多模态模型发展进一步拓展应用外延。2022 年 11 月 OpenAI 推出 ChatGPT 聊天机器人，凭借问答效率高、操作便捷、可扩展性强等突出特质迅速成为市场关注焦点，截至 2023 年 1 月 ChatGPT 用户已超过 1 亿。我们认为伴随着未来的算力平民化和普适化，算力的成本下探将使得此类应用快速落地，而另一方面“视频+文图+语音”的多模态发展方向下更进一步使得该技术的应用潜能被进一步拓宽，我们看好 ChatGPT 类应用在交互、搜索、服务、医药、金融、无人驾驶等领域实现快速扩张。



冯重光  
纺织服装行业首席  
分析师  
S1010519040006

■ 361 度（01361.HK）探店及跟踪深度报告—新品销售反响良好，店铺拓展未来可期

纺织服装 | 公司 2022 年收入/净利润同比+17%/+24%，门店拓展的加速、产品的持续创新，帮助公司在疫情扰动下保持业绩持续增长，根据我们对公司新品分析和线下门店走访的结果，我们认为公司高性价比专业运动产品在线下具有较强竞争实力。短期看，国内消费持续复苏，疫情对生产端毛利率的负面影响有望解除，面向经销商的批发折扣调整有望带来营收和利润上的双重优化。长期看，产品创新、门店扩张和电商高增等三大品牌复苏趋势有望保持延续，公司估值被低估的情况未来有望在业绩增长逻辑持续被验证的助推下有所改善。我们看好公司 2023 年迎来复苏，长期保持良好增长势头，给予公司 2023 年 10 倍 PE 的估值，维持目标价 5 港元，维持“买入”评级。

## 晨会一览

### 研究报告

CrowdStrike (CRWD.OQ) 投资价值分析报告—新一代端点安全领导者，安全开支整合者 .....	4
担保地产债专题—信心支撑下的新选择 .....	5
债市启明系列—新能源 REITs 启航：向阳而生，追风而行 .....	6
基金组合专题系列—香港主动型公募基金概况、标签体系与基金优选 .....	7
安防行业深度追踪系列第 48 期（2023 年 1&2 月）—1&2 月政府端中标金额基本持平，GPT 助力视频物联厂商能力提升 .....	8
电子行业 PCB 专题—底部明确，关注布局景气增量的优质公司 .....	9
电子行业专题—AI 的 iPhone 时刻：云端算力奔腾，终端泛音频 AIOT 扩张 .....	10
361 度 (01361.HK) 探店及跟踪深度报告—新品销售反响良好，店铺拓展未来可期 ....	11
华发股份 (600325.SH) 2022 年年报点评—战略聚焦效果显著，业绩增长值得期待 ....	12

### 会议提示

2023 年 3 月 22 日 08:30   皓元医药 2022 年业绩解读说明会 .....	14
2023 年 3 月 22 日 10:00   泰和新材交流会 .....	14
2023 年 3 月 22 日 15:00   复观航空复苏之三：换季后国内需求反弹及国际线复苏展望 .....	14
2023 年 3 月 22 日 15:30   金属板块热点跟踪 .....	14
2023 年 3 月 22 日 16:00   复锐医疗科技业绩说明会 .....	14
2023 年 3 月 22 日   “国企重塑，智能革命”—中信证券“信指·主题配置”系列主题交流论坛第 2 期 .....	14
2023 年 3 月 23 日   “科创风起，剑指芯片”—中信证券“信指·主题配置”系列主题交流论坛第 3 期 .....	14
2023 年 3 月 23 日 08:15   2023 年 3 月美联储货币会议解读 .....	14
2023 年 3 月 23 日 11:00   粤丰环保年报交流会 .....	14
2023 年 3 月 23 日 14:00   九毛九 FY22 年报后交流 .....	14
2023 年 3 月 24 日   “强预期，稳增长”—中信证券基金市场与基金策略主题交流会（第 3 期） .....	14
2023 年 3 月 29-31 日   中信证券&中信银行&中国国际经济咨询“一路同信”2023 年债市策略会：宁波专场 .....	14
2023 年 4 月 4 日   中信证券“谈经论策”第四季：2023 年春季宏观政策论坛 .....	14

## ■ 研究报告

### CrowdStrike (CRWD.OQ) 投资价值分析报告—新一代端点安全领导者，安全开支整合者

前瞻研究 | 陈俊云,许英博,刘锐

- **核心观点：**作为全球端点安全市场的领导者，CrowdStrike 在 2021H2-2022H1 全球端点安全市场中份额占比 18%，从静态份额的角度和动态份额获得的角度均位列全球第一。与此同时，公司亦凭借易于扩展的平台架构实现了身份保护、日志管理&XDR、云安全领域的有效扩展和快速增长，FY2023 年末公司端点安全产品以外的新品贡献的 ARR 已经达到 5.6 亿美元（+114% YoY），占公司整体 ARR 比例已经超过 20%。基于公司在核心端点安全市场的领导者地位及不断强化的竞争壁垒，以及公司在身份保护、云安全、XDR、数据丢失保护等诸多领域的渗透及快速增长，我们看好公司长期的发展空间及投资价值。
- **CrowdStrike：全球领先的新一代端点安全厂商。**CrowdStrike 成立于 2011 年，从端点安全产品起步，致力于重塑云时代的信息安全产品，改变交付和客户体验安全产品的方式。面对日益复杂的网络环境和变化多端的攻击方式，传统的安全手段难以应对攻击者战术手段的迅速变化；CrowdStrike 基于 Falcon 云原生平台及 Threat Graph 数据库引擎，利用前端轻量代理收集的海量企业数据和平台整合的外部威胁情报，对恶意攻击行为予以自动检测和实时预防，使客户的防御手段持续领先于外部攻击者。目前，公司拥有端点安全、云安全、威胁情报、身份保护、安全&IT 运营、日志管理六大产品类别，Falcon 平台已提供 23 个核心产品模块，覆盖多个安全细分市场。FY 2023 年末，公司 ARR（年度经常性收入）达到 25.6 亿美元（+48% YoY），FY2019-FY2023 ARR CAGR 近 70%。
- **行业分析：端点安全优势强化，新兴市场多点开花。**随着网络威胁行为从盲目粗暴转变为精确隐秘，端点安全产品不断进化，从静态变为动态，从被动变为主动，从基于“特征”变为基于“行为”。IDC 预计，2021 年-2026 年，全球企业端点安全市场规模将实现 14.9%的年均复合增速，从 103 亿美元增长到 206 亿美元。目前端点安全市场份额已经呈现出了向新一代头部 EDR 厂商集中的明显态势，CrowdStrike 持续快速获得份额。与此同时，通过市面主流端点安全产品的横向对比，我们亦能发现 CrowdStrike 在产品性能、跨平台兼容性和易用性上的显著优势。依靠先发优势和领先的技术水平，CrowdStrike 在 EDR 领域占据大量市场份额并积累了丰厚的客户资源，单一轻量级代理也为 up-sell 和 cross-sell 创造了良好条件，为公司业务边界的持续扩张奠定基础。在 2022 年投资者日上，CrowdStrike 根据目前产品面向的细分市场进行测算，得到 2023 年 TAM 为 761 亿美元，且预计 2025 年将增长到 978 亿美元；若考虑潜在的产品计划，公司预计这一市场空间将在 2026 年扩充至 1580 亿美元。根据公司财报，FY2023 年末公司端点安全产品以外的新品贡献的 ARR 已经达到 5.6 亿美元（+114% YoY），占公司整体 ARR 比例已经超过 20%。
- **公司分析：技术&生态构筑核心壁垒，客群广泛且稳定。**1) 技术优势：前端轻量级的代理以及后端的威胁图数据库，使得公司能够在不影响端点性能的前提下不断丰富平台的功能和性能；与此同时，持续丰富的数据集以及不断强化的算法模型亦为公司提供了持续强化的竞争壁垒。2) 客户资源：公司的订阅客户数量持续快速增长，从 2016 年的 450 名增加到 2022 年的 23,019 名，复合增长率高达 93%，新客户订阅模块的平均数量也由 2016 年的 2.0 个上升至 2021 年的 4.7 个；客户粘性方面，公司净收入留存率持续保持在 120%以上，总留存率一直维持在 98%以上的高水平。3) 渠道&

销售：由于安全产品专业属性较强，系统集成商、托管服务提供商等合作伙伴渠道是公司合同收入的主要来源，FY2023 公司通过合作伙伴渠道获得的收入达到总收入的 83%，而免费试用的产品模块亦大大提升了潜在客户的覆盖范围，能够使得销售团队有的放矢地完成试用客户的付费转化。

- **长期成长性：持续深耕核心市场，不断延展新模块、新区域。** 1) 替换传统端点安全产品：目前，CrowdStrike 监控端点数远小于 TrendMicro、Symantec 等传统厂商，面向超过 6 亿的全球商用 PC+服务器安装基数仍有巨大渗透空间。2) 渗透现有客户：公司估计，根据 2022 财年 17 亿美元的 ARR，如果现有客户购买所有模块，其全平台机会将达到 70 亿美元。在订阅客户中，目前大约 62% 的客户拥有五个或更多模块，39% 的客户拥有六个或更多模块，22% 的客户拥有七个或更多模块，我们预计随时间推移订阅收入将会继续保持增长趋势。3) 开拓海外市场：2023 财年，CrowdStrike 约 70% 的收入来自美国市场，在海外市场方面仍有很大的发展空间。目前，公司正在增加对海外业务的投资以扩大国际客户基数，包括增加欧洲、中东、亚太地区的员工人数，扩大当前的海外数据中心等。4) 拓展新的产品模块：公司成立以来持续通过内生研发和外延并购扩充平台产品模块，其中基于对 Preempt Security、Humio、Reposify 等公司的并购推出的身份保护、XDR&日志管理、EASM 等产品均取得了显著的协同效果，FY2023 均实现了三位数的增速。
- **风险因素：企业 SaaS 端点安全解决方案需求走弱的风险；产品更新迭代风险；公司客户拓展不力的风险；市场竞争加剧的风险；遭受数据泄露、网络攻击的风险；核心人员流失的风险；公司海外业务扩张不及预期的风险等。**
- **盈利预测与投资建议：作为新一代端点安全产品的领导者，Crowdstrike 在持续快速获得端点安全市场份额的同时，亦实现了身份保护、日志管理&XDR、云安全领域的有效扩展和快速增长，正在成为全球安全开支的有力整合者。我们预计公司 FY2024/25/26 营业收入分别为 30.0/38.4/47.9 亿美元，对应同比增速分别为 34%/28%/24.6%；Non-GAAP 净利润分别为 5.8/7.6/9.9 亿美元，对应同比增速分别为 54.6%/26.9%/27.0%；自由现金流分别为 9.1/12.3/15.8 亿美元，对应同比增速分别为 34.3%/35.1%/28.8%。基于公司在核心端点安全市场的领导者地位及不断强化的竞争壁垒，以及公司在身份保护、云安全、XDR、数据丢失保护等诸多领域的渗透及快速增长，我们看好公司长期的发展空间及投资价值。**

## 担保地产债专题—信心支撑下的新选择

固定收益 | 明明,李晗,张全国,徐焯烽

- **核心观点：**近年来地产行业经历一系列事件，从信用风波到政策转向，投资者行为也谨慎有加。两会后稳增长按部就班推进，地产支持政策循序落地，房地产信用风波以来的市场恐慌情绪得到缓解。虽然行业从修复到康复的确定性在逐渐增强，但信心的重构实难一蹴而就。在行业基本面尚未兑现的当下，市场对类民企地产债依然犹豫，而央国企债券超额收益空间相对较薄，我们认为在此背景下可切换视角，兼具性价比和安全边际的由中债增担保的地产债，将成为过渡时期最优选择。
- **行业与个体基本面修复途中。**2023 年以来，政策支持房地产行业的力度继续加强，行业与个体基本面正处于修复途中，信用风险加速出清。今年以来各地继续出台房地产支持政策，一线城市及热点城市商品房销售回暖，有望自上而下带动其余城市销售继续升温，从而促进行业修复。同时随着复工复产推进和购房者信心恢复，销售数据料将保持修复趋势，房地产行业康复的确定性在逐渐增强。当前地产债一级市场回暖，2 月净融资规模转正，预计 3 月仍可保持正增长趋势，预计 2023 年地产净融资规模有望较 2022 年同比增长；二级市场方面，2023 年以来地产债券经历短暂调整行情，

整体随市场走牛，预计跨季后在资产荒驱动下地产利差或将延续下行趋势。

- **与其博弈属性，不如切换视角。**相较于权益市场，债市更注重基本面与行业的修复。类民企特别是混合所有制企业虽在一定程度上经营效率更高，但经营稳定性则弱于“根正苗红”的央企。2023 年以来类民企尾部信用风险散发，稍有风吹草动，此类债券极易遭到抛售。站在 2023 年初，市场对类民企债券多有踌躇，更偏好股权结构清晰、抗风险能力更强的国有企业。而机构行为趋同，实现国企地产债超额收益难度较大，在房地产行业尚未完全修复的当下，我们建议不妨切换视角关注地产债券中有担保品类，特别是自身信用资质较高，基本面修复较快、具有中债增担保的地产债。
- **担保债券，可挖掘的价值洼地。**2022 年以来，为提高市场投资者信心，新发地产债受担保的比例明显提高。与未担保债券相比，担保地产债在发行票面利率、后续二级市场走势、性价比等方面均表现更佳。一级市场方面，其他条件相同下受担保债券发行利率更低，一级市场投资者信心更充足。二级市场方面，受担保债券利率走势更稳定，受舆情影响也表现出更好的抗跌性。性价比方面，以 3YAAA 等级各类债券收益率与利差为例，2022 年 10 月以来，有担保地产债券收益率与利差均高于同等级同期限的无担保地产债和企业债，性价比较高。存续无担保地产债券的发行主体多为国企，受行业信用风波影响较小，机构挖掘下利差压缩，超额收益空间不足。
- **担保地产债投资价值几何？融资“第二支箭”扩容后，中债增为优质类民企担保。**受担保债券发行利率较低，显示一级市场信心更充足。我们认为销售反弹带动行业修复的确定性在逐渐增强，当前违约与展期集中于受困房企，蔓延至未出险房企的可能性较小。中债增担保下市场信心加强，可关注“第二支箭”扩容后由中债增担保无舆情主体新发的债券，考虑若市场预期趋同资金涌入，将使得配置上等待右侧机会难度较大，建议左侧布局；交易上把握博弈舆情波动下优质房企有担保债券被市场错杀的机会。
- **风险因素：政策支持效果不及预期；房地产行业修复进度不及预期；房企融资政策收紧；个体信用事件传染至市场导致估值承压等。**

## 债市启明系列—新能源 REITs 启航：向阳而生，追风而行

固定收益 | 明明,余经纬, 联系人: 秦楚媛

- **核心观点：**近期，2 只新能源 REITs 提前结束募集，超额认购倍数、配售比例等多个指标显示市场对于这类资产的高认可度。基于对募集说明书的分析，新能源 REITs 底层资产在基础发电收入上具备一定稳定性，市场化发电收入上具备一定弹性，同时国补问题也在一定程度上得到了有效解决。叠加未来设备改造的想象空间、以及当前市场上同类资产的稀缺性，我们看好这类标的在未来的表现。
- **新能源 REITs 即将启航。**新能源基础设施纳入 REITs 试点资产范围，有助于相关原始权益人优化资产负债结构，打通“投融资管退”资金闭环，并促进能源基础设施有效投资。当前，以光伏发电和海风发电基础设施为底层资产的 2 只 REITs 即将上市，标志着 2023 年 C-REITs 市场在扩容增类道路上再进一步，开启新能源 REITs 新篇章。
- **新能源 REITs 底层资产成色几何？**
- **发电业务的量价空间——从机制上看，影响新能源 REITs 底层基础设施收入的主要因素是电量和电价。**其中，电价可拆分为基准电价和国补两部分，国补占比高是重要特征。电量方面，保量保价和保量竞价两种模式支撑下，中航京能 REIT 底层资产的结算电量兼具稳定性和弹性，中信建投国家电投 REIT 底层基础设施的上网电量整体平稳，易受风力资源影响。电价方面，由于国补存在，新能源发电价格和毛利率较高，市场化交易价格部分具备弹性。
- **如何看待国补？——针对国补退坡，基础设施项目在估值时已考虑国补退坡带来的现**

金流入减少，估值时未考虑绿证交易获得收益对项目收入的补充。此外，保理模式能够在一定程度上应对国补应收款回款波动对于基金分红的影响。

- 经营业绩预测——2 只新能源 REITs 底层资产营业收入和毛利率（预测）等指标均相对稳定。
- 折现率与底层资产估值——与其他特许经营权 REITs 类似，新能源 REITs 折现率采用加权平均资本成本（WACC），基于收益法中的税前净现金流模型测算，中航京能 REIT 和中信建投国家电投 REIT 底层资产估值分别为 24.54 亿元和 71.65 亿元。
- 现金分派率——按发行价购入，2 只新能源 REITs 现金分派率较高。基于公募 REITs 发售公告中的募集规模计算，2023 年 2 只新能源 REITs 的预测分派率超 10%。
- 市场对新能源 REITs 的认购情绪高涨——从发行认购环节来看，超额募集、高超额认购倍数和低配售比例显示出市场对这类型 REITs 的认可度较高。
- 总结：基于对募集说明书的分析，新能源 REITs 底层资产在基础发电收入上具备一定稳定性，市场化发电收入上具备一定弹性。尽管国补收入在其收入结构中占比偏高，但国补退坡的影响已经纳入了估值模型的考量，而国补应收款回款不确定性则可在一定程度上被保理模式缓释，因此国补问题也得到了有效解决。叠加未来设备改造的想象空间、以及当前市场上同类资产的稀缺性，我们看好这类标的在未来的表现。
- 风险因素：天气、自然灾害和新能源发电政策等不确定性影响新能源 REITs 底层资产收入。

#### 基金组合专题系列—香港主动型公募基金概况、标签体系与基金优选

组合配置 | 史丰源,厉海强,刘方,赵文荣,刘笑天

- **核心观点：**香港市场吸引了众多来自全球的基金管理人，其主动型公募基金投资范围极广，在为市场提供了丰富选择的同时，也带来了理解和配置的难度。本文梳理了香港市场公募基金的概况，构建了香港主动型公募基金的特征标签，测算了经典基金评价指标对其进行基金优选的适用性，并提出了一套风控能力强、收益能力可观的优选基金池构建策略。为
- **基金总数稳中有升，新发基金主要在香港注册成立。**香港市场认可单位信托及公募基金总数在 2012 年至 2022 年间上升了 18.1%，达到 2324 只。在新发行规模上，2021 年—2022 年的新发行量已经达到了上一个五年的 53%；以此速度我们估算，2021-2025 年间，香港市场的新发行基金数量或将大幅超过 2016 年-2020 年，清偿与合并数量规模或将持平。
- **2022 年基金资产净值规模下降明显，货币市场基金成为净认购主力。**香港市场认可单位信托及公募基金资产净值规模在 2012 年至 2022 年间上升了 24.8%，达到 15815 亿美元。基于 SFC 的分类，股票型基金是认可单位信托与公募基金中占比最大的类别，基金资产净值和数量分别占比 49.8%和 42.3%，紧随其后的是债券型和混合型基金。2022 年 SFC 认可单位信托与公募基金的资产净值规模降低 5422.6 亿美元，债券基金和股票基金降幅占比最高，分别占总降幅的 57.3%和 33.5%。历史上，债券基金和指数基金一直是基金净申购的重要组成部分，但是自 2022 年 3 季度起，货币基金的净申购量有明显的上升，挤占了债券基金和指数基金的比重，2022 年 4 季度的净认购规模中，货币基金净认购 27.1 亿美元，占比 75.9%。
- **我们构建了深度穿透的五维度基金标签体系，实现香港主动型公募的精准配置与分散化投资。**香港市场销售的主动型公募基金在过去 10 年中先后持有了 255000 余只全球各类证券。基于持仓明细，我们为其构建了包括：币种、大类资产、投资地区、投资行业、估值偏好在内的五维基金标签体系，精准透视仓位特征。其中，币种标签可

以为投资人提供外汇方面的风险暴露；投资地区、投资行业标签除了可以帮助投资人精准的配比符合自己投资需求的投资组合以外，还能提供额外的分散化投资的效果；大类资产、估值偏好标签虽然分散化投资的效果不佳，但是胜在能提供盈亏幅度上的差异。

- **风险调整后收益、标的优选能力、择时能力、业绩持续性指标在香港市场仍然有一定的基金优选效果。**结合我们的大类资产标签，我们测算了经典指标对香港主动型公募基金基金的优选效果：整体上讲，三年期夏普比率对香港市场基金的优选相对更有指导性；基于 TM 模型评价的标的优选能力对债券型基金有更好的效果；择时能力的优选效果在 2017 年及之前较为突出，之后有明显的弱化；业绩持续性在考察的周期内，对三类基金优选都能带来一定的概率上的优势，尤其是对债券型基金，业绩持续性突出的基金有 88.9% 的概率在下一年获得排名前 50% 的业绩。在一个较长的投资周期内，以上指标的确能够为香港市场的基金优选带来一些概率上的优势，尤其以债券型基金效果最为明显。结合评价指标和我们的标签体系，我们提出了一套风控能力强，收益能力可观的优选基金池策略。
- **风险因素：全球基金持仓信息公布时滞及纳入数据库的时滞各有不同，基金标签可能随着最新信息的公布产生变化，分析基于全球 25 万余只各类证券，范围极广，难以 100% 排除底层数据质量的问题。**

#### 安防行业深度追踪系列第 48 期（2023 年 1&2 月）—1&2 月政府端中标金额基本持平，GPT 助力视频物联厂商能力提升

电子 | 徐涛,胡叶倩雯,夏胤磊

- **核心观点：**整体来看，2023 年安防龙头厂商收入、成本、费用端有望同步改善，盈利能力有望显著修复。中长期来看，在各个行业的数字化、智能化转型成为未来 10 年黄金赛道的大趋势下，我们看好安防龙头厂商在 AI 等能力加持下进军新赛道不断打开更大成长空间，坚定看好安防龙头厂商未来的成长趋势及空间。
- **招投标数据：**2023 年 1&2 月，国内政府端招标及中标金额分别同比-13%/-2%（注：考虑数据可得性，本报告只统计了金额为千万级别的安防项目；部分超大型项目按照建设期分摊计算），1-2 月招标端过亿项目 12 个，总金额 35.37 亿元，中标端过亿项目 17 个，总金额 40.23 亿元（去年同期招标端过亿项目 13 个，总金额 27.02 亿元，中标端过亿项目 14 个，总金额 29.31 亿元）。
- **回顾 2022 年，**受到疫情防控政策及节奏的变化、国际环境变化等因素影响，安防行业面临较大压力，龙头厂商收入&利润端均承压。2022 年 12 月国内疫情防控政策“新十条”出台，疫情对安防需求影响有望显著降低。展望 2023 年，我们看好安防龙头厂商收入端、成本端、费用端迎来全面改善：进入 2023 年，随着宏观经济预期回暖，国内政府及商业端安防需求均有望逐步迎来复苏（上游供应链跟踪也可以侧面佐证这一结论），看好龙头厂商收入端增速较 2022 年明显提速。同时，过去 2 年由于整体行业承压，部分玩家退出市场或降低投入，龙头厂商趁势整合市场份额，在行业上行周期有望进一步受益，且受益于竞争格局改善，盈利能力有望回升，人力成本压力明显降低。整体来看，2023 年安防龙头厂商收入、成本、费用端有望同步改善，盈利能力有望显著修复。中长期来看，在各个行业的数字化、智能化转型成为未来 10 年黄金赛道的大趋势下，我们看好安防龙头厂商在 AI 等能力加持下进军新赛道，不断打开更大成长空间，坚定看好安防龙头厂商未来的成长趋势及空间。
- **海内外动态：**1) 国内方面：《数字中国建设整体布局规划》发布，明确“2522”整体发展框架，我们认为《规划》为安防产业参与我国数字经济建设提供整体的方向指引，且其中多次提到智慧水利、数字政务、智慧教育、数字乡村等关键词，也是安防

产业玩家有望进一步深入参与且大有可为的具体场景。2) 海外方面: ChatGPT 应用火热已成发展共识, Transformer 架构支撑 GPT 走向多模态应用, 视频物联作为 AI 的垂直应用领域同样有望受益, 看好视频物联厂商在 GPT 加持下能力提升加速推动更多应用场景落地。

- **风险因素: 数字化进展低于预期; 局部疫情反复超预期; 政府端投资承压; 经济景气度承压; 海外竞争加剧; 汇率波动风险。**

## 电子行业 PCB 专题—底部明确, 关注布局景气增量的优质公司

电子 | 徐涛, 胡叶倩雯, 夏胤磊

- **核心观点:** 我们认为 PCB (印刷电路板) 行业目前底部明确, 且数据中心、汽车电子景气持续, 叠加消费复苏驱动改善, 此外 IC 载板国产替代空间广阔。建议关注布局景气增量、产品结构优化的优质公司。
- **整体: 近千亿美元市场, 内资在封装基板、HDI 高端领域空间广阔。** PCB 被称为“电子产品之母”, PrismaMark 判断, 受宏观经济波动影响, 2022 年全球 PCB 市场达 821 亿美元, 同比+1.5%。伴随宏观影响边际减弱, 整体需求稳步复苏, PrismaMark 预计 2026 年全球 PCB 产值达到 1016 亿美元, 对应 2022-2026 年 CAGR 超 5%。细分来看, 服务器及数据中心、汽车电子成长最快, 我们预计 2022~2026 年 CAGR 将达 9.4%/8.1%, 且技术发展持续推动 PCB 产品结构升级, 封装基板、HDI 板未来成长增速高于整体行业, 目前仍由日、韩、中国台企业主导, 内资成长空间广阔。
- **需求景气视角: 两大景气增量+消费复苏, 行业有望底部向上。** 细分 1—数据中心: AIGC 催化海量算力需求, 驱动 IDC 加速建设。量的角度, ChatGPT 引发行业算力军备竞赛, AIGC 行业发展趋势明确, 亦加速云计算建设需求, 我们预计服务器未来 3 年出货 CAGR 近 10%; 价的角度, Intel、AMD 持续迭代, CPU 新平台升级驱动 PCB 价值提升, 经我们产业调研, 我们测算 PCIe5.0 标准 PCB 背板的价值量较 4.0 标准提升约 20%~30%, 交换机亦有从 100G 向 400G/800G 升级趋势驱动 PCB 价值量提升。竞争角度, 格局相对分散, 伴随上游材料技术突破以及客户认证通过, 中国厂商份额有望提升。细分 2—汽车电子: 三化驱动量价提升, 日企领先而内资有望高成长。我们测算传统车 PCB 价值量约 400 元, 电动化/智能化/轻量化有望带来 3000 元 ASP 增量。PrismaMark 预测, 全球汽车电子 PCB 产值 2022~26 年 CAGR 达 8%。竞争角度, 日厂领先, 受益国内高增长、自主可控需求以及多厂商积极布局, 内资有望高速发展。细分 3—消费复苏: 消费电子有望回暖, 手机/其他消费电子 CAGR 预计 7%/4%。我们预计手机在 2023 年将迎来弱复苏且“前低后高”, 2024 年在 5G 换机等驱动下迎来强复苏, 同时智能手表、AR/VR “方兴未艾”, 功能的不断丰富推动 FPC/HDI 价值量推升, PrismaMark 预测智能手机/其他消费电子 2022-2026 年 CAGR 为 6.8%/4.2%。
- **国产替代视角: IC 载板行业空间广阔, 内资产值占比不足 5%, 有望加速成长。** IC 载板是芯片封装的核心载体, 连接上层芯片和下层 PCB, 在 PC、服务器、AI 芯片、存储、Module 多领域驱动叠加 Chiplet 技术发展下有望高增长, PrismaMark 预计 2022~26 年 CAGR 达 7.88%, 是增速最快细分领域。在技术、上游资源、下游客户、资金四大壁垒制约下先发优势显著, 目前日、韩、中国台合计份额超 90%, 内资占比不足 5%, 深南、兴森等公司积极布局突破, 未来有望加速成长。
- **投资建议: 关注布局景气增量、结构优化的优质公司。** 自 2020 年 1 月以来 PCB (中信) 指数动态 PE 均值为 28 倍, 截至 2023 年 3 月 21 日为 21 倍, 处于低估水平。展望未来, 我们认为当前 PCB 行业底部明确, 从需求景气视角看, 数据中心、汽车电子两大景气增量+消费复苏, 行业有望底部向上; 从国产替代视角看, IC 载板行业空间广阔, 我们测算 2021 年内资产值占比不足 5%, 有望加速成长, 建议关注沪电股

份、深南电路、兴森科技、胜宏科技、生益电子、景旺电子、东山精密、鹏鼎控股等。同时，PCB 回暖背景下，亦建议关注上游龙头材料/设备供应商，如生益科技、大族数控等。

- **风险因素：宏观经济波动；细分下游需求不及预期；原材料供应及价格波动；PCB 行业竞争加剧；国产化推进不及预期等。**

### 电子行业专题—AI 的 iPhone 时刻：云端算力奔腾，终端泛音频 AIOT 扩张

电子 | 徐涛,雷俊成,梁楠,夏胤磊

- **核心观点：**ChatGPT 应用已成现象级产品，预计未来算力平民化和普适化将催生应用场景快速落地，多模态模型发展进一步拓展应用外延。2022 年 11 月 OpenAI 推出 ChatGPT 聊天机器人，凭借问答效率高、操作便捷、可扩展性强等突出特质迅速成为市场关注焦点，截至 2023 年 1 月 ChatGPT 用户已超过 1 亿。我们认为伴随着未来的算力平民化和普适化，算力的成本逐渐下探将使得此类应用快速落地，而另一方面“视频+文图+语音”的多模态发展方向下会更进一步使得该技术的应用潜能被进一步拓宽，我们看好 ChatGPT 类应用在交互、搜索、服务、医药、金融、无人驾驶等领域实现快速扩张。
- **云端受益逻辑：**ChatGPT 类应用驱动算力规模快速增长，核心底层硬件 AI 芯片及配套 CPU、元器件亦同频发展，且国产化需求旺盛利好本土厂商崛起。
- **ChatGPT 类应用铺开将驱动全球算力规模快速提升，并拉动关键底层 AI 芯片的需求同频增长。**中国信息通信研究院等机构预测，至 2030 年全球算力规模将扩大到 56 Zflops，对应 2021-2030 年 CAGR~65%，且届时智能算力规模将占 90%以上。
- **当前 AI 芯片市场由海外龙头如英伟达主导，国内玩家快速追赶。**除算力性能之外，AI 芯片亦强调工艺制程、功能、生态布局、IP 等综合要素，在此领域海外龙头英伟达掌握有技术+生态双重壁垒，而国内厂商相较前者仍有一定差距，但已在技术、产品、客户导入方面取得较为积极突破。
- **美政府严格限制对华销售高端芯片，中长期 AI 芯片国产替代是必经之路。**2022 年 8 月和 10 月美国针对高端 GPU 芯片的对华销售实施限制，并严格设定界限阻碍先进计算芯片售往中国，意味着可见未来内我国 AI 产业发展将缺乏海外尖端产品支持。对此，我们认为短期过渡来看国内可以选择英伟达和 AMD 尚未被禁止的次优性能 GPU 芯片，但中长期 AI 芯片国产替代将是必经之路。
- **完善服务器核心生态的发展需求之下，国产 CPU、配套元器件等也将迎来宝贵发展机遇。**在服务器中，国产 AI 芯片的运用同时也伴生着对于配套软硬件的需求提升，例如国产 CPU 主核，以及在服务器之中所使用的 PCB、存储、内存接口芯片、模拟芯片等配套元器件。
- **终端受益逻辑：**我们认为 ChatGPT 实现语义理解最快延伸出的场景，首先是文字、其次是语音，以智能音箱为例，ChatGPT 驱动智能化 2.0 升级并带动新需求释放。
- **ChatGPT 通过大模型实现语义的深度理解，我们认为从语义理解最快延伸出的场景，首先是文字、其次是语音，载体就是文字和语音输入输出的终端界面。**考虑到语音输入较文字输入的便捷性和实用性，我们认为最先受益的 AIoT 场景是人工智能巨头提升智能音箱等终端的智能度，改善使用体验。
- **智能音箱升级趋缓，而 ChatGPT 技术可驱动智能音箱 2.0 升级，或将成新需求带动点。**现有智能音箱产品经常出现听不懂话、反应慢的状况，或者对于相对复杂问题直接无法回答，只剩下听音乐、定闹钟、问天气等较为有限的互动，产品表现并不“智能”。此前语音交互功能将音箱升级为智能音箱 1.0 版本，ChatGPT 提升智能音箱交

互体验，有望逐步往智能音箱 2.0 升级。

- **建议关注：云端环节：**建议关注受益于算力需求提升的相关环节的公司，包括英伟达、AMD、寒武纪、龙芯中科、海光信息、澜起科技、江波龙、杰华特、沪电股份、通富微电、长电科技、裕太微等。**终端环节：**随着终端出货成长，具备技术优势的平台型主芯片以及周边芯片厂商有望受益，包括晶晨股份、恒玄科技、瑞芯微、全志科技、北京君正、乐鑫科技等。
- **ChatGPT 应用已成现象级产品，未来算力平民化和普适化将催生应用场景快速落地，多模态模型发展进一步拓展应用外延。**2022 年 11 月 OpenAI 推出 ChatGPT 聊天机器人，凭借问答效率高、操作便捷、可扩展性强等突出特质迅速成为市场关注焦点，截至 2023 年 1 月 ChatGPT 用户已超过 1 亿。我们认为伴随着未来的算力平民化和普适化，算力的成本下探将使得此类应用快速落地，而另一方面“视频+文图+语音”的多模态发展方向下更进一步会使得该技术的应用潜能被进一步拓宽，我们看好 ChatGPT 类应用在交互、搜索、服务、医药、金融、无人驾驶等领域实现快速扩张。
- **风险因素：用户拓展不及预期风险；AI 技术及新产品开发发展不及预期风险；外部制裁加剧风险；宏观经济需求下行风险。**

### 361 度 (01361.HK) 探店及跟踪深度报告—新品销售反响良好，店铺拓展未来可期

纺织服装 | 冯重光,郑一鸣,郑逸坤

- **核心观点：**公司 2022 年收入/净利润同比+17%/+24%，门店拓展的加速、产品的持续创新，帮助公司在疫情扰动下保持业绩持续成长，根据我们对公司新品分析和线下门店走访的结果，我们认为公司高性价比专业运动产品在线下具有较强竞争实力。短期看，国内消费持续复苏，疫情对生产端毛利率的负面影响有望解除，面向经销商的批发折扣调整有望带来营收和利润上的双重优化。长期看，产品创新、门店扩张和电商高增等三大品牌复苏趋势有望保持延续，公司估值被低估的情况未来有望在业绩增长逻辑持续被验证的助推下有所改善。我们看好公司 2023 年迎来复苏，长期保持良好增长势头，给予公司 2023 年 10 倍 PE 的估值，维持目标价 5 港元，维持“买入”评级。
- **销售：连续多个季度流水增长亮眼，2023 年业绩复苏。**1) 2022 年表现亮眼，公司 2022 年实现收入 69.6 亿元/+17%，2022Q1/Q2/Q3/Q4 361° 主品牌线下渠道零售额分别同比高双位数/低双位数/中双位数正增长/持平，361° 电商平台零售额同比增长约 50%/约 45%/约 45%/约 25%。在疫情扰动下，多个季度增长亮眼。2) 2023 年稳步复苏。截止 3 月中旬，公司 Q1 主品牌/童装线下渠道流水同比+10%/20%以上，电商渠道流水保持 30%以上的增长，全渠道业绩复苏。
- **产品：产品竞争力增强，新品广受消费者认可。**春夏为跑鞋产品的集中上新时期，本季公司碳板跑鞋系列迭代新品飞燃 2 正式上市，销售反馈良好。同时公司推出了飚速 2 Pro、碳素 CQT、飞燃 ET、飞韧等 339-699 元的训练跑鞋，填补了公司此前在训练跑鞋中的产品空白，也进一步丰富了公司 500-700 价格带的跑鞋产品矩阵。魔镜市场情报数据显示，在新品发售的刺激下，11/12/1/2 月份淘宝天猫 361 度跑步鞋产品销售额同比 +16%/+3%/-3%/+93%，产品均价（吊牌价）同比 +24%/+17%/+34%/+24%。
- **门店：门店数量持续增长，低线城市竞争实力强。**1) 门店增长：主品牌/童装净增加 210/392 家，达 5480/2288 家网点，其中主品牌九代门店占比 48.6%，同比+20.4pcts，根据公司估算门店升级至 9 代门店约有 10%以上的店效提升。2) 门店竞争实力强：3 月初，我们对北京郊区乡镇地区 361 度典型街铺进行了调研。店内折扣及动销情况表现良好，线上线下货品合理布局，店铺主推热销鞋类产品集中于 400 元（吊牌价，下

同)以上,600~900元的高端鞋款亦有在线下部分投放,功能性与专业性受消费者认可。3)服装方面:夏装短款上衣约150~200元,春装长款上衣集中于300~400+元(少数款式下探至约250元左右,部分主推国潮主推款式上探至500元+),卫衣/外套约300~500元,裤装约250~400元。

- **风险因素:** 竞争激烈推动费用率上升;公司产品创新不及预期;公司门店拓展不及预期;运动、童装消费需求不及预期;国产运动品牌升级受阻的风险;国内与海外宏观经济承压;海外宏观经济环境影响公司国际业务的风险。
- **投资建议:** 公司2022年收入/净利润同比+17%/+24%,门店拓展的加速、产品的持续创新,帮助公司在疫情扰动下业绩持续成长。根据我们对公司新品分析和线下门店走访的结果,我们认为公司高性价比专业运动产品在线下具有较强竞争实力,公司估值被低估的情况未来有望在业绩增长逻辑持续被验证的助推下有所改善。我们看好公司2023年迎来复苏,长期保持良好增长势头,我们维持公司2023-25年EPS预测0.45/0.53/0.58元。参照头部运动公司2023年估值水平(李宁/安踏体育/特步对应27x/26x/16X PE,来自中信证券研究部预测),以及公司近十年历史平均PE估值水平(10x),给予公司2023年10xPE的估值,维持目标价5港元,目标市值103亿港元,维持“买入”评级。

### 华发股份(600325.SH)2022年年报点评—战略聚焦效果显著,业绩增长值得期待

房地产和物业服务 | 陈聪,张全国

- **核心观点:** 公司2022年业绩阶段性下降,但前期进取的投资态度已经转化为货值优势,2023年全年销售表现预计亮眼。在业务布局优化与融资渠道通畅的双重助力下,我们相信公司盈利能力将迎来触底回升,并带动公司2023-2024年业绩持续高增
- **公司2022年业绩受行业下行周期影响阶段性下降。**2022年全年公司实现营业收入591.9亿元,同比增长15.5%,实现净利润47.3亿元,同比增长1.1%,实现归母净利润25.8亿元,同比下降19.3%。受房地产行业下行周期影响,2022年公司结算毛利率同比下降5.4个百分点至20.3%,叠加结算项目权益比下降,归母净利润有所下滑。
- **土储优势转化为货值优势,公司2023年全年销售表现预计亮眼。**2022年公司实现全口径销售金额1202亿元,销售面积401万平米,分别同比下降1.4%和14.5%,是行业下行周期中少有保持销售规模基本稳定的全国性房地产企业,行业排名由32位大幅提升至第18位;2023年前2月,公司实现销售金额250亿元,销售面积89万平米,同比分别大幅增长85.4%和131.2%,销售排名进一步跃升至行业第9。我们预计在2023年房地产销售整体复苏以及公司前期新增优质土储逐步转化为可售货值的推动下,公司全年销售表现有望显著跑赢行业。
- **聚焦战略初见成效,盈利能力预计触底回升。**公司在发展过程中兼顾质量与规模,在保证大本营珠海龙头地位的前提下,重点布局上海、深圳、武汉、南京、杭州等高能级城市,持续深耕长三角等重点城市群,以进取而投资态度持续优化在手资源。2022年公司业务布局得到显著优化,华东大区全年完成销售额779亿元,同比增长40.8%,占公司全年销售比例达64.8%,成为公司业绩的压舱石与发动机。截至2022年底,公司在手土储及在建项目计容建面合计1771万平米,为公司当年竣工面积的2.7倍,同时预收房款达872亿元,较年初增长28%。公司在手资源总量充裕,结构合理,我们预计伴随着公司优质新增项目逐步结算,公司盈利能力将有望迎来触底回升,带动公司2023-2024年业绩持续高增。
- **信用无虞,顺畅融资渠道助力公司把握行业机遇。**公司背靠珠海最大国有综合企业集团,始终坚守风险底线,有效把握融资与投资战略平衡,受到广泛金融机构肯定。2022

年公司公开发行境内债券超 160 亿元，并成为再融资方案最早获交易所受理的房地产企业之一，计划募集资金 60 亿元。截至 2022 年底，公司合计有息负债 1456 亿元，其中长期负债占比达 81.9%，平均融资成本 5.76%，较 2021 年稳中有降，并继续稳居“三道红线”绿档水平。我们相信，若再融资顺利落地，公司将进一步扩大既有优势，补充优质资源，并转入长期良性发展通道。

- **风险因素：**公司再融资事项仍需监管机构审核，尚存不确定性；公司非核心城市存量项目销售及利润不及预期的风险；地产行业政策超预期收紧。
- **盈利预测、估值与评级：**公司聚焦核心的战略效果显著，随着行业信用风险的告一段落和供给侧变革的持续深化，我们预计公司将凭借在存量资源、融资渠道和开发能力等方面的显著优势进一步扩大销售规模，提升盈利能力。我们小幅调整公司 2023/2024/2025 年 EPS 预测为 1.51/2.02/2.15 元（原预测 2023/2024 年 EPS 为 1.55/2.10 元），参考越秀地产、金融街、华润置地等高信用蓝筹地产企业 2023 年约 6-12 倍 PE 的估值水平（中信证券研究部预测），考虑到公司优质存量资源带来的业绩高确定性，我们给予公司 2023 年 10 倍 PE 的估值，对应每股 15 元的目标价，维持公司“买入”的投资评级。

**市场数据**

指数	主要市场指数				主要商品期货					
	收盘 点位	涨跌%	1日	5日	本年	收盘价	1日	涨跌%	5日	本年
沪深 300	3982.38	1.10	-0.1	3	纽约期油	69.67	3.00	-2.3	-13	
上证指数	3255.65	0.64	0.3	5	纽约期金	1941.10	-2.10	1.6	6	
香港恒生	19258.76	1.36	0.1	-3	伦敦期铜	8701.25	1.41	-1.7	4	
H 股指数	6549.78	1.24	1.7	-2	伦敦期铝	2241.42	-0.11	-1.0	-5	
红筹股	3946.79	0.52	1.2	7	伦敦期锌	2885.50	-0.33	-1.8	-3	
日经 225	26945.67	-1.42	-3.2	3	主要外汇商品					
道琼斯	32560.60	0.98	1.3	-2						
标普 500	4002.87	1.30	2.1	4	美元指数	103.26	-0.02	0.4	-1	
纳斯达克	11860.11	1.58	3.8	13	美元/人民币	6.88	0.03	0.1	-0	
德国 DAX	15195.34	1.75	-0.2	9	美元/日元	132.35	-0.12	-0.1	1	
法国 CAC	7112.91	1.42	-0.4	10	欧元/美元	1.08	0.02	0.1	1	
富时 100	7536.22	1.79	-1.3	1	英镑/美元	1.22	0.02	0.1	1	

注：为最近交易日数据。期货商品收盘价单位为 USD

**会议提示**

2023 年 3 月 22 日 08:30 | 皓元医药 2022 年业绩解读说明会

2023 年 3 月 22 日 10:00 | 泰和新材交流会

2023 年 3 月 22 日 15:00 | 复观航空复苏之三：换季后国内需求反弹及国际线复苏展望

2023 年 3 月 22 日 15:30 | 金属板块热点跟踪

2023 年 3 月 22 日 16:00 | 复锐医疗科技业绩说明会

2023 年 3 月 22 日 | “国企重塑，智能革命”——中信证券“信指·主题配置”系列主题交流论坛第 2 期

2023 年 3 月 23 日 | “科创风起，剑指芯片”——中信证券“信指·主题配置”系列主题交流论坛第 3 期

2023 年 3 月 23 日 08:15 | 2023 年 3 月美联储货币会议解读

2023 年 3 月 23 日 11:00 | 粤丰环保年报交流会

2023 年 3 月 23 日 14:00 | 九毛九 FY22 年报后交流

2023 年 3 月 24 日 | “强预期，稳增长”——中信证券基金市场与基金策略主题交流会（第 3 期）

2023 年 3 月 29-31 日 | 中信证券&中信银行&中国国际经济咨询“一路同信”2023 年债市策略会：宁波专场

2023 年 4 月 4 日 | 中信证券“谈经论策”第四季：2023 年春季宏观政策论坛

## ■ 近期重点研报

- 2023-03-21 | 固收：流动性溢价压缩还是渐进性资产荒延续？
- 2023-03-21 | 计算机：从微软+GPT 看金山办公等国产软件潜力
- 2023-03-21 | 动保：院企合作协议落地，非瘟疫苗研发稳步推进
- 2023-03-21 | 电新：广东出台政策，多维度支持储能发展
- 2023-03-21 | 白酒：一季报预计总体平稳，等待修复预期增强
- 2023-03-21 | 前瞻：互联网配置性价比显现，宏观边际改善驱动板块上行
- 2023-03-21 | CrowdStrike (CRWD.OQ)：新一代端点安全领导者，安全开支整合者
- 2023-03-20 | A 股行业比较：产业生命周期视角看待“中特估值”
- 2023-03-20 | 固收：全球金融危机又到了吗？
- 2023-03-20 | 地产：财政视角看房地产市场
- 2023-03-20 | 银行：稳定流动性预期，银行股步入可配区间
- 2023-03-20 | 地产和物业：产业园区：重估园区
- 2023-03-20 | 电新：电网变革：景气上行，深挖三主线
- 2023-03-20 | 社服+新零售：2023Q1 业绩前瞻：复苏韧性强，节奏胜预期
- 2023-03-20 | 钠电池：雅迪首发钠电新品，两轮车场景即将落地
- 2023-03-20 | 云南铜业 (000878)：国内铜业领先企业，资源盈利有望齐升
- 2023-03-20 | 君亭酒店 (301073)：迈向中高端酒店一梯队，度假市场先行者
- 2023-03-20 | 泓博医药 (301230)：小分子药物研发一站式服务商，加速布局打开成长空间

**中信证券研究部**

<b>陈聪</b> 执业证书编号: S1010510120047	<b>肖斐斐</b> 执业证书编号: S1010510120057	<b>秦培景</b> 执业证书编号: S1010512050004	<b>祖国鹏</b> 执业证书编号: S1010512080004
<b>姜姘</b> 执业证书编号: S1010510120056	<b>刘方</b> 执业证书编号: S1010513080004	<b>林小驰</b> 执业证书编号: S1010510120031	<b>许英博</b> 执业证书编号: S1010510120041
<b>李鑫</b> 执业证书编号: S1010510120016	<b>田良</b> 执业证书编号: S1010513110005	<b>邵子钦</b> 执业证书编号: S1010513110004	<b>刘海博</b> 执业证书编号: S1010512080011
<b>赵文荣</b> 执业证书编号: S1010512070002	<b>李想</b> 执业证书编号: S1010515080002	<b>王兆宇</b> 执业证书编号: S1010514080008	<b>董成徽</b> 执业证书编号: S1010513110006
<b>厉海强</b> 执业证书编号: S1010512010001	<b>张若海</b> 执业证书编号: S1010516090001	<b>徐晓芳</b> 执业证书编号: S1010515010003	<b>罗鼎</b> 执业证书编号: S1010516030001
<b>王喆</b> 执业证书编号: S1010513110001	<b>张全国</b> 执业证书编号: S1010517050001	<b>敖冲</b> 执业证书编号: S1010515020001	<b>章立聪</b> 执业证书编号: S1010514110002
<b>薛缘</b> 执业证书编号: S1010514080007	<b>杨泽原</b> 执业证书编号: S1010517080002	<b>崔嵘</b> 执业证书编号: S1010517040001	<b>余经纬</b> 执业证书编号: S1010517070005
<b>杨帆</b> 执业证书编号: S1010515100001	<b>徐涛</b> 执业证书编号: S1010517080003	<b>顾晨曦</b> 执业证书编号: S1010517110001	<b>胡叶倩雯</b> 执业证书编号: S1010517100004
<b>盛夏</b> 执业证书编号: S1010516110001	<b>李晗</b> 执业证书编号: S1010517030002	<b>杨清朴</b> 执业证书编号: S1010518070001	<b>刘博阳</b> 执业证书编号: S1010518040001
<b>陈俊云</b> 执业证书编号: S1010517080001	<b>明明</b> 执业证书编号: S1010517100001	<b>裘翔</b> 执业证书编号: S1010518080002	<b>王冠然</b> 执业证书编号: S1010519040005
<b>袁健聪</b> 执业证书编号: S1010517080005	<b>汪浩</b> 执业证书编号: S1010518080005	<b>李睿鹏</b> 执业证书编号: S1010519040003	<b>唐川林</b> 执业证书编号: S1010519060002
<b>彭家乐</b> 执业证书编号: S1010518080001	<b>薛姣</b> 执业证书编号: S1010518110002	<b>周成华</b> 执业证书编号: S1010519100001	<b>肖昊</b> 执业证书编号: S1010519070002
<b>林劼</b> 执业证书编号: S1010519040001	<b>尹欣驰</b> 执业证书编号: S1010519040002	<b>顾训丁</b> 执业证书编号: S1010519110002	<b>于翔</b> 执业证书编号: S1010519110003
<b>扈世民</b> 执业证书编号: S1010519040004	<b>冯重光</b> 执业证书编号: S1010519040006	<b>丁奇</b> 执业证书编号: S1010519120003	<b>李超</b> 执业证书编号: S1010520010001
<b>郑一鸣</b> 执业证书编号: S1010519120002	<b>彭博</b> 执业证书编号: S1010519060001	<b>黄亚元</b> 执业证书编号: S1010520040001	<b>杨畅</b> 执业证书编号: S1010520050002
<b>程强</b> 执业证书编号: S1010520010002	<b>孙明新</b> 执业证书编号: S1010519090001	<b>史丰源</b> 执业证书编号: S1010519090002	<b>陆昊</b> 执业证书编号: S1010519070001
<b>纪敏</b> 执业证书编号: S1010520030002	<b>商力</b> 执业证书编号: S1010520020002	<b>李世豪</b> 执业证书编号: S1010520070004	<b>张惟诚</b> 执业证书编号: S1010520080007
<b>雷俊成</b> 执业证书编号: S1010520050003	<b>华夏</b> 执业证书编号: S1010520070003	<b>付宸硕</b> 执业证书编号: S1010520080005	<b>梁楠</b> 执业证书编号: S1010520090005
<b>汤学章</b> 执业证书编号: S1010520090006	<b>刘春彤</b> 执业证书编号: S1010520080003	<b>陈旺</b> 执业证书编号: S1010520090003	<b>郭韵</b> 执业证书编号: S1010520100003
<b>玛西高娃</b> 执业证书编号: S1010520100001	<b>刘易</b> 执业证书编号: S1010520090002	<b>唐栋国</b> 执业证书编号: S1010520100002	<b>潘儒琛</b> 执业证书编号: S1010520110001
<b>汤可欣</b> 执业证书编号: S1010520120002	<b>李鸿钊</b> 执业证书编号: S1010520110003	<b>宋硕</b> 执业证书编号: S1010520120001	<b>李景涛</b> 执业证书编号: S1010520120003
<b>沈睦钧</b> 执业证书编号: S1010521010006	<b>何旺岚</b> 执业证书编号: S1010520120005	<b>陈卓</b> 执业证书编号: S1010521010004	<b>冷威</b> 执业证书编号: S1010521050005
<b>李越</b> 执业证书编号: S1010521010008	<b>刘济玮</b> 执业证书编号: S1010521010002	<b>杨家骥</b> 执业证书编号: S1010521040002	<b>王涛</b> 执业证书编号: S1010521060002
<b>徐焯烽</b> 执业证书编号: S1010521050002	<b>华鹏伟</b> 执业证书编号: S1010521010007	<b>王希明</b> 执业证书编号: S1010521040001	<b>田鹏</b> 执业证书编号: S1010521010003
<b>彭阳</b> 执业证书编号: S1010521070001	<b>柯迈</b> 执业证书编号: S1010521050003	<b>蒋祎</b> 执业证书编号: S1010521050004	<b>李子俊</b> 执业证书编号: S1010521080002
<b>李鹤</b> 执业证书编号: S1010521070005	<b>刘笑天</b> 执业证书编号: S1010521070002	<b>吴威辰</b> 执业证书编号: S1010521060001	<b>遥远</b> 执业证书编号: S1010521090003
<b>袁阳</b> 执业证书编号: S1010521070007	<b>拜俊飞</b> 执业证书编号: S1010521070006	<b>黄耀庭</b> 执业证书编号: S1010521060003	<b>张志强</b> 执业证书编号: S1010521120001
<b>王亦琛</b> 执业证书编号: S1010521080003	<b>王子源</b> 执业证书编号: S1010521090002	<b>赵云鹏</b> 执业证书编号: S1010521120002	<b>廖原</b> 执业证书编号: S1010522030004
<b>夏胤磊</b> 执业证书编号: S1010521080005	<b>张柯</b> 执业证书编号: S1010521100003	<b>王聪</b> 执业证书编号: S1010522020001	<b>赵新宇</b> 执业证书编号: S1010522050001
<b>丘远航</b> 执业证书编号: S1010521090001	<b>杜一帆</b> 执业证书编号: S1010521100002	<b>韩世通</b> 执业证书编号: S1010522030002	<b>王博隆</b> 执业证书编号: S1010522050005
<b>朱奕彰</b> 执业证书编号: S1010521090004	<b>张文峰</b> 执业证书编号: S1010522030001	<b>郑辰</b> 执业证书编号: S1010522040003	<b>甘坛煊</b> 执业证书编号: S1010522070002
<b>王丹</b> 执业证书编号: S1010521110002	<b>周家禾</b> 执业证书编号: S1010522040002	<b>刘意</b> 执业证书编号: S1010522050004	<b>董军韬</b> 执业证书编号: S1010522090003
<b>王一涵</b> 执业证书编号: S1010522050002	<b>张强</b> 执业证书编号: S1010522050003	<b>郑逸坤</b> 执业证书编号: S1010522060001	<b>魏鹏程</b> 执业证书编号: S1010522090007
<b>贾凯方</b> 执业证书编号: S1010522080001	<b>马庆刘</b> 执业证书编号: S1010522090001	<b>李家明</b> 执业证书编号: S1010522070001	<b>史周</b> 执业证书编号: S1010522100003
<b>武平乐</b> 执业证书编号: S1010522080002	<b>伍家豪</b> 执业证书编号: S1010522090002	<b>简志鑫</b> 执业证书编号: S1010522090004	<b>刘锐</b> 执业证书编号: S1010522110001
<b>宋广超</b> 执业证书编号: S1010522090005	<b>李康桥</b> 执业证书编号: S1010522090008	<b>任杰</b> 执业证书编号: S1010522100002	<b>王凯旋</b> 执业证书编号: S1010522120001
<b>陈竹</b> 执业证书编号: S1010516100003	<b>李振寰</b> 执业证书编号: S1010523010001	<b>秦楚媛</b> 执业证书编号: S1010523020001	<b>李翀</b> 执业证书编号: S1010522100001
<b>连一席</b> 执业证书编号: S1010523020002	<b>常欣仪</b> 执业证书编号: S1010523020003	<b>沈思越</b> 执业证书编号: S1010523030001	<b>程子盈</b> 执业证书编号: S1010523030002

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 一般性声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断并自行承担投资风险。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告或其所包含的内容产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可跌可升。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易，因此，投资者应考虑到中信证券可能存在与本研究报告有潜在利益冲突的风险。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问 <https://research.citicinfo.com/disclosure>。

截至本报告发布日，中信证券股份有限公司及其另类投资子公司持有下述公司已发行股份的比例达到或超过 1%：海光信息（688041），对应持股业务类别：自营，持股比例：0.47%；另类投资子公司，限售持股比例：0.25%/1.34%，限售起始日：2022 年 08 月 12 日/2022 年 08 月 12 日，限售期：24 个月/12 个月；中信证券股份有限公司及其另类投资子公司持有下述公司已发行股份的比例达到或超过 1%：澜起科技（688008），对应持股业务类别：自营，持股比例：1.41%；中信证券股份有限公司及其另类投资子公司持有下述公司已发行股份的比例达到或超过 1%：杰华特（688141），对应持股业务类别：自营，持股比例：0.04%；另类投资子公司，限售持股比例：2.24%/0.38%，限售起始日：2022 年 12 月 23 日/2022 年 12 月 23 日，限售期：12 个月/24 个月；中信证券股份有限公司及其另类投资子公司持有下述公司已发行股份的比例达到或超过 1%：乐鑫科技（688018），对应持股业务类别：自营，持股比例：1.30%。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited（于中国香港注册成立的有限公司）分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由 CLSA Europe BV 分发；在英国由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：8/F, Dalamal House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国大陆：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

**中国香港：**本研究报告由 CLSA Limited 分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA 客户应联系 CLSA Limited 的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则界定且 CLSA Americas, LLC 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所述任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas, LLC（在美国证券交易委员会注册的经纪交易商），以及 CLSA 的附属公司。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系 CLSA Singapore Pte Ltd，地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624，电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就 CLSA Singapore Pte Ltd. 可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd 豁免遵守《财务顾问法》（第 110 章）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA 业务条款的新加坡附件中证券交易服务 C 部分所披露）的某些要求。MCI（P）085/11/2021。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**英国：**本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由 CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。

**欧洲经济区：**本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的 CLSA Europe BV 分发。

**澳大利亚：**CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

**印度：**CLSA India Private Limited，成立于 1994 年 11 月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：INZ000001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH000001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM000010619）。CLSA 及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA 及其关联方在过去 12 个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解 CLSA India “关联方”的更多详情，请联系 [Compliance-India@cls.com](mailto:Compliance-India@cls.com)。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2023 版权所有。保留一切权利。