

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2023-06-30

宏观策略

2023年06月30日

宏观点评 20230628: 如何看待生产和利润的“剪刀差”?

不得不说不本轮经济复苏下,利润的反弹有点慢。我们认为可以从利润率、出口、行业构成三个角度去看待这一“剪刀差”:由于内需不足,成本上升的同时企业提价存在困难,利润率的低迷是当下企业面临的重大难题;出口的分化导致中游参差不齐,计算机电子行业受累于全球半导体周期;同时地产和商品价格的低迷使得上游成为最大拖累(一般持续17至18个月)。不过我们认为,基于历史经验、周期规律以及基数效应,工业企业利润或将于三季度转正。

晨会编辑 曾朵红

执业证书: S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

固收金工

固收点评 20230628: 外需重要性提升,政策和债市如何演绎? —利率走势逻辑分析系列三

出口在中长期视角下具备地域和产品拓展的优势,短期视角下国内外物价的错位创造了有利条件,官方和财新制造业PMI从侧面印证当前外贸景气度较高。下半年宽货币政策或再现,内防风险外推出口,债券牛市有望延续。

固收点评 20230628: 力合转债: 双模芯片抢占市场先机

我们预计力合转债上市首日价格在109.78~122.50元之间,我们预计中签率为0.0015%。

固收点评 20230628: 内需刺激手段和效果如何? —利率走势逻辑分析系列二

5月物价数据映射内需未稳的弱现实,居民消费是最终消费复苏缓慢的主要拖累。为促进消费复苏,多地陆续发行消费券。与美国大范围、广覆盖的直接现金补贴不同,我国政府发放消费券主要是采用多地、多次分批发放的散点模式。尽管总体核销率较高,但受限于覆盖范围小、人均补贴金额低、存在套利规则漏洞以及主要适用于餐饮、旅游日常消费等因素,消费券转化为增量消费的程度不及预期。在内需修复动能减弱的背景下,央行本轮降息只是政策发力的起点,不排除四季度再次降息的可能,下半年债牛行情有望延续。

行业

推荐个股及其他点评

中国水务(00855.HK): FY2023年报点评: 剔除汇率影响业绩稳健增长,直饮水业务表现亮眼

盈利预测与投资评级: 供水龙头规模稳定扩张&水价调增确定回报,直饮水空间广阔。我们将FY2024-2025归母净利润预测22.90/26.94亿港元调整至21.83/24.97亿港元,预计FY2026归母净利润为28.27亿港元,对应PE分别为4.4/3.8/3.4x,维持“买入”评级。

朗姿股份(002612): 拟定增募资加大医美全国布局,进一步提升竞争力

公司为国内高端女装及医美机构龙头。本次发布定增预案拟用于新建医疗美容医院、医美研究院两大项目，有助加大医美业务的全国布局，进一步提升竞争力。虽然医院建设初期投入较大、盈利爬坡需要一定过程，但随着此前新建医院逐渐成熟贡献盈利，有望一定程度缓解盈利压力。我们暂维持 23-25 年归母净利润 1.72/2.59/3.18 亿元的预测，对应 PE 59/39/32X，维持“增持”评级。

圣晖集成 (603163): 专注高端洁净室的系统集成龙头，受益先进制造国产替代加速

盈利预测与投资评级: 公司主要业务为 IC 半导体洁净室工程，国内政策高度支持半导体行业发展，大陆晶圆厂商资本开支保持高强度；公司项目经验和客户资源丰富，近年来人员保持扩张，业绩受益于客户的扩产计划有望加速释放。公司 6 月 28 日 PE (TTM) 低于半导体产业链可比公司水平，我们预测公司 2023-2025 年归母净利润分别为 1.6/2.2/2.9 亿元，截至 6 月 28 日对应 P/E 分别为 26.8/20.0/14.9 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

美埃科技 (688376): 建设高端装备制造项目，产能限制逐步解锁，产能释放加速

公司与南京江宁开发区管委会签署《投资建议协议》，江宁开发区管委会采用“招拍挂”供地方式提供项目用地，公司在江宁开发区建设高端装备制造项目。江宁开发区综合发展水平连续多年在全国国家级经开区中位居前十强。此次合作，双方将充分发挥各自的资源优势推动双方在江宁开发区的发展，有利于公司高端装备制造项目的开拓与革新，进一步提升竞争力。

宏观策略

宏观点评 20230628：如何看待生产和利润的“剪刀差”？

不得不说本轮经济复苏下，利润的反弹有点慢。1至5月工业增加值累计同比增速逐步恢复至3.6%，但是工业企业利润累计同比增速依旧处于-18.8%的低位。如图1所示，从历史上看，生产和利润之间如此长时间的“背道而驰”并不多见，2014至2015年以及2018至2019年虽然也出现过撇叉，但幅度并没有如此夸张。我们认为可以从利润率、出口、行业构成三个角度去看待这一“剪刀差”：由于内需不足，成本上升的同时企业提价存在困难，利润率的低迷是当下企业面临的重大难题；出口的分化导致中游参差不齐，计算机电子行业受累于全球半导体周期；同时地产和商品价格的低迷使得上游成为最大拖累（一般持续17至18个月）。不过我们认为，基于历史经验、周期规律以及基数效应，工业企业利润或将于三季度转正。内需疲弱成为企业利润的掣肘。5月工业企业利润同比增速录得-12.5%，降幅继续收窄但工业恢复仍不乐观。量、价、利润率拆解来看，5月继续保持“量上价下，利润率负增”的形势，此形势已持续8个月之久。统计局直指“国内需求仍显不足”，内需疲弱明显制约制造业发展。重新开放后工业制造业供给端复苏超过需求端，库存的压力以及需求的不足限制了工业企业定价权，也导致工业产品市场价格的连续下滑。同时，成本和费用的相对刚性导致利润率保持大幅下降态势。出口、消费与政策“三轮驱动”工业企业利润结构走向。放眼今年以来上、中、下游工业企业的利润走向，我们发现出口、消费和政策三大因素主导着上中下游利润格局：一是出口：根据散点图来看，汽车、运输设备、计算机、纺织等多个行业与出口走势相关。以通用设备制造业为例，随着疫情影响的褪去，通用设备制造商逐步推进海外订单的交付，收入确认带动利润上行。但随着海外积压订单效应消退，通用设备出口交货值增速回落，后续如何稳住出口是关键。再来看电子设备制造业，在全球半导体周期的影响之下，5月我国集成电路出口金额降幅扩大，从而导致电子设备制造业利润下行。二是国内消费复苏：目前出行类消费的复苏已传导至企业利润端。在疫情管控优化之后，出行类消费的复苏使食品和饮料制造业利润同比增速由负转正，5月同比增速继续录得10.0%的好成绩；同时也带动餐饮业收入同比增速从2022年12月的-9.3%一跃至5月的35.1%。三是政策：今年以来，中游行业的表现优于上游和下游，中游行业的利润占比不断上升。部分原因在于重新开放后工业复产带动了中游公用事业利润的提高。此外，国家对高科技制造业和新能源行业的政策支持也起了极大作用，剔除公用事业后的中游利润占比同样处在上行通道。民营企业景气度继续“弱复苏”。民营企业景气度稍有回暖。5月民营企业利润两年复合同比增速为-12.0%（前值-14.7%），降幅略有收窄，但仍是四类企业中最低。在“优化营商环境”的政策导向之下，民企的“弱复苏”符合预期，但民企信心的真正恢复仍需时间。工业企业利润何时才能“嗅到芬芳”？我们认为，在周期规律以及基数效应的双重利好下，工业企业利润或将于三季度转正。一是行业拖累的“周期效应”：如图9所示，上游是本轮工业利润缩水的主要领域，以史为鉴，历史上有两次工业利润主要受上游行业拖累的周期：2014年8月至2016年3月（连续18个月拖累），以及2018年11月至2020年7月（间隔17个月，期间有4个月表现为拉动作用但并不显著）。而随着上游企业的拖累逐步消退，工业企业利润往往会率先转为正增长。本轮周期

中，房地产低迷以及商品价格下跌使上游制造业利润持续承压。从2022年二季度起，上游行业对利润增速形成明显拖累、同时工业企业利润开启负增长周期。假设此次周期将遵循前两次周期相同的模式，那么我们预计工业利润同比增长可能会在今年三季度末转正。二是基数效应：展望全年，对工业企业盈利而言，一季度的基数效应可能是最不利的。随着三季度工业企业利润低基数的窗口被进一步打开，我们预计基数效应会促进利润的触底反弹，使工业利润同比增长有所改善。风险提示：工业企业利润复苏不及预期，毒株出现变异，居民消费意愿下滑及海外衰退幅度超预期的风险。

（证券分析师：陶川 证券分析师：邵翔）

固收金工

固收点评 20230628：外需重要性提升，政策和债市如何演绎？——利率走势逻辑分析系列三

事件 在2023年5月25日外发报告《利率能否下行突破去年低点？》中，我们曾经提及保持外需稳定对于我国经济目标实现的重要性，在本篇报告中将进一步讨论外贸的前景及其对债市的影响。观点 外贸依存度总体适中，出口优势下外贸韧性较强：2022年，我国出口拉动经济增长0.51个百分点，对经济增长的贡献率为17.1%，在拉动GDP的三驾马车中最为稳定。货物出口同比增速达到10.5%，在高基数上再次突破，连续6年保持世界第一货物贸易国地位，在内需未稳的当下，外贸的可持续性对中国经济至关重要。但横向对比来看我国外贸依存度适中，没有表现出明显的出口导向型特征，2021年我国贸易额占GDP比重为37.47%，而英国、法国、韩国和俄罗斯等国家的贸易额占GDP比重均超过了50%，分别达到了56.67%、60.84%、80.49%和52.17%。产业链供给优势为中国产品竞争优势提供了支持，出口优势下外贸保持增长，展现出较强的韧性，可以看到2022年我国对外出口额占全球出口总额的比例达到了9.31%，仅次于美国位列世界第二。市场方面，对东盟、欧盟等主要贸易伙伴的出口都保持较快增长，同时有效开拓新兴市场，对“一带一路”沿线国家出口拉动整体出口增长6.1个百分点。产品方面，以新能源汽车、太阳能电池、锂电池为代表的“新三样”成为出口新动能。基于此我们相信在海外经济承压的大背景下，中国出口仍然可以保持一定的韧性，顶住冲击，稳健运行。国内通缩和国外通胀共同创造外需利好环境：我国目前的通缩压力加大，2023年5月的CPI当月同比为0.2%，PPI当月同比为-4.6%，CPI仍在低位徘徊，PPI长期处于负值。与此同时，美国5月CPI同比增长4.0%，PPI同比增长1.1%，总体保持通胀粘性。因此曾出现过国内输入性通胀压力加剧的担忧，但就目前来看我们认为国内通缩和国外通胀共同创造了外需利好环境，在国内经济复苏稳步向好的支撑下物价低位将进一步提高我国的外贸竞争力。自2022年10月我国通胀走低后出口商品价格指数由115.3降至2023年4月的105.3，出口数量指数由92.8上升至110.9，3月最高达到了115.3。相比之下欧盟单位出口价格指数稳步攀升，到2023年4月已达到134.1，出口数量指数变化幅度较小，证实了在我国物价偏弱，国外价格走高的环境下，国内出口商品价格优势强化，对外经贸空间不断拓展。另一方面出口低价产品也能够将国内面临的“类通缩”环境输出，缓解国内的通缩压力。官方制造业PMI与财新PMI分化或说明外需相对于内需景气度更高：2023年5月我国官方制造业PMI为48.8%，环比下降0.4个百分点，延续收缩，仍在荣枯线以下，财新PMI为50.9%，

环比上升 1.4 个百分点，重回荣枯线以上。两者分化的原因主要是其样本选取有所不同，官方制造业 PMI 包含了《国民经济行业分类》中制造业的 31 个行业大类，选取了 3200 家企业，财新 PMI 样本则为 650 家，且一般认为财新 PMI 会更偏向于中小企业和沿海地区企业，即小型的外贸企业，因而两者的分化可能意味着在内需复苏动力偏弱的背景下，外贸将为经济向好发展提供坚实支撑，未来可以持续关注两者分化情况，验证外贸景气度能否持续回升。观点重申：综上所述，出口在中长期视角下具备地域和产品拓展的优势，短期视角下国内外物价的错位创造了有利条件，官方和财新制造业 PMI 从侧面印证当前外贸景气度较高。下半年宽货币政策或再现，内防风险外推出口，债券牛市有望延续。风险提示：宏观经济不及预期，货币政策调整超预期。

(证券分析师：李勇 证券分析师：徐沐阳)

固收点评 20230628：力合转债：双模芯片抢占市场先机

事件 力合转债（118036.SH）于 2023 年 6 月 28 日开始网上申购：总发行规模为 3.80 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于智慧光伏及电池智慧管理 PLC 芯片研发及产业化项目、智能家居多模通信网关及智能设备 PLC 芯片研发及产业化项目和科技储备资金项目。当前债底估值为 83.61 元，YTM 为 3.15%。力合转债存续期为 6 年，东方金诚国际信用评估有限公司资信评级为 AA-/AA-，票面面值为 100 元，票面利率第一年至第六年分别为：0.30%、0.50%、0.80%、1.50%、2.00%、2.50%，公司到期赎回价格为票面面值的 115.00%（含最后一期利息），以 6 年 AA- 中债企业债到期收益率 6.33%（2023-06-26）计算，纯债价值为 83.61 元，纯债对应的 YTM 为 3.15%，债底保护一般。当前转换平价为 95.91 元，平价溢价率为 4.26%。转股期为自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日至转债到期日止，即 2024 年 01 月 04 日至 2029 年 06 月 27 日。初始转股价 43.78 元/股，正股力合微 6 月 26 日的收盘价为 41.99 元，对应的转换平价为 95.91 元，平价溢价率为 4.26%。转债条款中规中矩，总股本稀释率为 7.97%。下修条款为“15/30，85%”，有条件赎回条款为“15/30、130%”，有条件回售条款为“30、70%”，条款中规中矩。按初始转股价 43.78 元计算，转债发行 3.80 亿元对总股本稀释率为 7.97%，对流通盘的稀释率为 13.28%，对股本摊薄压力较小。我们预计力合转债上市首日价格在 109.78~122.50 元之间，我们预计中签率为 0.0015%。综合可比标的以及实证结果，考虑到力合转债的债底保护性一般，评级和规模吸引力一般，我们预计上市首日转股溢价率在 21% 左右，对应的上市价格在 109.78~122.50 元之间。我们预计网上中签率为 0.0015%，建议积极申购。观点 2018 年以来公司营收稳步增长，2018-2022 年复合增速为 27.92%。自 2018 年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率“V 型”波动，2018-2022 年复合增速为 27.92%。2022 年，公司实现营业收入 5.04 亿元，同比增加 39.92%。与此同时，归母净利润总体上行，2018-2022 年复合增速为 34.44%。2022 年实现归母净利润 0.75 亿元，同比增加 78.59%。公司主营业务稳定，收入构成以芯片配套产品及服务和物联网芯片为主。2020-2022 年两大主营业务合计占营业收入的比例分别为 89.28%、97.42%和 99.45%。其中，芯片配套产品及服务收入占营业收入的比例分别为 87.04%、94.10%和 98.06%，物联网芯片收入占营业收入的比例分别为 2.25%、3.32%和 1.39%。公司销售净利率和毛利率维稳，销售费用率整体下行，财务费用率和管理费用率下行。2018-2022 年，公司销售净利率分别为 12.21%、15.70%、12.90%、11.67%和 14.90%，销售毛利率分别为

48.17%、48.36%、49.87%、41.56%和 41.30%。 风险提示：申购至上市阶段正股波动风险，上市时点不确定所带来的机会成本，违约风险，转股溢价率主动压缩风险。

（证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭）

固收点评 20230628：内需刺激手段和效果如何？—利率走势逻辑分析系列二

事件 在 2023 年 5 月 25 日发布的报告《利率能否下行突破去年低点？》中，我们分内外需讨论了经济基本面的情况。本篇中，我们将进一步探讨内需的刺激手段及效果，并分析 10 年期国债收益率的后续走势。 观点 5 月物价数据映射内需未稳的弱现实：《2023 年第一季度中国货币政策执行报告》指出国内经济内生动力还不强，需求仍然不足。从 2023 年 5 月物价数据来看，居民与企业两侧需求疲弱，远低于市场预期。5 月 CPI 环比下降 0.2%，降幅较 4 月扩大 0.1 个百分点；CPI 同比上涨 0.2%，涨幅比 4 月上行 0.1 个百分点。5 月，扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 0.6%，涨幅比上月回落 0.1 个百分点，仍在处于低位，消费复苏的强度偏弱。此外，在房地产行业持续低迷的背景下，钢材、水泥等建材产品价格下降拖累 PPI 降幅持续扩大，5 月 PPI 环比下降 0.9%，降幅较上月扩大 0.4 个百分点，同比下降 4.6%，较上月扩大 1.0 个百分点。 居民消费是最终消费复苏缓慢的主要拖累：GDP 支出法核算下，最终消费可拆分为政府消费与居民消费。政府消费方面，我们尝试从财政支出角度来分析政府消费的结构以及发展趋势。分项来看，截至 5 月，教育、科学技术、社会保障和就业、卫生健康、城乡社区事务以及农林水事务累计同比为正，分别实现了 6.8%、8.6%、10%、7.4%、3.5%和 4.1%的增速，其中社会保障和就业分项的累计同比较去年大幅增长，体现政府稳就业保民生的决心。在青年失业率仍处于高位的背景下，民生支出或将持续发力，但受其他分项的拖累以及财政收入的限制，预计政府消费整体将呈现稳中求进的趋势，增量空间有限。居民消费方面，商业消费和服务消费不及预期，修复动能边际放缓。商品消费方面，2023 年 5 月，商品零售同比增长 10.5%，较 4 月下月 5.4 个百分点。服务消费方面，5 月份，全国服务业生产指数同比增长 11.7%，较上月回落 1.8 个百分点。在收入增速下滑、资产负债表受损的背景下，居民消费复苏承压，消费倾向或将持续低迷。 我国居民消费拉动经济增长的动能有待进一步刺激与释放：在世界主要经济体中，我国居民部门最终消费支出占 GDP 的比重偏低。据世界银行统计，2021 年我国居民消费仅占 GDP 的 38.37%，远低于世界平均水平。分国别来看，近年来，美国、巴西、英国等国家的居民消费支出占比维持在 60%以上。长期以来，由于我国居民部门杠杆率较高、收入分配不均等问题，居民消费对经济的拉动作用明显不足。疫情扰动进一步抑制了消费需求。为促进消费复苏，多地陆续发行消费券。与美国大范围、广覆盖的直接现金补贴不同，我国政府发放消费券主要是采用多地、多次分批发放的散点模式。根据北京大学国家发展研究院的统计，2020 年 3 月到 4 月期间，全国各地消费券核销总额与发放总额之比（核销率）约为 68%。尽管总体核销率较高，但受限于覆盖范围小、人均补贴金额低、存在套利规则漏洞以及主要适用于餐饮、旅游日常消费等因素，消费券转化为增量消费的程度不及预期。 降息后，消费恢复或不及预期，宽松货币政策有望延续：2023 年 6 月 13 日以来，央行开启了“OMO→SLF→MLF→LPR”的连续降息操作。但从 M2-社融增速来看，两者之差持续为正，宽货币到宽信用的传导效率较弱。6 月 16 日召开的国务院常务会议指出，针对经济形势的变化，必须采取更加有力的措施，增强发展

动能，优化经济结构，推动经济持续回升向好。在内需修复动能减弱的背景下，央行本轮降息只是政策发力的起点，不排除四季度再次降息的可能，下半年债牛行情有望延续。风险提示：宏观经济不及预期，货币政策调整高于预期

(证券分析师：李勇 证券分析师：徐沐阳)

行业

推荐个股及其他点评

中国水务(00855.HK): FY2023 年报点评: 剔除汇率影响业绩稳健增长, 直饮水业务表现亮眼

投资要点 事件: 公司发布 2023 财年业绩, 实现营业总收入 141.99 亿港元, 同增 9.2%, 剔除汇率影响同增 16.4%, 归母净利润 18.57 亿港元, 同减 1.9%, 剔除汇率影响同增 4.1%, 全年股息总额为每股 34 港仙, 同比持平。直饮水业务分部溢利高增 206%, 供排水协同助环保营收同增 18%。FY2023, 公司受到人民币汇率波动、美元利率上升及疫情反复等因素影响, 业绩同比略降。其中 1) 城市供水: 实现营收 87.29 亿港元, 同减 6.3%, 分部溢利 28.36 亿港元, 同减 9.9%, 主要系本年度整体安装及维护工程减少; 2) 管道直饮水: 实现营收 13.10 亿港元, 同增 88.9%, 分部溢利 5.04 亿港元, 同增 206.0%。3) 环保: 实现营收 14.10 亿港元, 同增 17.5%, 分部溢利 4.68 亿港元, 同增 14.3%, 主要是取得更多由供排一体化带动的建设工程、在国家级石化区扩展其污水处理基础设施以及污水处理量上升所致; 4) 总承包建设: 实现营收 11.99 亿元, 同增 207.9%, 分部溢利 7.97 亿元, 同增 95.4%; 5) 物业: 实现营收 5.45 亿元, 同增 2.5%, 分部溢利 0.89 亿港元, 同减 24.7%。直饮水营收占比提至 9.2%, 双主业战略下加速崛起。FY2023, 公司直饮水业务营收剔除人民币汇率波动影响同增 100.5%, 管道直饮水利润率 38.3%, 同比提升 14.8pct。其中 1) 直饮水经营: 实现营收 1.70 亿港元, 同增 57.6%, 2) 直饮水安装及维护: 实现营业收入 1.13 亿港元, 同增 95.5%, 3) 直饮水建设: 实现营收 10.26 亿港元, 同增 108.5%。FY2023 公司新增超过 1800 个直饮水项目, 新增用户约 160 万人。公司直饮水业务营收占比从 FY2020 的 1% 提升至 FY2023 的 9.2%, 直饮水业务已逐步上升为新主业。供水投运规模&水量稳定增长, 水价调整受疫情影响放缓。FY2023, 公司 1) 供水经营: 营收 33.54 亿港元, 同减 0.2%, 剔除人民币汇率波动影响同增 5.9%。①售水量 15.3 亿吨, 同增 4.1%。截至 2023/3/31, 公司自来水、原水、污水投运规模合计 1030 万吨/日, 在建 232 万吨/日, 拟建 438 万吨/日, (在建+拟建)/投运为 65%, 保障未来成长空间。②水价平均 2.19 港元/吨, FY2023 公司 4 个供水项目实现调价, 期间疫情反复影响调价进程。2) 供水安装及维护: 营收 19.20 亿港元, 同减 6.6%, 3) 供水建设: 营收 41.67 亿港元, 同增 3.2%。盈利预测与投资评级: 供水龙头规模稳定扩张&水价调增确定回报, 直饮水空间广阔。我们将 FY2024-2025 归母净利润预测 22.90/ 26.94 亿港元调整至 21.83/24.97 亿港元, 预计 FY2026 归母净利润为 28.27 亿港元, 对应 PE 分别为 4.4/3.8/3.4x, 维持“买入”评级。风险提示: 项目投运、水价调增、直饮水业务推广不及预期。

(证券分析师: 袁理 研究助理: 陈孜文)

朗姿股份(002612): 拟定增募资加大医美全国布局, 进一步提升竞争

力

投资要点 公司公布定增预案：拟定增募资不超过 16.7 亿元用于：1) 成都锦江米兰柏羽医疗美容医院建设项目（拟投 4.1 亿元）；2) 重庆米兰柏羽医疗美容医院建设项目（拟投 2.13 亿元）；3) 郑州金水米兰柏羽医疗美容医院建设项目（拟投 3.18 亿元）；4) 青岛米兰柏羽整形美容医院建设项目（拟投 1.72 亿元）；5) 昆明米兰柏羽医疗美容医院建设项目（拟投 2.1 亿元）；6) 朗姿医疗美容研究院建设项目（拟投 4,261 万元）；7) 补充流动资金（4.2 亿元）。新建五所米兰柏羽医疗美容医院、加速全国化布局。公司拟将本次募集资金中的 12.1 亿元用于在成都、重庆、郑州、青岛、昆明新建 5 家米兰柏羽医疗美容医院、建设期均为 12 个月。公司于 2016 年正式进军医美业务领域，通过自建和收购并行的模式加快医美板块的发展，现有四大医美品牌&30 家医美机构（米兰柏羽 4 家+晶肤医美 23 家+高一生 2 家+昆明韩辰 1 家，其中米兰柏羽成都高新为自建、深圳通过自建升级新院），在成都和西安两大西部核心城市已经建立突出的区域性竞争优势、具备全国推广布局基础。本次募投新建 5 家米兰柏羽机构，由于公司此前已有自建米兰医院经验，因此有望将经验复制到本次 5 家机构的筹建中。新机构落地有望进一步扩大公司医美业务的覆盖区域和业务规模，有助于进一步提高公司市场占有率、增强公司竞争力和盈利能力。新建医疗美容机构覆盖整形外科、皮肤科、牙科等科室，诊疗设备、检测设备、医疗设备等设备及辅助设备齐全，涵盖手术和非手术美容服务。设立医美研究院，提升医疗美容研究能力。公司拟将本次募集资金中的 3680 万元用于医美研究院项目，建设期 12 个月。由于医美本质属于医疗学科，需要通过科学方法解答临床问题，形成序贯性治疗方案。因此本项目有助公司汇聚医疗美容行业前沿技术和专业人才，助力公司开展医疗美容的科研、培训等工作，从研、产、学、训等多维度支撑公司技术升级、服务升级。截至 2023 年 3 月末，公司医美板块已获得 4 项外观设计专利、48 项实用新型专利。补充流动资金，增强盈利能力，促进公司可持续发展。公司拟将本次募集资金中的 4.2 亿元用于补充流动资金，有助有效提高公司的运营资金储备，增强资本实力，促进公司在产业链上积极稳妥布局相关业务，同时改善财务结构，提高盈利能力和风险抵御能力。盈利预测与投资评级：公司为国内高端女装及医美机构龙头。本次发布定增预案拟用于新建医疗美容医院、医美研究院两大项目，有助加大医美业务的全国布局，进一步提升竞争力。虽然医院建设初期投入较大、盈利爬坡需要一定过程，但随着此前新建医院逐渐成熟贡献盈利，有望一定程度缓解盈利压力。我们暂维持 23-25 年归母净利润 1.72/2.59/3.18 亿元的预测，对应 PE 59/39/32X，维持“增持”评级。风险提示：医美板块竞争加剧、医疗事故、医美行业政策变化等。

（证券分析师：李婕 证券分析师：赵艺原）

圣晖集成 (603163): 专注高端洁净室的系统集成龙头, 受益先进制造国产替代加速

投资要点 公司：国内领先的高科技产业洁净室系统集成工程服务商。圣晖集成前身 2003 年成立，公司 2022 年上市，控股股东为圣晖国际，无实际控制人；公司是国内高科技产业洁净室系统集成工程服务的领先企业，洁净室工程在主营业务收入中占比达九成以上；公司近 4 年营收复合增速达到 14.9%，2022 年毛利率/销售净利率分别为 15.4%/7.6%，利润水平整体稳定。先进制造业国产替代驱动长周期需求成长，高端领域格局清晰：（1）洁净室为产品生产提供洁净空间，是先进制造业的基础工程，制造强国战略带动国内半导体、新型显示、

生物医药等新兴产业快速发展，行业持续扩容，2021年国内洁净室市场规模为2146亿元；（2）下游行业投资规模大、工程实施周期短、容错率低，业主偏好项目经验丰富的企业，行业趋于集中化、规模化；国内主要电子洁净室工程供应商包括深桑达A（中电二、四）、亚翔集成、圣晖集成、柏诚股份、江西汉唐等；（3）IC半导体为高端洁净室最主要应用领域，近年来海外制裁限制我国半导体行业发展，自给率仍待提升；国内晶圆厂资本开支保持高强度，支撑国内洁净室行业市场需求。公司深耕高端洁净室领域，技术、口碑和人才积累助力快速成长：（1）2022年IC半导体和光电面板行业营收占公司年度营收总额的71%，此类项目洁净度等级高、系统集成复杂、质量要求高；公司资质齐全，注重发掘培养内部人才，近4年研发费用CAGR达到63.0%，首次公开发行人募集部分资金用于研发中心建设，进一步提升研发实力；（2）截至2022年末公司已实施洁净室相关工程数千项，百级及以上洁净室工程近200项，2017-2021年在业主处获得主要工程奖项24项，得到业主广泛认可，与矽品科技、富士康、立臻科技等优质企业合作10余年，且与三安集成、中芯国际等企业也建立了稳固的合作关系，2018-2022年前五大客户营收占比均达到40%以上；（3）公司响应客户需求，通过收并购方式在东南亚布点，2019-2021年境外员工人数分别为64/122/143人，营收占比由12.6%增至26.6%，2022年疫情导致境外项目实施进度延迟，境外收入略下滑，但公司市场开发力度不减，将充分受益于东南亚半导体产业发展带来的洁净室工程需求增长。盈利预测与投资评级：公司主要业务为IC半导体洁净室工程，国内政策高度支持半导体行业发展，大陆晶圆厂商资本开支保持高强度；公司项目经验和客户资源丰富，近年来人员保持扩张，业绩受益于客户的扩产计划有望加速释放。公司6月28日PE（TTM）低于半导体产业链可比公司水平，我们预测公司2023-2025年归母净利润分别为1.6/2.2/2.9亿元，截至6月28日对应P/E分别为26.8/20.0/14.9倍，首次覆盖给予“买入”评级。风险提示：国内晶圆厂商资本开支不及预期的风险；市场竞争加剧的风险；海外业务恢复不及预期的风险

（证券分析师：黄诗涛 证券分析师：房大磊
证券分析师：石峰源 研究助理：杨晓曦）

美埃科技（688376）：建设高端装备制造项目，产能限制逐步解锁，产能释放加速

投资要点 事件：公司与南京江宁经济技术开发区管委会签署《投资建议协议》。签署意向性框架协议，建设高端装备制造项目。公司与南京江宁开发区管委会签署《投资建议协议》，江宁开发区管委会采用“招拍挂”供地方式提供项目用地，公司在江宁开发区建设高端装备制造项目。江宁开发区综合发展水平连续多年在全国国家级经开区中位居前十名。此次合作，双方将充分发挥各自的资源优势推动双方在江宁开发区的发展，有利于公司高端装备制造项目的开拓与革新，进一步提升竞争力。产能限制逐步解锁，产能释放加速。根据招股说明书，2021年公司主要产品风机过滤单元/高效过滤器/初中效过滤器/静电过滤器产能利用率分别为103%/102%/121%/154%，2021年外协生产（OEM）占当期采购总额比例达10%。根据2022年年报，2022年公司产能仍处于满负荷状态。公司IPO募集资金4.2亿用于产品产能，募投项目建设完毕预计风机过滤单元/高效过滤器/初中效过滤器/静电过滤器产能提升95%/64%/83%/637%。高端装备制造项目合作落地，产能释放加速。领先技术&优质客户&国际化三大优势构造核心竞争力，国际化版图造就公司成长新动能。1）领先技术：公司注重技

术研发，产品指标行业领先。公司的过滤产品可实现高总静压、低耗电，中等噪音运行。2) 客户：涵盖各下游行业领军企业。客户包括天马微电子、中芯国际、华星光电、京东方、ST Microelectronics、辉瑞制药、雀巢、苹果等，标杆效应助力公司快速开拓市场，公司目前在国内外半导体洁净室领域位于行业的首位，市场占有率在 30% 左右。3) 国际化：2017-2022 年国外收入复增超 23%，收入占比提升至 11%；2022 年公司国外业务毛利率 30.34%，高于国内 2.82pct，国外业务盈利能力更强。未来公司通过马来西亚&魁北克生产基地、在新加坡和日本的子公司以及在泰国的联营企业持续开拓海外市场，扩展业务边界。 耗材属性产品收入占比提升&毛利率更高，盈利稳定性增强。过滤器等产品存在更换周期，2022H1 公司过滤器/空气净化设备替换收入占对应业务收入比例为 52%/70%。未来公司客户规模逐步扩大，将会带来更高的替换收入并拉高公司整体毛利率，盈利稳定性增强。盈利预测与投资评级：公司在手订单饱满，募投项目扩建完成后公司产能将大幅提升，成长加速。我们维持 2023-2025 年公司归母净利润 1.72/2.49/3.21 亿元，同比 40%/45%/29%；2023-2025 年 EPS 为 1.28/1.85/2.39 元，对应 PE 31/22/17 倍（估值日期 2023/6/28），维持“买入”评级。 风险提示：扩产进度不及预期，洁净室下游政策风险，技术迭代风险

（证券分析师：袁理 证券分析师：任逸轩）

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
 苏州工业园区星阳街 5 号
 邮政编码: 215021
 传真: (0512) 62938527
 公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>