

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2023-07-13

宏观策略

2023年07月13日

宏观点评 20230711：6月信贷是热还是冷

降息落地后，当月信贷的总量与结构均超预期，6月新增30500亿元，同比多增2400亿元。若后续社融增量参考近年平均节奏（2019-2022年均值），意味着无论是否有增量政策出台，本月9%的增速至少将是今年的“社融底”。而从历史规律来看，“社融底”对“经济底”有较强的前瞻意义，随着下半年信用的企稳扩张，我国经济势必再度经历一段底部周期轮转的过程。风险提示：政策出台超预期变化；信贷投放超预期；欧美经济韧性超预期，资金大幅流向海外。

晨会编辑 陈李

执业证书：S0600518120001

021-60197988

yjs_chenl@dwzq.com.cn

固收金工

固收点评 20230712：金丹转债：乳酸行业龙头企业

事件 金丹转债（123204.SZ）于2023年7月13日开始网上申购：总发行规模为7.00亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于年产7.5万吨聚乳酸生物降解新材料项目和补充流动资金。我们预计金丹转债上市首日价格在123.60~137.70元之间，我们预计中签率为0.0024%。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。

行业

电子行业深度报告：AI系列深度：AI+降本增效拓宽应用，硬件端落地场景丰富

摘要 投资要点 ChatGPT爆火，其能力已接近人类水平。GPT升级至四代，模型能力高速提升。2023年3月15日，OpenAI正式官宣了多模态大模型GPT-4，ChatGPT4将输入内容扩展到2.5万字内的文字和图像，较ChatGPT能够处理更复杂、更细微的问题。最新版的GPT-4在ChatGPT的GPT-3.5基础上主要提升了语言模型方面的能力，并添加了多模态功能，在不同语言情景和内部对抗性真实性评估的表现都显著优于GPT-3.5，在各种专业和学术基准上已经表现出人类水平。智能终端接入人工智能大模型的趋势是明确的，预计很快在下游应用层面将出现AI百花齐放的景象。国产半导体产业已经加速了“创新车轮”，在端侧围绕计算、感知、存储等关键环节作充足准备，以迎接人工智能新机遇。风险提示：AI应用推广不及预期；AI技术发展低于预期导致应用面狭窄。

推荐个股及其他点评

高能环境（603588）：2023年半年度业绩预告点评：归母预增6%-17%，期待资源化利用板块持续成长

要点：公司公告2023年半年度业绩预增公告。我们维持2023-2025年归母净利润11.0亿元/14.3亿元/18.2亿元，对应2023-2025年PE为13x/10x/8x，维持“买入”评级。风险提示：危废产能建设不及预期，产能利用率不及预期，竞争加剧

科伦博泰生物-B (06990.HK): 闪耀在全球 ADC 舞台上的创新 Biotech
 科伦博泰是全球抗体药物偶联物 (ADC) 先驱及领先开发者之一: 科伦博泰在 ADC 开发方面积累了超过十年的经验, 是中国首批也是全球为数不多的建立一体化 ADC 研发平台的生物制药公司之一。2022 年公司在 ADC 项目上与默沙东达成了里程碑款近 100 亿美金的合作项目, 刷新了国内 Biotech 出海记录, 也体现了国际化大药企对科伦创新能力和 ADC 平台技术的认可。我们以 A166 和 SKB264 产品价值进行估值, 科伦博泰的目标市值为 240 亿人民币, 其业绩未来增长空间大, 具备充足的向上空间。首次覆盖给予“买入”评级。 风险提示: 新药研发及审批进展不及预期, 药品销售不及预期, 产品竞争格局加剧, 政策的不确定性, 全球业务相关风险, 人才流失风险等

万兴科技 (300624): 2023 年中报业绩预告点评: 业绩符合预期, AI 相关业绩逐步落地

投资要点 事件: 2023 年 7 月 10 日, 公司发布 2023 年上半年业绩预告, 公司归属上市公司净利润为 3,500 万-5,200 万, 同比增长 199.23%-344.57%, 扣除非经常性损益之后的净利润 2,700 万-4,000 万, 同比增长 1,302.82%-1,978.25%。盈利预测与投资评级: 本次中报业绩预告基本符合预期, 定增彰显了公司数字创意产品实力将进一步增强, 我们维持公司 2023-2025 年收入预测 15.1/18.9/23.0 亿元; 2023-2025 年归母归母净利润为 1.12/1.61/2.14 亿。对应 PS 为 10/8/6.5X。维持“买入”评级。 风险提示: 市场竞争风险, AI 技术发展不及预期风险

东鹏控股 (003012): 2023 年半年度业绩预告点评: 降本控费效果凸显, 23H1 业绩超预期

事件: 公司发布 2023 年半年度业绩预告。2023H1 公司预计实现营业收入 35.20-37.37 亿元, 同比增长 12.39%-19.31%; 归母净利润 3.58-4.12 亿元, 同比增长 202.65% - 248.30%; 经营活动产生的现金流量净额 8.31-9.87 亿元。 收入稳健增长, 零售渠道贡献突出。盈利预测与投资评级: 公司是国内瓷砖卫浴领军企业, 具有强大的 C 端经销网络, 同时在开拓中小微工程中也具备优势, 经销为主的渠道结构为公司提供了较好的利润与现金流。随着行业出清逐步进入阶段性尾声, 我们预计公司将会持续迎来收入和业绩端的修复, 我们上调公司 2023-2025 年归母净利润为 8.22/10.34/12.54 亿元 (前值为 7.15/9.65/12.04 亿元), 对应 PE 分别为 13X/11X/9X, 维持“增持”评级。 风险提示: 市场竞争加剧风险、原材料及能源价格大幅波动风险、下游需求波动风险。

中联重科 (000157): 拟分拆中联高机重组上市, 彰显加速发展决心

投资要点: (1) 拟分拆中联高机注入路畅科技重组上市, 板块有望价值重估, (2) 中联高机成长性优异, 业绩承诺彰显成长信心, (3) 工程机械行业下半年有望复苏, 龙头有望开启业绩启航 盈利预测与投资评级: 我们维持公司 2023-2025 年归母净利润预测 35/45/57 亿元, 当前市值对应 PE 17/13/10 倍, 维持“买入”评级。 风险提示: 地域政治风险、竞争格局恶化、高机业务分拆上市进展不及预期等

分众传媒 (002027): 2023Q2 业绩预告点评: 二季度业绩强劲恢复, 三季度刊例价上调将带动持续修复

投资要点 分众传媒发布 Q2 业绩预告, 23 年 Q2 实现归母净利润约 12.1 亿元~13.4 亿元, 当期同比增长 155.23%~182.70%, 环比增长 28.59%~42.40%; 扣除非经常性损益后净利润约为 11.1 亿元~12.4 亿元,

同比增长 312.64%-360.97%，环比增长 38.75%~55%。盈利预测与投资评级：基于公司业绩持续恢复，且在疫情之后公司的核心竞争力持续加强，因此我们维持此前 2023 -2025 年的盈利预测为 0.35 /0.43/0.49 元，2023-2025 年对应当前 PE 分别为 19.93 /16.39/14.35 倍，维持“买入”评级。风险提示：经济恢复不及预期，AI 技术推进不及预期。

晶澳科技 (002459)：2023 年中报业绩预告点评：23Q2 出货保守，23H2 有望明显提升

投资要点 事件：公司发布 2023 年中报业绩预告，2023H1 实现归属于母公司净利润 42-49 亿元，同增 147%~188%；扣除非经常性损益后的净利润 45.6~52.6 亿元，同增 179%~222%。2023Q2 实现归属于母公司净利润 16.2~21.2 亿元，同增 70%~122%，环减 18%~37%；扣除非经常性损益后的净利润 20.7~27.7 亿元，同增 122%~198%，环比-17%~+11%；业绩不及预期，主要系 2023Q2 产业价格波动大，公司出货保守所致。盈利预测与投资评级：基于公司 N 型产能落地加速，我们维持公司盈利预测，我们维持 2023-2025 年归属于母公司净利润 100.4/128.6/160.9 亿元，同增 81%/28%/25%，基于公司光伏组件龙头地位，我们给予公司 23 年 18 倍 PE，对应目标价 54.62 元，维持“买入”评级。风险提示：政策不及预期，竞争加剧。

瑞鹄模具 (002997)：2023 年半年报业绩预告点评：装备制造业务放量，业绩同比高增长！

投资要点 公告要点：公司发布 2023 年半年度业绩预告，业绩符合我们预期，2023 年上半年公司预计实现归母净利润 8500~9500 万元，同比+53.41%~+71.46%，实现扣非归母净利润 7300~8300 万元，同比+83.32%~+108.43%。盈利预测与投资评级：我们维持公司 2023-2025 年营收预测为 18.32/30.40/37.27 亿元，同比分别+57%/+66%/+23%；维持 2023-2025 年归母净利润预测为 2.09/3.15/4.22 亿元，同比分别+50%/+51%/+34%，对应 PE 分别为 28/19/14 倍，维持“买入”评级。风险提示：乘用车价格战超过预期，铝合金价格上涨超出预期，车企一体化压铸进程不及预期。

均胜电子 (600699)：2023 年半年报业绩预告点评：业务整合逐步兑现，业绩同比高增长！

投资要点 公告要点：公司发布 2023 年半年度业绩预告，业绩符合我们预期，2023 年上半年公司预计实现营收 270 亿元，同比+17.80%，环比+0.47%，实现归母净利润 4.75 亿元，同比扭亏为盈，环比-4.94%，实现扣非归母净利润 3.95 亿元，同比+383.16%，环比+69.82%。我们维持公司 2023-2025 年营收预测为 540.13/604.16/676.92 亿元，同比分别+8%/+12%/+12%；维持 2023-2025 年归母净利润预测为 9.80/15.13/20.78 亿元，同比分别+149%/+54%/+37%，对应 PE 分别为 28/18/13 倍，维持“买入”评级。风险提示：下游乘用车需求复苏不及预期，汽车安全业务修复不及预期，乘用车价格战超出预期。

思源电气 (002028)：2023 年半年度业绩快报点评：业绩超市场预期，盈利能力持续修复

事件：公司发布 2023H1 业绩快报、业绩超市场预期。公司 2023H1 实现营收 53.0 亿，同比+22%，实现归母净利润 7.0 亿，同比+48%。2023Q2 实现营收 1.8 亿，同比+22%，实现归母净利润 4.8 亿，同比+50%。盈利预测与投资评级：由于公司 2023H1 业绩超市场预期，订单高增确定性强

+盈利能力持续提升，我们上调公司 2023-2025 年归母净利润分别为 17.0 (+1.6) /21.3 (+1.1) /26.2 亿元，同比+39%/25%/23%，对应现价（7 月 11 日）估值分别为 22x、18x、14x，维持“买入”评级。 风险提示：电网投资不及预期，海外拓展不及预期，竞争加剧等。

迈为股份（300751）：推出靶材降钼三部曲，加速 HJT 电池降本进程

投资要点 持续推动低钼方案，降低 HJT 对钼的依赖：（1）设备优化降钼可降至 12mg/W；（2）低钼叠层膜降钼可降至 6mg/W；（3）规模化钼回收有望降低至 1mg/W。 **盈利预测与投资评级：**我们维持公司 2023-2025 年的归母净利润为 13.09/19.40/29.41 亿元，对应当前股价 PE 为 35/23/15 倍，维持“买入”评级。 **风险提示：**下游 HJT 扩产不及预期，研发进展不及预期。

宏观策略

宏观点评 20230711：6月信贷是热还是冷

降息落地后，当月信贷的总量与结构均超预期，6月新增30500亿元，同比多增2400亿元。在经历“强-弱-强”上半年后，信用投放的所剩空间不足与传导效率偏弱的问题或仍存，在此背景下，今年下半场的信用扩张有何确定与不定？不太确定的是政策的力度。今年6月OMO的超预期领先调降与当周国常会宣布“研究出台一批政策”均体现了政府的快速出手。但进入7月以来，政府表态中对经济的信心、政策的定力都显得更足，尤其是6月信贷数据超预期好转后，市场对政策“强心剂”的期待可能落空，而没有政策相伴的信贷扩张或相对乏力。相较确定的是社融的触底。若后续社融增量参考近年平均节奏（2019-2022年均值），意味着无论是否有增量政策出台，本月9%的增速至少将是今年的“社融底”。而从历史规律来看，“社融底”对“经济底”有较强的前瞻意义，随着下半年信用的企稳扩张，我国经济势必再度经历一段底部周期轮转的过程。以此为线索，信贷“下半场”对资产价格有何指引？我们梳理了历史上从“社融底”到“经济底”的主要资产表现，可以看出股市与商品的回报具有同向变动的规律，反映出“社融底”到“经济底”的过程中还有“市场底”与“商品底”，而根据历史经验，商品大多先于市场触底。另外值得一提的是汇改后的人民币汇率也与股市同涨同跌，我们看到近期汇率与国内定价工业品价格均有底部企稳迹象，下半年对于国内资产价格或许可以更乐观些。具体数据方面，企业中长贷维持强势，同比多增1436亿元。在近期开工数据未显著回升的背景下，我们认为近期城投债务到期量增多是企业中长贷依旧坚挺的一个支撑。值得注意的是今年一、二季度的企业中长贷脉冲或均达历史高位，在保持资金效率的情况下，下半年实体投资的强回升可能值得期待。企业短贷超季节性回升，同比多增543亿。去年同期企业经营受疫情扰动较大，资金需求较多，而今年企业的外部压力持续消退，借短钱置换融资成本或是主因。居民短贷迎来“最强6月”，环比与同比均多增，反映终端需求有边际回升趋势，其中主要可能是装修与高温季节下的家电家具需求，端午节旅游出行人次与消费较去年同期均大幅好转，意味着6月消费数据在同比高基数下或表现不差。居民中长贷超预期反弹，同比多增463亿元，我们认为原因可能有三点：一是近期按揭早偿现象边际缓解；二是6月整体二手房销量同比多增，叠加一线城市新房销售仍有韧性，可能对冲了整体新房销售的同比偏弱；三是年中车市景气较高，6月乘联会口径汽车零售同比基本持平，中汽协口径新能源车销量同比增长35.2%，对中长贷数据有一定拉动。票据融资同比与环比均下降，与6月中下旬票据利率的大幅回落的直觉不符，我们认为票据利率月末回落或更多是央行季末投放再贷款所致。直接融资方面，政府债券同比大幅少增，基本回归2019年节奏；企业债融资符合季节性。非标压降力度仍较小，委托、信托贷款分别同比多增323亿元、675亿元。风险提示：政策出台超预期变化；信贷投放超预期；欧美经济韧性超预期，资金大幅流向海外。

（证券分析师：陶川 证券分析师：邵翔）

固收金工

固收点评 20230712：金丹转债：乳酸行业龙头企业

事件 金丹转债(123204.SZ)于2023年7月13日开始网上申购:总发行规模为7.00亿元,扣除发行费用后的募集资金净额用于年产7.5万吨聚乳酸生物降解新材料项目和补充流动资金。当前债底估值为83.59元,YTM为3.12%。金丹转债存续期为6年,中诚信国际信用评级有限责任公司资信评级为AA-/AA-,票面面值为100元,票面利率第一年至第六年分别为:0.20%、0.40%、0.80%、1.50%、2.00%、3.00%,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6.29%(2023-07-11)计算,纯债价值为83.59元,纯债对应的YTM为3.12%,债底保护一般。当前转换平价为104.4元,平价溢价率为-4.25%。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19日至2029年07月12日。初始转股价20.94元/股,正股金丹科技7月11日的收盘价为21.87元,对应的转换平价为104.44元,平价溢价率为-4.25%。转债条款中规中矩,总股本稀释率为15.61%。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20.94元计算,转债发行7.00亿元对总股本稀释率为15.61%,对流通盘的稀释率为22.24%,对股本有一定的摊薄压力。观点 我们预计金丹转债上市首日价格在123.60~137.70元之间,我们预计中签率为0.0024%。综合可比标的以及实证结果,考虑到金丹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25%左右,对应的上市价格在123.60~137.70元之间。我们预计网上中签率为0.0024%,建议积极申购。金丹科技是一家运用现代生物技术大规模工业化生产L-乳酸及其衍生产品的高新技术企业。金丹科技经过数十年的发展,已经成为国内乳酸行业的龙头企业,公司目前主要产品包括冬类乳酸、乳酸盐和乳酸酯,产品广泛应用于食品、饲料、生物降解材料、工业、医药等领域。2018年以来公司营收稳步增长,2018-2022年复合增速为17.61%。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17.61%。2022年,公司实现营业收入15.35亿元,同比增加6.41%。与此同时,归母净利润稳定增长,2018-2022年复合增速为12.18%。公司主要产品包括乳酸和乳酸盐,副产品主要为玉米副产品,其他产品主要为淀粉、石膏粉和蒸汽等。2020年以来,金丹科技乳酸盐、副产品和其他产品收入逐年增长,2020-2022年副产品收入占主营业务收入比重分别为8.30%/12.79%/12.52%。公司销售净利率维稳,销售毛利率和销售费用率下降,财务费用率和管理费用率下降。2018-2022年,公司销售净利率分别为10.37%、12.85%、11.50%、9.06%和8.08%,销售毛利率分别为30.69%、34.20%、27.42%、19.44%和20.87%。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)

行业

电子行业深度报告:AI系列深度:AI+降本增效拓宽应用,硬件端落地场景丰富

投资要点 ChatGPT爆火,其能力已接近人类水平。GPT升级至四代,模型能力高速提升。2023年3月15日,OpenAI正式官宣了多模态大模型GPT-4,ChatGPT4将输入内容扩展到2.5万字内的文字和图像,较ChatGPT能够处理更复杂、更细微的问题。最新版的GPT-4在

ChatGPT 的 GPT-3.5 基础上主要提升了语言模型方面的能力，并添加了多模态功能，在不同语言情景和内部对抗性真实性评估的表现都显著优于 GPT-3.5，在各种专业和学术基准上已经表现出人类水平。智能终端接入人工智能大模型的趋势是明确的，预计很快在下游应用层面将出现 AI 百花齐放的景象。国产半导体产业已经加速了“创新车轮”，在端侧围绕计算、感知、存储等关键环节作充足准备，以迎接人工智能新机遇。AI 拓宽 C 端应用场景，推动创新需求。C 端更注重用户体验和使用场景的匹配，随着轻量型大模型的发布，AI 应用有望从 PC 延伸到手机、IOT 等，赋能各类智能终端。举例来看，1、AI 的赋能有望提升 XR 交互体验和生态繁荣，XR 产业有望迎来新发展阶段。2、手机需求放缓，AIGC 赋能智能手机或将成为刺激换机的重要动力。3、AIoT 融合在未来数年内不断突破数据处理和智能学习的界限，通过边缘 AI 赋能，智能机顶盒、智能音响、智能耳机等智能终端产品有望形成软硬件一体的智能语音交互助理载体。AI+提升生产效率，B 端应用场景发展潜力逐渐释放。随着技术和应用的发展，AI 的赋能将深刻改变很多 B 端的生产力及生产效率，其可以帮助企业提高生产效率、提升客户体验和创造新的商业价值。举例来看，1、安防行业作为 AI 技术落地应用较为领先的领域，率先受益于 AI 技术的成熟发展：随着 AI 逐步渗透到视频前后端设备中，AI 技术能够对视频数据进行实时的结构化处理与分析，呈现在人工面前的并不是实时的大量视频数据，而是经过 AI 分析后的结果。传统安防产业在产品、技术与应用等多维度实现了更深层次的进化与变革。2、人工智能亦将更加广泛地应用到智能制造行业中，机器视觉检测是 AI 技术在智能制造中最好的落脚点之一，AI 图像增强技术、AI 缺陷检测算法等技术的发展有望提升机器检测效率，从而逐步代替人工目检。

投资建议：AI 产业链条长，各环节机遇频现，AI 应用的发展将是推动产业链上下游共同繁荣的动力，相关标的梳理如下：1、终端品牌：传音控股、漫步者、创维数字、国光电器。2、端应用：海康威视、大华股份、天准科技、凌云光。3、芯片端：大陆唯一先进制程晶圆厂中芯国际；边缘 SOC 端包括瑞芯微、全志科技、中科蓝讯、乐鑫科技、恒玄科技、晶晨股份；存储产业链包括兆易创新、澜起科技、聚辰股份、北京君正。4、零部件及组装：领益智造、威机电、三利谱、歌尔股份、长盈精密。5、服务器端：PCB 龙头沪电股份、全球代工龙头工业富联。6、传输端：源杰科技、中际旭创、新易盛、华工科技。

风险提示：AI 应用推广不及预期；AI 技术发展低于预期导致应用面狭窄。

(证券分析师：张良卫 证券分析师：马天翼
证券分析师：鲍娴颖)

推荐个股及其他点评

高能环境(603588):2023 年半年度业绩预告点评:归母预增 6%-17%，期待资源化利用板块持续成长

投资要点 要点:公司公告 2023 年半年度业绩预增公告。归母净利润预增 6%至 17%，扣非归母预增 1%至 13%。经公司财务部门初步测算，公司预计 2023 年半年度实现归母净利润为 47000 万元至 52000 万元，与上年同期相比，将增加 2561 万元到 7561 万元，同比增长 5.76%到 17.01%；公司预计 2023 年半年度实现扣非归母净利润为 42000 万元到 47000 万元，与上年同期相比，将增加 467 万元到 5467 万元，同比增长 1.12%到 13.16%。2023 年上半年公司经营情况良好。

1) 固危废资源化利用：积极拓展原料市场，存量项目业务开展顺利，新增项目顺利投产，产能利用率持续提升；2) 生活垃圾处理：新增垃圾焚烧项目运行良好。公司提升运营质量同时切实推行降本增效，保证业绩持续增长。激励计划绑定核心员工，激发员工积极性稳健增长。近期公司公告员工激励计划，计划结合限制性股票与股票期权激励，合计拟向激励对象授予 2693.10 万股，占股本总额的 1.77%。（限制性股票占 0.88%，授予价格 4.67 元/股；股票期权占 0.88%，行权价格 9.33 元/股）。激励计划共激励对象 752 人，其中中高层管理人员、核心技术/业务/生产人员、骨干员工占本计划授予权益总量达 97.78%。重点绑定核心员工，激发员工积极性。计划考核目标 2023-2026 归母净利润相较 2022 年增速不低于 30%/50%/80%/100%。龙头整合赛道，打造多品类再生利用平台。继收并购切入资源化赛道后，公司正通过自投自建方式持续拓展，实现全区域、多品类、深度资源化的纵横布局。公司通过重点区域项目布局，废料回收已形成全国影响力，同时布局多金属品类回收，实现深度资源化。公司目前已涵盖金属（铜、镍、铅、锌、锡等以及稀贵金属）、塑料玻璃、轮胎橡胶。平台将有效激发项目间协同效应，为废料回收范围扩大，运营效率提高带来保障。同时随品类扩张，公司盈利能力稳定性将进一步提升。盈利预测与投资评级：激励方案落地，绑定核心员工。重庆耀辉、金昌高能克服困难阻碍于 2022 年成功投运。江西鑫科深度资源化成功投运，贡献利润同时赋能前端资源化项目实现协同。我们维持 2023-2025 年归母净利润 11.0 亿元/14.3 亿元/18.2 亿元，对应 2023-2025 年 PE 为 13x/10x/8x，维持“买入”评级。风险提示：危废产能建设不及预期，产能利用率不及预期，竞争加剧

（证券分析师：袁理 证券分析师：任逸轩）

科伦博泰生物-B(06990.HK): 闪耀在全球 ADC 舞台上的创新 Biotech

投资要点 科伦博泰是全球抗体药物偶联物（ADC）先驱及领先开发者之一：科伦博泰在 ADC 开发方面积累了超过十年的经验，是中国首批也是全球为数不多的建立一体化 ADC 研发平台的生物制药公司之一。2022 年公司在 ADC 项目上与默沙东达成了里程碑款达 118 亿美元的合作项目，刷新了国内 Biotech 出海记录，也体现了国际化大药企对科伦创新能力和 ADC 平台技术的认可。TROP2 ADC 适应症广泛，SKB264 具备全球重磅炸弹潜力：SKB264 进度国内领先，其中三阴乳腺癌的后线适应症即将申报 NDA，海外注册临床即将在默沙东的主导下开启，是国内海外确定性最强的同类产品。SKB264 具备泛瘤种治疗潜力，单药用于 EGFR-TKI 耐药的 NSCLC III 期临床研究正快速推进中；多项联合帕博利珠单抗、KL-A167(抗 PD-L1 单抗)及奥希替尼用于乳腺癌、非小细胞肺癌、胃癌、尿路上皮癌、前列腺癌、宫颈癌等多瘤种的临床研究正在开展；SKB264 同时在积极探索 EGFR 突变 NSCLC、EGFR 野生型 NSCLC 一线研究。从全球视角审视这一领域的角逐，未来的核心玩家大概率还是第一三共/阿斯利康和科伦博泰/默沙东，且 SKB264 有着不弱于竞品的临床数据，有望成为全球重磅炸弹。深度布局 ADC 热门赛道，多款爆品蓄势待发：A166 (HER2 ADC) 的首发适应症 HER2+乳腺癌已完成 NDA 递交，有望成为国内首款治疗 HER2 阳性 BC 的国产 ADC，针对 HER2+ GC (2L)、HER2+CRC (3L) 的临床研究正在推进中。博泰的 SKB315 (CLDN 18.2 ADC) 是全球第二家开始患者入组的同靶点 ADC，未来在默沙东的助力下有望更快走向全球商业化。此外，此外，科伦博泰与默沙东签订独家授权及合作协议，以开发至多 7 种不同在研临床前 ADC 候选药物，靶点及临床进度尚未公布。非 ADC 赛道布局肿瘤及自免

领域，丰富博泰管线结构：公司已有 10 款临床阶段的非 ADC 药物，其中 3 款处于关键临床/NDA 阶段，旨在覆盖国内乃至全球部分肿瘤和自身免疫性疾病。此外，这些药物也可联用 ADC 药物挑战目前免疫疗法的治疗格局和解决耐药问题，从而实现产品管线的临床价值最大化。盈利预测与估值：科伦博泰核心产品 SKB264 具备全球竞争力，未来将进军中美欧市场，A166 在国内具有良好的商业化前景，我们预计两款产品将于 2024 年获批上市。我们以 A166 和 SKB264 产品价值进行估值，科伦博泰的目标市值为 240 亿人民币，其业绩未来增长空间大，具备充足的向上空间。首次覆盖给予“买入”评级。风险提示：新药研发及审批进展不及预期，药品销售不及预期，产品竞争格局加剧，政策的不确定性，全球业务相关风险，人才流失风险等
(证券分析师：朱国广)

万兴科技 (300624)：2023 年中报业绩预告点评：业绩符合预期，AI 相关业绩逐步落地

投资要点 事件：2023 年 7 月 10 日，公司发布 2023 年上半年业绩预告，公司归属上市公司净利润为 3,500 万-5,200 万，同比增长 199.23%-344.57%，扣除非经常性损益之后的净利润 2,700 万-4,000 万，同比增长 1,302.82%-1,978.25%。AIGC 促进公司利润增长显著：报告期内公司营业收入保持快速增长，同比增长超 30%。全面拥抱 AIGC，积极进行新技术的探索与研发，加快产品 AI 功能的优化、新增和 AIGC 新产品的落地开发，有效增强产品创新能力与公司综合实力，促进了公司整体营业收入及属于上市公司股东的净利润和扣除非经常性损益的净利润快速增长。定增募资加大投入 AIGC，数字创意产品实力进一步加强：6 月 19 日，万兴科技公告，向特定对象发行股票募资不超过 11 亿元，将用于公司数字创意产品升级项目、数字创意技术研发项目，并补充公司流动资金。数字创意产品升级项目拟在长沙新增建设研发办公场地、算力中心等，实现针对万兴喵影、万兴播爆、万兴 PDF 等产品的全面 AI 化升级。1) 海外产品已有包括 Filmora、EdrawMind、PDFelement 接入 OpenAI 并投入使用。2) 国内视频创意软件万兴喵影上线 AI 相关视频功能，万兴录演 Mac 版上线，今年新推出 AI 生成营销视频的全新产品万兴播爆，已上线海外版和桌面端，预计相关收入将在下半年落地。3) 国内绘图创意软件亿图脑图、亿图图示、墨刀等工具上线 AI 相关绘图、写作、问答功能。4) 国内实用工具软件万兴恢复专家等工具亦上线 AI 相关功能。公司视频创意软件产品不断融合更多先进 AI 人工智能、虚拟人等创新技术，进一步满足用户多类型、多场景、多端的视频创作需求，实现用户量及销售收入快速增长。围绕 AI 赋能产品，公司目前已形成“视频创意 AI 创新解决方案”、“绘图创意 AI 创新解决方案”、“数字文档 AI 创新解决方案”三大国产 AI 创新解决方案，进一步赋能企业数字化升级增效，助力中国数字经济产业蓬勃发展，产品矩阵具有长期发展潜力。盈利预测与投资评级：本次中报业绩预告基本符合预期，定增彰显了公司数字创意产品实力将进一步增强，我们维持公司 2023-2025 年收入预测 15.1/18.9/23.0 亿元；2023-2025 年归母净利润为 1.12/1.61/2.14 亿。对应 PS 为 10/8/6.5X。维持“买入”评级。风险提示：市场竞争风险，AI 技术发展不及预期风险

(证券分析师：张良卫 研究助理：何逊玥)

东鹏控股 (003012)：2023 年半年度业绩预告点评：降本控费效果凸显，23H1 业绩超预期

投资要点 事件：公司发布 2023 年半年度业绩预告。2023H1 公司预计实现营业收入 35.20-37.37 亿元，同比增长 12.39%-19.31%；归母净

利润 3.58-4.12 亿元，同比增长 202.65% - 248.30%；经营活动产生的现金流量净额 8.31-9.87 亿元。收入稳健增长，零售渠道贡献突出。根据公司业绩预告，公司 2023Q2 收入规模预计 23.76-25.93 亿元，同比增长区间 9.68%-19.70%，收入维持稳健增长。公司深耕零售主战场，2022 年度公司经销渠道（零售 C 端和小 V）占比达到 72%，在行业需求弱复苏背景之下渠道持续发力，经营表现优于行业整体。公司在零售市场积极推进“1+N”多品类硬装产品整体交付，为消费者提供一站式硬装产品解决方案，通过套系化销售来提升客单值和单店产出。公司在门店陈设、培训赋能、售后服务等方面全方位扶持经销商，同时公司也将“1+N”纳入考核，推进战略落地。毛利率同比大幅改善，提质增效降本共同驱动盈利改善。过去两年行业加速出清，随着行业需求缓慢恢复，企业盈利能力也触底回升。同时公司通过精益运营，降本增效，数字化项目稳步推进，全供应链运行效率提升，产销保持平衡，23H1 公司毛利率同比提升超过 4 个百分点，费用同比下降超过 6%。深耕零售业务、渠道优化升级，经营性现金流大幅改善。2023H1 公司经营活动产生的现金流量净额预计 8.31-9.87 亿元，较上年同期大幅增长。良好的现金流量表现主要来自于公司深耕于零售业务，持续优化渠道和产品结构，2023H1 公司 90%的利润贡献主要来自于经销和直营零售渠道，公司持续优化产品结构，中大规格高值产品销售占比提升至 29%，新零售线上全域营销势能扩大。盈利预测与投资评级：公司是国内瓷砖卫浴领军企业，具有强大的 C 端经销网络，同时在开拓中小微工程中也具备优势，经销为主的渠道结构为公司提供了较好的利润与现金流。随着行业出清逐步进入阶段性尾声，我们预计公司将会持续迎来收入和业绩端的修复，我们上调公司 2023-2025 年归母净利润为 8.22/10.34/12.54 亿元（前值为 7.15/9.65/12.04 亿元），对应 PE 分别为 13X/11X/9X，维持“增持”评级。风险提示：市场竞争加剧风险、原材料及能源价格大幅波动风险、下游需求波动风险。

（证券分析师：黄诗涛 证券分析师：房大磊
证券分析师：任婕）

中联重科（000157）：拟分拆中联高机重组上市，彰显加速发展决心
事件：公司发布公告，拟分拆子公司中联高机重组上市，方案包括（1）路畅科技发行股份购买中联高机 100%股权，（2）路畅科技向不超过 35 名（含）对象定增募资 33.5 亿元，用于补流和墨西哥生产基地建设。投资要点 拟分拆中联高机注入路畅科技重组上市，板块有望价值重估 中联重科拟分拆子公司中联高机重组上市，方案为（1）路畅科技向中联高机 29 名股东发行股份，购买其 100%股权，股权交易总价 94 亿元，路畅科技购买资产的股份发行价为 23.89 元/股，锁定期依对象不同，2-3 年。（2）路畅科技向不超过 35 名（含）定增 33.5 亿元，锁定期 6 个月。其中 23.5 亿元用于补流，10 亿元用于墨西哥生产基地建设，旨在拓展美洲市场，达产后高机年产能 15,700 台，其中剪叉式 10,300 台，臂式 5,400 台，达产产值 24.4 亿元。路畅科技为中联重科 2022 年 2 月收购的上市公司，主营智能驾驶舱、智能座舱、智能辅助驾驶及车联网相关产品。截至 2023 年 Q1，中联重科持有中联高机股份 61.43%，持有路畅科技股份 53.82%。分拆完成后，中联高机将成为路畅科技的全资子公司，中联重科仍控股路畅科技。中联高机有望通过独立的上市公司平台增强资本实力，进一步做大做强，板块成长提速，有望迎价值重估。中联高机成长性优异，业绩承诺彰显成长信心 高机为中联重科新兴战略板块，基于起重机技术同源性、公司产品谱系齐全，电动化转型领先。近年来公司高机业务竞争

实力持续增强，已稳居国内第一梯队。2020-2022年，中联高机分别实现营业收入10/30/46亿元，复合增速108%，实现净利润0.2/2.4/5.8亿元，复合增速439%，成长性优异。路畅科技对购买中联高机做如下业绩承诺：若本次发行股份购买资产于2023年内实施完毕，则业绩承诺期为2023-2025年，3年承诺净利润分别为6.4/7.4/9.0亿元，复合增速19%。若购买资产于2024年内实施完毕，则业绩承诺期为2024-2026年，2026年承诺净利润10.3亿元。同时，预计中联高机2023-2025年收入分别为57/66/76亿元，复合增速16%。业绩承诺进一步彰显公司成长信心。工程机械行业下半年有望复苏，龙头有望开启业绩启航。2023年6月挖掘机销量（含出口）共15766台，同比下降24%，其中国内6098台，同比下降44.7%；出口9668台，同比下降0.68%。2023年1-6月，国内挖掘机108818台，同比下降24%；其中国内51031台，同比下降44%；出口57787台，同比增长11.2%。6月挖机出口销量同比负增长，我们判断主要系外资品牌出口份额下滑，国内品牌出口增速高于行业。考虑到今年起重机、混凝土机械等其他机种表现好于挖机，国内龙头中大挖销售结构改善，出口利润率高于国内，钢材等原材料价格明显回落背景下，我们判断工程机械龙头利润增速>收入增速>销量增速，看好二季度起业绩企稳回升。盈利预测与投资评级：我们维持公司2023-2025年归母净利润预测35/45/57亿元，当前市值对应PE17/13/10倍，维持“买入”评级。风险提示：地域政治风险、竞争格局恶化、高机业务分拆上市进展不及预期等

（证券分析师：周尔双 证券分析师：罗悦 研究助理：韦译捷）

分众传媒（002027）：2023Q2业绩预告点评：二季度业绩强劲恢复，三季度刊例价上调将带动持续修复

投资要点 分众传媒发布Q2业绩预告，23年Q2实现归母净利润约12.1亿元~13.4亿元，当期同比增长155.23%~182.70%，环比增长28.59%~42.40%；扣除非经常性损益后净利润约为11.1亿元~12.4亿元，同比增长312.64%~360.97%，环比增长38.75%~55%。分众Q2业绩表现抢眼，下半年业绩呈乐观态势：公司上半年业绩表现良好，除Q1的超预期修复外，1)五一出行显著恢复，旅游业带动各相关快消行业的快速复苏，复苏后各品牌加大了营销广告投放力度；2)今年的6.18投放相对饱和，分众在疫情之后的核心竞争力得到大幅加强，作为线下最为优质的广告媒体，分众在线下广告市场率先恢复。国内海外市场都将迎来点位扩张，点位扩张和刊挂率恢复带动公司媒体刊例价的上升：伴随着疫后经济的恢复，分众传媒2023年国内点位数量有望达到5-10%左右的增长，海外市场方面，2023年整体目标是50%的点位增长，覆盖人群更多相应的刊例价也将更高。此外在618期间相对饱和的刊挂率也为媒体提价提供了有力的支撑。因此公司电梯电视媒体网络，电梯海报，电梯智能屏三种媒体的刊例价格自2023年7月起刊例价均上涨10%。未来单屏成本预计会比较稳定，公司业务仍将具备较强的杠杆属性。AI技术布局助力分众业务发展和景气度提升，公司业绩恢复过程中其股价弹性最大：从短期来看，随着点位扩张叠加公司高效运营，预计公司在三、四季度的旺季仍能够维持亮眼表现，23年迎来业绩拐点。投资者会通过月度和季度恢复的情况预期年化数据。在业绩预期持续恢复的背景下，其估值仍有较高的弹性。此外分众高度关注AIGC技术，和多个大模型公司展开讨论。分众的海外业务团队已将AI应用于日常工作，国内业务团队也在考虑部署。分众的差异化优势在于流量、数据、经验、渠道，可以将广告营销方法论、正确和错误案例喂给AI，让它帮助员工更好地服务客户，

并逐步开放给客户使用。 盈利预测与投资评级：基于公司业绩持续恢复，且在疫情之后公司的核心竞争力持续加强，因此我们维持此前 2023 -2025 年的盈利预测为 0.35 /0.43/0.49 元，2023-2025 年对应当前 PE 分别为 19.93 /16.39/14.35 倍，维持“买入”评级。 风险提示：经济恢复不及预期，AI 技术推进不及预期。

(证券分析师：张良卫 证券分析师：张家琦)

晶澳科技 (002459)：2023 年中报业绩预告点评：23Q2 出货保守，23H2 有望明显提升

投资要点 事件：公司发布 2023 年中报业绩预告，2023H1 实现归属于母公司净利润 42-49 亿元，同增 147%~188%；扣除非经常性损益后的净利润 45.6~52.6 亿元，同增 179%~222%。2023Q2 实现归属于母公司净利润 16.2~21.2 亿元，同增 70%~122%，环减 18%~37%；扣除非经常性损益后的净利润 20.7~27.7 亿元，同增 122%~198%，环比-17%~+11%；业绩不及预期，主要系 2023Q2 产业价格波动大，公司出货保守所致。 2023Q2 出货保守，2023H2 有望明显提升。公司 2023Q2 组件出货约 12-13GW，同增 40%+，环增不足 10%，出货量不及预期，主要系 2023Q2 产业价格快速下行，公司销售策略保守所致；我们测算 2023Q2 一体化组件单瓦净利约 0.13-0.18 元，环减约 1-6 分，盈利下行主要因为：1) 2023Q2 人民币贬值幅度较大，公司锁汇产生损失，我们测算扣除非经常性损益后的单瓦净利 0.16-0.22 元，汇兑影响较大；2) 硅片电池新增产能少，2023Q2 电池外采比例环比上升，组件盈利稀释；3) 产业价格迅速下行，计提存货减值损失；展望 2023H2，公司预计 2023Q3 出货 17GW+，签单已覆盖 80%+、2023Q4 出货 20GW+，签单已覆盖 50%+，公司预计全年出货 60-65GW，同增 50%+，下半年有望放量高增。 新增产能逐步释放，N 型布局加速落实。公司 2023H2 新增产能密集，包头 20GW 硅片逐步投产释放，提高一体化自供率。TOPCon 电池加速投产，我们预计至 2023 年底有望落地 56GW：其中宁晋 6GW 已于 2023 年 5 月投产，公司预计扬州一期 10GW+曲靖 10GW 将于 7 月投产；公司预计扬州二期 10GW+石家庄 10GW+东台 10GW 将于 Q3 末 Q4 初投产；N 型产能加速投放，我们预计全年出货约 20GW，新技术占比 30%，支撑组件盈利。针对美国市场，公司已建立东南亚 4GW 一体化产能，公司预计 2023 年出货 3.5-4GW；同时公司投资 6000 万美元建设美国首座工厂，规划组件产能 2GW，公司预计 2024Q2 投产，在美建厂有利于对冲贸易风险，进一步享受美国高溢价市场。 盈利预测与投资评级：基于公司 N 型产能落地加速，我们维持公司盈利预测，我们维持 2023-2025 年归属于母公司净利润 100.4/128.6/160.9 亿元，同增 81%/28%/25%，基于公司光伏组件龙头地位，我们给予公司 23 年 18 倍 PE，对应目标价 54.62 元，维持“买入”评级。 风险提示：政策不及预期，竞争加剧。

(证券分析师：曾朵红 证券分析师：陈瑶 研究助理：郭亚男)

瑞鹄模具 (002997)：2023 年半年报业绩预告点评：装备制造业务放量，业绩同比高增长！

投资要点 公告要点：公司发布 2023 年半年度业绩预告，业绩符合我们预期，2023 年上半年公司预计实现归母净利润 8500~9500 万元，同比+53.41%~+71.46%，实现扣非归母净利润 7300~8300 万元，同比+83.32%~+108.43%。其中，2023 年 Q2 预计实现归母净利润 4200~5200 万元，同比+4.21%~+28.96%，环比-1.88%~+21.43%，实现扣非归母净利润 3400~4400 万元，同比-3.76%~+24.41%，环比-12.06%~+13.69%。在手订单充沛+产能释放在即，为公司业绩提供重大支撑。公司 2022

年末装备业务在手订单 30.3 亿元，同比+23.4%，使得公司 2023 年半年度订单交付规模较上年同期增长明显。同时，公司 2023 年上半年零部件业务部分产品批产供货，装备业务+零部件业务共同推动业绩增长。公司自动化产线一阶段已竣工满产，二阶段预计于 23 年 H1 完成建设并投产。高强度板及铝合金零部件工厂项目也将于年内完工投产。同时，今年 2 月公司中标奇瑞汽车智能网联项目，项目金额为 3.8 亿元。公司产能释放在即。深度绑定奇瑞，共同发力轻量化业务。奇瑞科技再度增资公司轻量化业务，拟投资建设年产 55 万套轻量化零部件项目。同时，公司计划与奇瑞科技子公司芜湖达奥共同开展轻量化底盘业务，构建“车身”+“底盘”协同战略布局。2023 年 1-6 月份公司核心客户奇瑞汽车实现国内产量 62.27 万辆，同比+25.1%。轻量化业务加速扩张+奇瑞华为合作车型即将上市，预计公司轻量化产品将迎来新一轮放量周期。盈利预测与投资评级：我们维持公司 2023-2025 年营收预测为 18.32/30.40/37.27 亿元，同比分别+57%/+66%/+23%；维持 2023-2025 年归母净利润预测为 2.09/3.15/4.22 亿元，同比分别+50%/+51%/+34%，对应 PE 分别为 28/19/14 倍，维持“买入”评级。风险提示：乘用车价格战超过预期，铝合金价格上涨超出预期，车企一体化压铸进程不及预期。

(证券分析师：黄细里 研究助理：谭行悦)

均胜电子 (600699)：2023 年半年报业绩预告点评：业务整合逐步兑现，业绩同比高增长！

投资要点 公告要点：公司发布 2023 年半年度业绩预告，业绩符合我们预期，2023 年上半年公司预计实现营收 270 亿元，同比+17.80%，环比+0.47%，实现归母净利润 4.75 亿元，同比扭亏为盈，环比-4.94%，实现扣非归母净利润 3.95 亿元，同比+383.16%，环比+69.82%。其中，2023 年 Q2 预计实现营收 137.78 亿元，同比+23.13%，环比+4.20%，实现归母净利润 2.75 亿元，同比+423.67%，环比+38.00%，实现扣非归母净利润 2.62 亿元，同比+105.06%，环比+97.13%。安全业务整合接近尾声，整体盈利能力修复明显。公司持续推进组织管理改革，逐步完成汽车安全业务世界范围内的产能及生产线整合，2023Q2 公司预计实现归母净利润率 2.0%，同比+1.53pct，环比+0.48pct，实现扣非归母净利润率 1.9%，同比+0.76pct，环比+0.9pct，整合修复后盈利能力逐步改善。2023 年 1-5 月份公司主要客户大众/福特/宝马分别实现全球产量 346.6/161.6/99.7 万辆，同比分别+13.5%/+5.6%/+1.0%，公司核心客户大众全球产量回暖推动公司营收同比增长。顺应电动化+智能化趋势，产品结构不断优化。公司汽车电子业务紧随智能电动化趋势，2023H1 预计实现营收 83 亿元，同比+24%，汽车安全业务稳步增长，预计实现营收 187 亿元，同比+15%。2023 年 H1 公司已披露汽车电子智能网联产品新获全生命周期订单 18 亿元，800V 高压平台功率电子产品新获全生命周期订单 130 亿元，首款智驾域控制器 nDriveH 成功落地，智能化产品不断取得突破。盈利预测与投资评级：我们维持公司 2023-2025 年营收预测为 540.13/604.16/676.92 亿元，同比分别+8%/+12%/+12%；维持 2023-2025 年归母净利润预测为 9.80/15.13/20.78 亿元，同比分别+149%/+54%/+37%，对应 PE 分别为 28/18/13 倍，维持“买入”评级。风险提示：下游乘用车需求复苏不及预期，汽车安全业务修复不及预期，乘用车价格战超出预期。

(证券分析师：黄细里 研究助理：谭行悦)

思源电气 (002028)：2023 年半年度业绩快报点评：业绩超市场预期，盈利能力持续修复

投资要点 事件：公司发布 2023H1 业绩快报、业绩超市场预期。公

司 2023H1 实现营收 53.0 亿，同比+22%，实现归母净利润 7.0 亿，同比+48%。2023Q2 实现营收 1.8 亿，同比+22%，实现归母净利润 4.8 亿，同比+50%。非经主要由汇兑损益组成，往年套保效果较好，对公司利润影响较小。归母净利润增长超市场预期，我们预计主要来自：1) 2022Q2 疫情影响运费、材料费（大宗、芯片为主）造成成本增加，2023 年原材料价格下降+海运费价格下降，毛利率同比有所提升。2) 经营层面提质增效，费用端管控良好。受益于特高压建设和主网扩容、GIS 等主网设备订单营收提速。根据中电联数据，2023 年 1-5 月电网基础建设投资完成额同比+10.8%，结构上特高压建设+主网扩容改造带动超高压 GIS（220kV 及以上）需求高增，根据国家电网变电物资招标数据，截至 2023 年前三批，GIS 招标量同比+22%，220kV 及以上电压等级产品增速更高。我们预计公司 500kV 产品开始放量，23 年有望维持 30%以上的增长。GIS 之外，互感器等主网设备增长较快，全年网内订单相对往年提速。变压器业务受益于新能源和海外市场拉动、收入和订单超预期。新能源装机需求大年+海外市场进入收获期+常州工厂 2023 年产能爬坡，公司变压器收入和订单开始放量，预计同比+50%以上。2023H1 上游原材料&海运费同比下降，毛利率有望持续提升。储能+汽车电子开启第二曲线、远期想象空间大。储能领域，公司已发布户储、大储产品，并设立子公司思源新能源布局电池产品，提高一体化水平。汽车电子领域，控股子公司烯晶碳能在新能源汽车储能元件与电力储能元件业务稳步进展，未来将结合公司在汽车、储能领域的储备为客户提供解决方案。盈利预测与投资评级：由于公司 2023H1 业绩超市场预期，订单高增确定性强+盈利能力持续提升，我们上调公司 2023-2025 年归母净利润分别为 17.0(+1.6)/21.3(+1.1)/26.2 亿元，同比+39%/25%/23%，对应现价（7 月 11 日）估值分别为 22x、18x、14x，维持“买入”评级。风险提示：电网投资不及预期，海外拓展不及预期，竞争加剧等。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：谢哲栋）

迈为股份（300751）：推出靶材降钼三部曲，加速 HJT 电池降本进程

投资要点 持续推动低钼方案，降低 HJT 对钼的依赖：（1）设备优化降钼可降至 12mg/W：通过对溅射单元的不断优化，目前迈为最新 PVD 对于 100%钼基靶材的理论单耗已从近 20mg/W 降至 13.5mg/W，旧设备亦可升级，预计 2023 年末可降低到 12mg/W。按照 ITO 靶材价格 2500 元/kg 估算，对应的靶材成本约 0.03 元/W。（2）低钼叠层膜降钼可降至 6mg/W：将低钼叠层膜方案（50%钼基+50%非钼基叠层 TCO）与 PVD 改进方案相结合，钼基靶材理论单耗可降低至 6mg/W。该方案下电池效率与全钼基 TCO 电池持平，同时可与铜电镀、银包铜等技术结合。我们判断低钼方案为正面采用传统 ITO 靶材，将背面改成新型 AZO（铝掺杂的氧化锌 ZnO 透明导电玻璃），按照 ITO 靶材价格 2500 元/kg 估算，对应的靶材成本约 0.015 元/W。（3）规模化钼回收有望降低至 1mg/W：HJT 规模日益扩大，钼材料的回收可进一步实现，结合无钼靶材的逐步深入，吉瓦(GW)级异质结电池工厂的钼消耗量将有望降低至 1mg/W，按照 ITO 靶材价格 2500 元/kg 估算，对应的靶材成本约 0.0025 元/W。钼的储量充足，不会成为制约 HJT 发展的因素：我们考虑低钼叠层方案，即仅正面采用“90%氧化钼+10%氧化锡”的 ITO 靶材，纯钼占氧化钼约 83%，则 6mg/W 的 ITO 靶材用量中，纯钼的使用量约 $6*90%*83%=4.48\text{mg/W}$ ，对应 1GW 的 HJT 电池消耗 4.5 吨钼。近期钼金属价格有所上涨，目前约 2225 元/公斤，创近 5 年以来新高，按照 1GW 的 HJT 电池用钼量 4.5 吨，对应钼成本约 1000 万元。根据靶材企业壹纳光电的研究数据，当前全球钼储量为

35.6万吨，能够年电池片产能500GW的背景下使用150+年。长期来看铜的储量充足，不会成为制约HJT行业发展的掣肘。技术不断迭代&设备降本有望促使大厂逐步开启规模扩产，迈为作为龙头设备商具备高订单弹性：我们预计2023年HJT扩产50-60GW，考虑迈为股份80%市占率及HJT整线设备价值量3.5-4.0亿元/GW（配置不同，价格有差异），预计2023年迈为潜在HJT设备订单体量约140-190亿元。时间节奏上，我们认为大厂即将开始布局。HJT作为电池片环节的革命性技术目前仍处于扩产早期，传统厂商尚未大规模布局，新进入者此时投资扩产可获得先发优势，因此2023年新进入者数量持续高增，而传统大厂在2024年开始大规模扩产。迈为的高市占率有望保持。盈利预测与投资评级：我们维持公司2023-2025年的归母净利润为13.09/19.40/29.41亿元，对应当前股价PE为35/23/15倍，维持“买入”评级。风险提示：下游HJT扩产不及预期，研发进展不及预期。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：刘晓旭
研究助理：李文意）

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>