

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2023-07-14

宏观策略

2023年07月14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

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

电力设备行业点评报告：电改加速进行时，用电侧有望迎来重大发展机遇

事件：中共中央总书记、国家主席、中央军委主席、中央全面深化改革委员会主任习近平7月11日下午主持召开中央全面深化改革委员会第二次会议，审议通过了《关于推动能耗双控逐步转向碳排放双控的意见》、《关于深化电力体制改革加快构建新型电力系统的指导意见》等。习近平在主持会议时强调，要立足我国生态文明建设已进入以降碳为重点战略方向的关键时期，完善能源消耗总量和强度调控，逐步转向碳排放总量和强度双控制度。要深化电力体制改革，加快构建清洁低碳、安全充裕、经济高效、供需协同、灵活智能的新型电力系统，更好推动能源生产和消费革命，保障国家能源安全。如何解读？我们认为：1) 电力体制改革大势所趋。自2002年电改“5号文”实现厂网分离，到2015年电改“9号文”推进电力市场化交易，再到2021年提出要建设新型电力系统，随着“双碳”战略的推进，建成电价“能涨能跌”、用电侧充分参与的完全市场化的电力市场势在必行，通过市场化手段实现电力供需的平衡。2) 清洁低碳、安全充裕。新能源、充电桩等新能源的随机性和波动性会给电网的安全稳定运行带来冲击，势必要在电源侧+用户侧加强建设储能来平抑波动，电网侧通过增加外送通道、扩容提升系统冗余、提高智能化水平等方式增强电网稳定性。3) 经济高效、供需协同。电力系统由“源随荷动”单向计划调控向“源网荷储”多元协同互动转变，放开电力现货交易、隔墙售电，发展虚拟电厂和用户侧微电网有望成为实现灵活互动的新型电力系统的关键，同时要利用好用户侧丰富的分布式电源和可调资源，提高用能经济性。看好什么？我们建议重点关注“源网荷储”多元互动这一方向。1) 用户侧参与源网荷储多元互动的未来逐渐清晰，看好关键可调

资产工商业储能有望高速增长，建议关注：【苏文电能】【盛弘股份】【禾望电气】【科林电气】等。 2) 能否发挥可调资产的效用，企业微电网平台、虚拟电厂等负责监视、预测、调控的“中枢大脑”是关键，重点推荐：【国电南瑞】【海兴电力】【四方股份】【国能日新】，建议关注：【安科瑞】【东方电子】【国网信通】【朗新科技】。 3) 掌握了充足的可调资源，做好管理、运营，在响应电网需求的同时创造更高的收益，将成为未来电力系统最重要的一环，渠道、卡位是关键，重点推荐：【南网能源】，建议关注：【涪陵电力】【芯能科技】等。 风险提示：电网投资不及预期，新能源建设不及预期，竞争加剧等。

推荐个股及其他点评

周大福 (01929.HK)：2023 年 Q2 内地同店销售额同比+8.5%，利润率有望持续改善

投资要点 2023 年 Q2 周大福珠宝销售持续恢复中：公司披露 2023 年 Q2 经营数据，2023 年 Q2，集团整体零售额同比增速 29.4%，其中中国内地零售额增长 25.2%，中国港澳及其他市场同比增速为 64%。盈利预测与投资评级：周大福是我国黄金珠宝的头部品牌，品牌认知度高，产品力强，2023 年 Q2 经营稳步恢复中，中国港澳地区表现亮眼，我们维持 FY2024-FY2026 归母净利润 78/93/110 亿港元，最新收盘价对应 FY2024-FY2026 PE 为 17/14/12 倍，维持“买入”评级。 风险提示：同店销售恢复不及预期，消费力走弱等

泡泡玛特 (09992.HK)：23H1 业绩前瞻：预计业绩逐季修复，看好潮玩龙头 23 年困境反转

投资要点 进入 23 年，公司逐步回归正常运营周期，我们预计公司业绩逐季好转，23H1 实现营业收入 28 亿元 (yoy+18%，23Q1 yoy+0%~5%)，归母净利润实现 4.3 亿元 (yoy+31%)。 23H1 公司亮眼新品不断，持续验证公司强大 IP 吸引力/产品力。我们看好 23 年往后公司增长潜力，考虑到 Q1 公司抖音和海外渠道好于我们预期，我们将 23-25 年 EPS 预测从 0.63/0.88/1.11 元上调至 0.69/0.95/1.19 元，对应 PE 约 26/19/15 倍，维持“买入”评级。(人民币兑港元汇率取 2023/7/12 1 港币=0.92 人民币) 风险提示：消费恢复不及预期，库存减值风险，忠实用户流失风险，新业务投入影响现金流

钧达股份 (002865)：2023 年中报业绩预告点评：量升利增逐步显现，TOPCon 保持领跑

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 9~11 亿元，同增 230%~300%；扣除非经常损益后净利润 8.5~10.5 亿元，同增 1330%~1670%。2023Q2 归属于母公司净利润 5.46~7.46 亿，同增 117%~197%，环增 54%~111%；扣除非经常损益后净利润 5.06~7.06 亿，同增 101%~181%，环增 47%~105%。计算 2023Q2 归属于母公司净利润预告中值为 6.46 亿，业绩符合预期。 2023Q2 盈利兑现，量升利增明显。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 25.0/33.3/38.2 亿元，同增 249%/33%/15%，基于公司光伏电池龙头地位，我们给予公司 23 年 15 倍 PE，对应目标价 165.59 元，维持“买入”评级。 风险提示：政策不及预期，竞争加剧。

上海复旦 (01385.HK)：多元布局扩版图，FPGA 龙头持续成长

投资要点 国内老牌 IC 设计公司，多元化布局开拓版图。公司成立于 1998 年，是国内领先的数字 IC 设计公司，产品线涵盖安全与识别芯片、非挥发存储器、智能电表芯片、FPGA 芯片和集成电路测试服务等五大方向。FPGA 业务高速增长，远期空间可观。盈利预测与投资评级：我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 11.5 亿元，14.4 亿元，17.0 亿元，同比分别+7%、+25%、+19%，对应现价（7 月 12 日）PE 分别为 14 倍、11 倍、9 倍，考虑到公司具备核心竞争力、FPGA 业务成长性较好，市场对于 2023 年业绩悲观预期已经释放，首次覆盖予以“买入”评级。风险提示：行业竞争加剧风险、需求不及预期风险、新品拓展不及预期风险

晶盛机电 (300316)：2023 年半年报业绩预告点评：业绩持续高增，装备+材料协同布局

投资要点 业绩持续高增，2023Q2 归母净利润中值 12.9 亿元：2023H1 公司归母净利润 20.5-22.9 亿元，同比+70%-90%；扣非净利润 19.4 亿元-21.8 亿元，同比+75%-97%。2023Q2 实现归母净利润 11.7-14.1 亿元，同比+52%-84%，环比+31%-59%，中位数为 12.9 亿元，同比+68%，环比+45%；扣非净利润 10.7-13.1 亿元，同比+57%-93%，环比+22%-50%，中位数为 11.9 亿元，同比+75%，环比+36%。光伏设备是晶盛机电成长的第一曲线，第二曲线是半导体设备放量，第三曲线是光伏耗材和半导体耗材的完全放量。我们维持公司 2023-2025 年的归母净利润为 47/58/70 亿元，对应 PE 为 19/15/13 倍，维持“买入”评级。风险提示：下游扩产不及预期，研发进展不及预期。

珀莱雅 (603605)：2023 年半年度业绩预告点评：国货龙头领航 618，业绩预告超市场预期

投资要点 发布 2023 年半年度业绩预告，公司预计 2023H1 归母净利同增 55%~65%。公司发布 2023 年半年度业绩预告，公司预计 2023H1 实现归母净利润为 4.6~4.9 亿（同比增长 55%~65%），实现扣非净利润为 4.35~4.65 亿元（同比增长 55%~66%）。对应 2023Q2，公司预计实现归母净利润为 2.52~2.82 亿元（同比增长 81%~103%），实现扣非净利润为 2.37~2.67 亿元（同比增长 77%~99%）。公司预告的 2023H1 业绩范围超出市场此前预期。盈利预测与投资评级：公司是国内组织灵活、效率领先的大众化妆品集团，在天猫，抖音等多电商平台销售排名领先，展现其强品牌力。多系列大单品矩阵战略推进顺利，未来经营韧性可期。我们将公司 2023-25 年的归母净利润从 10.41/12.94/15.70 亿元调整为 10.77/13.50/16.50 亿元，分别同增 31.70%/25.42%/22.20%，当前市值对应 2023-25 年 PE 为 39/31/25X，维持“买入”评级。风险提示：市场竞争加剧，新品牌拓展不及预期等。

康缘药业 (600557)：2023 中报点评：业绩符合预期，看好创新中药龙头长期发展

投资要点 事件：2023H1 公司实现营收 25.53 亿元（+21.74%，同比，下同）；归母净利润 2.76 亿元（+30.6%）；扣非归母净利润 2.63 亿元（+29.93%）；业绩基本符合我们预期。盈利预测与投资评级：我们维持公司 2023-2025 年归母净利润 5.52/6.89/8.48 亿元，对应当前市值对应 2023-2025 年 PE 分别为 25/20/16 倍，我们看好公司作为中药创新龙头的长期发展，维持“买入”评级。风险提示：产品销售推广不及预期、行业政策重大变更风险等。

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

电力设备行业点评报告:电改加速进行时,用电侧有望迎来重大发展机遇

投资要点 事件:中共中央总书记、国家主席、中央军委主席、中央全面深化改革委员会主任习近平7月11日下午主持召开中央全面深化改革委员会第二次会议,审议通过了《关于推动能耗双控逐步转向碳排放双控的意见》、《关于深化电力体制改革加快构建新型电力系统

的指导意见》等。习近平在主持会议时强调，要立足我国生态文明建设已进入以降碳为重点战略方向的关键时期，完善能源消耗总量和强度调控，逐步转向碳排放总量和强度双控制度。要深化电力体制改革，加快构建清洁低碳、安全充裕、经济高效、供需协同、灵活智能的新型电力系统，更好推动能源生产和消费革命，保障国家能源安全。如何解读？我们认为：1) 电力体制改革大势所趋。自2002年电改“5号文”实现厂网分离，到2015年电改“9号文”推进电力市场化交易，再到2021年提出要建设新型电力系统，随着“双碳”战略的推进，建成电价“能涨能跌”、用电侧充分参与的完全市场化的电力市场势在必行，通过市场化手段实现电力供需的平衡。2) 清洁低碳、安全充裕。新能源、充电桩等新能源的随机性和波动性会给电网的安全稳定运行带来冲击，势必要在电源侧+用户侧加强建设储能来平抑波动，电网侧通过增加外送通道、扩容提升系统冗余、提高智能化水平等方式增强电网稳定性。3) 经济高效、供需协同。电力系统由“源随荷动”单向计划调控向“源网荷储”多元协同互动转变，放开电力现货交易、隔墙售电，发展虚拟电厂和用户侧微电网有望成为实现灵活互动的新型电力系统的关键，同时要利用好用户侧丰富的分布式电源和可调资源，提高用能经济性。看好什么？我们建议重点关注“源网荷储”多元互动这一方向。1) 用户侧参与源网荷储多元互动的未来逐渐清晰，看好关键可调资产工商业储能有望高速增长，建议关注：【苏文电能】【盛弘股份】【禾望电气】【科林电气】等。2) 能否发挥可调资产的效用，企业微电网平台、虚拟电厂等负责监视、预测、调控的“中枢大脑”是关键，重点推荐：【国电南瑞】【海兴电力】【四方股份】【国能日新】，建议关注：【安科瑞】【东方电子】【国网信通】【朗新科技】。3) 掌握了充足的可调资源，做好管理、运营，在响应电网需求的同时创造更高的收益，将成为未来电力系统最重要的一环，渠道、卡位是关键，重点推荐：【南网能源】，建议关注：【涪陵电力】【芯能科技】等。风险提示：电网投资不及预期，新能源建设不及预期，竞争加剧等。

(证券分析师：曾朵红 证券分析师：谢哲栋)

推荐个股及其他点评

周大福 (01929.HK): 2023年Q2内地同店销售额同比+8.5%，利润率有望持续改善

投资要点 2023年Q2周大福珠宝销售持续恢复中:公司披露2023年Q2经营数据,2023年Q2,集团整体零售额同比增速29.4%,其中中国内地零售额增长25.2%,中国港澳及其他市场同比增速为64%。内地同店销售稳步恢复,赴港澳游客大增带来港澳需求的强劲复苏。同店方面,2023年Q2中国内地同店零售额同比增速8.5%,同店销量同比下滑-1%,中国港澳地区同店零售额同比增速64.2%,同店销售量同比增速36.7%。中国内地销售在疫后逐步恢复中,港澳地区则得益于边境口岸的重新开放,赴港和赴澳的游客大幅增长,得到了较为强劲的复苏。黄金类产品依旧维持较高的景气度,镶嵌类产品仍有待恢复。分产品来看,2023年Q2镶嵌类内地零售额同比增速8%,其中内地同店销售额同比下滑4.1%,中国港澳同店增速16.9%,黄金类产品内地零售额同比增速为30.3%,其中内地同店销售额同比增长9.9%,中国港澳同店增速101.1%。渠道稳步扩张,工作中心落在提升门店经营效率上。渠道方面,截至2023年6月末,集团总门店数达到7740家,其中中国内地地区的周大福品牌门店总数达到7364家,其中

76.7%为加盟门店,2023年Q2内地周大福品牌净增门店95家。FY2024公司业务中心重点在提升门店经营性效益上。 盈利预测与投资评级:周大福是我国黄金珠宝的头部品牌,品牌认知度高,产品力强,2023年Q2经营稳步恢复中,中国港澳地区表现亮眼,我们维持FY2024-FY2026归母净利润78/93/110亿港币,最新收盘价对应FY2024-FY2026PE为17/14/12倍,维持“买入”评级。 风险提示: 同店销售恢复不及预期,消费力走弱等

(证券分析师:吴劲草 证券分析师:谭志千)

泡泡玛特(09992.HK):23H1业绩前瞻:预计业绩逐季修复,看好潮玩龙头23年困境反转

投资要点 进入23年,公司逐步回归正常运营周期,我们预计公司业绩逐季好转,23H1实现营业收入28亿元(yoy+18%,23Q1yoy+0%~5%),归母净利润实现4.3亿元(yoy+31%)。23H1公司亮眼新品不断,持续验证公司强大IP吸引力/产品力。根据我们对泡泡玛特公众号文章信息的统计,2023年上半年,公司推出50款新品盲盒,Q1/Q2分别为19/31款,22Q1/Q2/Q3/Q4分别为25/23/32/26款,Q2在出新数量加速的同时亦推出了多款优质新品,如Molly华纳100周年系列、Dimoo经典复刻系列、Skullpanda平日奇镜系列、Zsiga我们如此可爱系列等等。此外,截至7/11,潮玩族小程序“潮玩确认款想要热榜”中,除了上半年推出的新品之外,SP22年11月推出的温度系列亦排名TOP5,我们认为这侧面验证公司头部IP的优质系列能有较长的畅销周期。23H1公司亦推出10款MEGA(22H1为10款),其中Molly8款,SP和DIMOO各一款,MEGA等非盲盒产品有望为公司贡献稳定业绩。 线下客流恢复有利于门店销售,抖音和海外渠道贡献重要增量:1)随着疫情防控政策的放开,经济和消费逐步恢复,23Q1在基数不低情况下,零售店收入同比增长5%~10%。公司门店具备强体验/互动属性,我们看好其在线下消费恢复背景下取得亮眼增长。2)抖音:23Q1公司抖音旗舰店收入同比增长305%~310%,根据第三方数据,4/13-7/11的90天内,“泡泡玛特”账号累计开播72场,累计观看人次866万,总销售额721万。我们认为在前期直播经验积淀+抖音品牌自播模式逐步成熟后,泡泡玛特已探索出在抖音平台的运营模式,并于今年正式爆发(可类比东方甄选前期也经过半年左右试错),我们看好其在线上渠道中逐步占据重要比重。3)海外:公司海外区域品牌建设正在进行,据我们不完全统计,23H1公司在法国、澳大利亚、马来西亚等地均有新开门店。22年公司海外业务在保持较高毛利率背景下实现收入快速增长,23Q1收入同比增长160%~165%,验证海外需求潜力以及公司出海实力,我们看好海外业务在23年贡献显著业绩增量。 乐园/游戏等非潮玩业务正逐步落地。泡泡玛特2022年1月与北京朝阳公园达成合作,获得朝阳公园授权使用园区内“欧陆风韵”项目及其周边街道、森林,首个线下主题乐园或9月1日正式开业。此外,5月公司公布首款自研模拟经营类手游《梦想家园》,TapTap评分9.6。我们认为这类业务逐步落地将帮助公司提高品牌影响力,也为公司未来发展提供更多想象空间。 盈利预测与投资评级:我们看好23年往后公司增长潜力,考虑到Q1公司抖音和海外渠道好于我们预期,我们将23-25年EPS预测从0.63/0.88/1.11元上调至0.69/0.95/1.19元,对应PE约26/19/15倍,维持“买入”评级。(人民币兑港元汇率取2023/7/12 1港币=0.92人民币) 风险提示:消费恢复不及预期,库存减值风险,忠实用户流失风险,新业务投入影响现金流

(证券分析师:张良卫 证券分析师:周良玖)

证券分析师：汤军 研究助理：郭若娜

钧达股份 (002865)：2023 年中报业绩预告点评：量升利增逐步显现，TOPCon 保持领跑

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 9~11 亿元，同增 230%~300%；扣除非经常损益后净利润 8.5~10.5 亿元，同增 1330%~1670%。2023Q2 归属于母公司净利润 5.46~7.46 亿，同增 117%~197%，环增 54%~111%；扣除非经常损益后净利润 5.06~7.06 亿，同增 101%~181%，环增 47%~105%。计算 2023Q2 归属于母公司净利润预告中值为 6.46 亿，业绩符合预期。2023Q2 盈利兑现，量升利增明显。公司公告 2023Q2 电池片出货量为 6.59GW，同增 198.19%，环增 37.01%；其中 PERC/TOPCon 出货量 2.53GW/4.06GW，环增 9.52%/62.4%。由于 2023Q2 滁州二期满产，N 型上量明显叠加上游原材料降价，我们测算公司 PERC 单瓦盈利约 6 分，TOPCon 单瓦净利约 12 分，N 型超额盈利拉大，公司量利双升明显。展望 2023Q3，上游硅料价格跌至底部，电池盈利有望保持坚挺；公司淮安三期已于 2023Q2 末满产，2023Q3 起贡献业绩增量，我们预计 2023Q3 N 型出货 7GW+。随公司扩产提速，我们预计全年电池出货约 32-33GW，其中 TOPCon 约 23GW，占比达 70%+，公司在 N 型时代持续领跑！N 型产能行业领先，降本增效持续迭代！公司 N 型扩产效率高，滁州两期 18GW 在产，淮安一期 13GW 于 2023Q2 末满产，二期 13GW 提前启动建设，公司预计 2023 年底投产。整体产能投放速度快，公司预计 2023 年底 N 型产能提升至 44GW！目前公司 TOPCon 量产效率达 25.5% 以上，目标 2023 年底达 25.8%；成本上，TOPCon 当前良率持平 PERC，银耗约 100mg/片，量产后导入 LP 双插技术，叠加持续提效，后续成本有望持平 PERC，盈利持续坚挺！
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 25.0/33.3/38.2 亿元，同增 249%/33%/15%，基于公司光伏电池龙头地位，我们给予公司 23 年 15 倍 PE，对应目标价 165.59 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)

上海复旦 (01385.HK)：多元布局扩版图，FPGA 龙头持续成长

投资要点 国内老牌 IC 设计公司，多元化布局开拓版图。公司成立于 1998 年，是国内领先的数字 IC 设计公司，产品线涵盖安全与识别芯片、非挥发存储器、智能电表芯片、FPGA 芯片和集成电路测试服务等五大方向。FPGA 业务高速增长，远期空间可观。公司是国内最早一批开发 FPGA 的企业，2018 年研制出国内首款 28nm 亿门级 FPGA 产品。产品聚焦高可靠领域，可应用于 AI 计算、卫星互联网等多个领域。公司 2022 年 FPGA 及其他芯片业务营收 8.03 亿元，同比+88%。根据 Frost&Sullivan 数据，2021 年，全球 FPGA 芯片产业规模约 68.6 亿美元，同比+12.8%，整体国产化比例较低。作为提升算力的关键，FPGA 是卫星互联网等下游的核心元器件，有望受益于行业发展。存储拐点已至，公司非挥发性存储业务增长迅速。公司同时拥有 EEPROM、NOR Flash 及 SLC NAND Flash 的设计与量产能力，容量覆盖 1Kbit-4Gbit。公司 EEPROM 产品在智能电表、汽车电子、手机摄像头模组领域积累了大量客户，NAND Flash 产品广泛应用于电脑及周边、手机模组、安防监控、IoT 等众多领域。2022 年存储业务收入 9.4 亿元，随着下游应用放量，同时跟随行业价格拐点到来，有望延续较高增长。安全与识别业务基本盘稳固，稳健增长。公司已形

成 RFID 与存储卡芯片、智能卡与安全芯片、智能识别设备芯片三大产品系列，受益于万物互联趋势。2022 年，公司安全与识别芯片业务营收 9.76 亿元，同比+12.7%，过往业绩表现稳健。智能电表开启替换周期，公司有望受益。公司是国内智能电表 MCU 龙头，在国家电网单项智能电表市场份额排名第一，截至 2021 年底累计智能电表 MCU 出货量超 4 亿颗，覆盖国内绝大部分表厂。公司同时进军汽车电子等新领域，努力发掘增长点。盈利预测与投资评级：我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 11.5 亿元，14.4 亿元，17.0 亿元，同比分别+7%、+25%、+19%，对应现价（7 月 12 日）PE 分别为 14 倍、11 倍、9 倍，考虑到公司具备核心竞争力、FPGA 业务成长性较好，市场对于 2023 年业绩悲观预期已经释放，首次覆盖予以“买入”评级。风险提示：行业竞争加剧风险、需求不及预期风险、新品拓展不及预期风险

（证券分析师：张良卫 证券分析师：马天翼
证券分析师：周高鼎 研究助理：卞学清）

晶盛机电（300316）：2023 年半年报业绩预告点评：业绩持续高增，装备+材料协同布局

投资要点 业绩持续高增,2023Q2 归母净利润中值 12.9 亿元:2023H1 公司归母净利润 20.5-22.9 亿元，同比+70%-90%；扣非净利润 19.4 亿元-21.8 亿元，同比+75%-97%。2023Q2 实现归母净利润 11.7-14.1 亿元，同比+52%-84%，环比+31%-59%，中位数为 12.9 亿元，同比+68%，环比+45%；扣非净利润 10.7-13.1 亿元，同比+57%-93%，环比+22%-50%，中位数为 11.9 亿元，同比+75%，环比+36%。与西部超导战略合作稳定关键线材供应，第五代超导磁场单晶炉有望快速放量：2023 年 5 月推出第五代光伏低氧单晶炉，配置超导磁场来降低氧含量，目前公司第五代单晶炉已签订约 3500 台订单，2023 年有望配置近 300 台带超导磁场的第五代单晶炉，占比约 9%；6 月 5 日公司与西部超导达成战略合作协议，晶盛购买西部超导的线材，晶盛机电的子公司慧翔电液生产超导磁场。从超导磁场的成本构成来看，超导线材占比最大，约占比 50-60%。晶盛与西部超导达成合作，能够获得稳定足量的线材供应，方便扩张磁场产能、降低磁场生产成本。我们预计随着超导磁场的扩产加速，其价格会从 150 万/台逐步降低至 100 万/台、同时电池片效率提升幅度从 0.1%提升至 0.5%，我们预计到 2024 年超导磁场第五代单晶炉在晶盛的单晶炉出货中占比有望达 50%、2025 年有望达 100%，新款单晶炉将会是光伏设备中革命性的新产品。发布 8 英寸单片式碳化硅外延设备，衬底片+外延设备双轮驱动：（1）外延设备：受限于国外龙头产能严重不足，晶盛机电 6 寸单片式碳化硅外延设备（型号为 150A，产能 350-400 片）已实现国产替代，2022 年公司外延设备市占率为国内第一。2023 年 2 月公司成功发布 6 寸双片式碳化硅外延设备（型号为 150D，产能 600-650 片），6 月 27 日再次成功推出 8 寸单片式碳化硅外延生长设备。（2）衬底片：公司 2020 年立项 8 寸衬底片研发，2023Q2 将实现小批量生产。盈利预测与投资评级：光伏设备是晶盛机电成长的第一曲线，第二曲线是半导体设备放量，第三曲线是光伏耗材和半导体耗材的完全放量。我们维持公司 2023-2025 年的归母净利润为 47/58/70 亿元，对应 PE 为 19/15/13 倍，维持“买入”评级。风险提示：下游扩产不及预期，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）

珀莱雅（603605）：2023 年半年度业绩预告点评：国货龙头领航 618，

业绩预告超市场预期

投资要点 发布 2023 年半年度业绩预告，公司预计 2023H1 归母净利润同增 55%~65%。公司发布 2023 年半年度业绩预告，公司预计 2023H1 实现归母净利润为 4.6~4.9 亿（同比增长 55%~65%），实现扣非净利润为 4.35~4.65 亿元（同比增长 55%~66%）。对应 2023Q2，公司预计实现归母净利润为 2.52~2.82 亿元（同比增长 81%~103%），实现扣非净利润为 2.37~2.67 亿元（同比增长 77%~99%）。公司预告的 2023H1 业绩范围超出市场此前预期。“618”大促大单品矩阵布局完备，注重线上线下联动。（1）产品布局：①主品牌珀莱雅：在“618”主推产品包括早 C 晚 A 精华套装、双抗精华/眼霜/面膜、红宝石精华/面霜/水乳、源力精华、双白瓶精华等。②彩棠：“618”主推产品包括三色遮瑕膏、妆前乳隔离霜和高光修容盘。③OR：“618”主推产品包括明星产品温泉洗发水等。（2）营销策略：从线上投放平台看，淘系和抖音仍为最主要的两个平台。6 月 16~29 日，珀莱雅在全国 6 城 7 店陆续开展“科学配方”主题展，在酒咖的主题展区带来肌肤问题的科学解答。彩棠加强天猫、抖音平台自播力度，天猫自播间位居天猫国货彩妆自播榜第一。5 月 18~27 日，Off&Relax 联合单向空间在多地推出“生活代谢指南”线下书桌，重体验扩大品牌声量。“618”战报多品牌表现亮眼。①珀莱雅：在天猫、抖音和京东国货美妆成交金额排名中均位列第一，并位列天猫美妆第四位。从“618”期间成交金额看，天猫、抖音均同增 80%+。红宝石面霜、双抗面膜、源力精华 2.0、早 C 晚 A 套组、双抗精华 3.0、红宝石精华 2.0 均成交破亿。②彩棠：“618”期间位列天猫彩妆国货品牌第二，抖音彩妆品牌第四。多款爆品实力突围，三色修容盘位居天猫高光类目品牌 No.1，三色遮瑕盘位居天猫遮瑕类目排名 No.1，大师妆前乳位列天猫隔离/妆前类目 No.2，双拼高光位列天猫高光类目 No.2。③OR：天猫“618”双店总销售额同比增长 300%+，温泉发膜、温泉洗发水热卖。盈利预测与投资评级：公司是国内组织灵活、效率领先的大众化妆品集团，在天猫，抖音等多电商平台销售排名领先，展现其强品牌力。多系列大单品矩阵战略推进顺利，未来经营韧性可期。我们将公司 2023-25 年的归母净利润从 10.41/12.94/15.70 亿元调整为 10.77/13.50/16.50 亿元，分别同增 31.70%/25.42%/22.20%，当前市值对应 2023-25 年 PE 为 39/31/25X，维持“买入”评级。风险提示：市场竞争加剧，新品牌拓展不及预期等。

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：张家璇
证券分析师：汤军）

康缘药业（600557）：2023 中报点评：业绩符合预期，看好创新中药龙头长期发展

投资要点 事件：2023H1 公司实现营收 25.53 亿元（+21.74%，同比，下同）；归母净利润 2.76 亿元（+30.6%）；扣非归母净利润 2.63 亿元（+29.93%）；业绩基本符合我们预期。单 Q2 利润端表现亮眼，费用端基本稳定。分季度看，23Q2 公司营业收入保持稳步增长，实现营收 12 亿元（+17.9%）；得益于公司优秀的成本管控能力，利润端表现亮眼，单 Q2 实现归母净利润 1.35 亿元（+33.4%），实现扣非归母净利润 1.24 亿元（+30.8%）。另外，公司费用端基本保持稳定，在销售方面加强学术推广，增强医生对产品认可度，23H1 销售费用 10.9 亿元（+26.32%），销售费用率为 42.62%（+1.53pp），管理费用 1.1 亿元（+29.09%），管理费用率为 4.31%（+0.25pp）；财务费用为-787 万元。大单品业绩承压拖累非注射剂增速，注射剂型和二线基药品种迎头赶上。分结构看，23 年 Q2 公司注射剂型持续保持亮眼，H1 注射剂实现

收入 11.6 亿元 (+54%)，非注射剂实现收入 13.8 亿元 (+4%)，单 Q2 注射剂实现收入 5.7 亿元 (+60%)，非注射剂型实现收入 6.24 亿元 (-5%)，我们认为主要系金振口服液业绩承压，使得口服液剂型产品销售下滑所致。除口服液剂型外，公司二线基药杏贝止咳颗粒表现亮眼，带动公司颗粒剂、冲剂单 Q2 实现收入 6744 万元 (+41%)，H1 实现收入 1.91 亿元 (+99.6%)。研发投入持续加强，短期业绩压力不改中药创新龙头长期向好趋势。23H1 公司研发投入进一步上升，增速快于收入增速，为 3.63 亿元 (+31.02%)，研发费用率 14.24% (+1.01pp)。公司在研管线丰富，23H1 公司中药获得临床试验批准通知书 1 个（梳黄贴膏），新申报生产品种 2 个（JC 颗粒、FZJD 颗粒），III 期临床研究品种 2 个（SPPY 颗粒、LWDHGTP 片）；在已上市品种培育方面，公司有序推进散寒化湿颗粒、金振口服液等品种的循证证据研究。我们认为，公司是我国中药创新领军企业之一，拥有大量优质产品和持续丰富的管线，短期业绩端压力不改长期向上成长方向。盈利预测与投资评级：我们维持公司 2023-2025 年归母净利润 5.52/6.89/8.48 亿元，当前市值对应 2023-2025 年 PE 分别为 25/20/16 倍，我们看好公司作为中药创新龙头的长期发展，维持“买入”评级。风险提示：产品销售推广不及预期、行业政策重大变更风险等。

（证券分析师：朱国广）

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>