

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2023-07-20

宏观策略

2023年07月20日

宏观点评 20230717: 5.5%: 下半年增长和政策如何角力?

二季度 GDP 增速 6.3% 产生于这样一种背景: 增长比预期有压力, 但政策比预期有耐心。我们预计这种经济和政策的角力将贯穿下半年。一方面, 在“5%左右”的目标下, 上半年 GDP 增速 5.5% 意味着下半年增速需要达到 4.6%, 这一门槛并不算高, 但在当前内需下行+外需收缩的背景下, 仍需要政策端的发力来对冲。另一方面, 在高质量发展的要求下, 不搞“大块干上”、“贪大求洋”已成为政策的内在约束。

宏观周报 20230717: 厄尔尼诺现象下的工业“烤”验

1980 年以来, 全球平均气温共有 12 次“创新高”的纪录, 其中伴随着厄尔尼诺发生的概率约为 83%。世界气象组织预测, 厄尔尼诺现象在 2023 年下半年持续的可能性高达 90%, 且此次厄尔尼诺现象出现早、发展空间大, 这也意味着全球气温的提升即将“迎面而来”。而我国气温也伴随着全球“发烧”: 中国气象局新闻发布会上, 有关负责人称 6 月全国平均气温已创下 1961 年以来历史同期第二高。在厄尔尼诺现象之下, 我国原本趋稳的工业生产是否会再次受阻?

宏观周报 20230716: 美国 6 月通胀: “漂亮”的背后掩盖了什么? — 海外宏观经济周报

美国 6 月通胀很“争气”。本周海外宏观最受瞩目的便是美国 6 月通胀了, 受到去年油价高基数以及房租滞后的影响开始显现, 6 月通胀第十二连降, 同比从 4% 大幅下降至 3%。虽然通胀离 2% 的目标越来越近了, 但核心通胀当前仍在较高的位置 (6 月为 4.8%), 且越往后通胀的下降将变得越来越难, 不仅如此, 还有重新提速上升的风险。

固收金工

固收点评 20230718: 晶澳转债: 光伏行业龙头企业

我们预计晶澳转债上市首日价格在 108.02~120.21 元之间。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。

固收点评 20230718: 福蓉转债: 消费电子铝制结构件材料行业核心企业

我们预计福蓉转债上市首日价格在 126.21~140.34 元之间, 我们预计中签率为 0.0017%。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

影视院线行业点评报告: 电影行业点评: 2023 年暑期档表现亮眼, 下半程仍值得期待

投资建议: 优质内容供给持续向善, 观影需求逐步回暖, 行业有望延续强修复趋势, 优质内容出品方、发行方及院线全产业链将直接受益。我们推荐光线传媒 (主投、发行《茶啊二中》等), 建议关注万达电影 (院线龙

晨会编辑 朱国广
执业证书: S0600520070004
zhugg@dwzq.com.cn

头之一)、猫眼娱乐(在线票务龙头)、中国电影(业务板块涵盖全产业链,进口片直接受益者,参投《超能一家人》《巨齿鲨2:深渊》等重磅影片)、上海电影(联合出品《消失的她》)、横店影视(参投《扫毒3:人在天涯》《超能一家人》《热烈》等多部影片)等。风险提示:票房不及预期风险,监管政策不确定风险,宏观经济下行风险。

环保行业点评报告:生环部关于全国碳排放权交易市场 2021、2022 年度碳排放配额清缴相关工作的通知

2023M5 天然气表观消费量同增 12.4%,消费回暖&价差修复有望迎价值重估。2023 年 5 月,全国天然气表观消费量 334.4 亿立方米,同增 12.4%。1-5 月,全国天然气表观消费量 1627 亿立方米,同增 5.7%。天然气消费回暖,叠加顺价机制完善利润修复,有望迎来价值重估。能耗双控逐步转向碳排放双控,促进清洁能源替代&绿电比例提升。2023 年 7 月 11 日,中央深改委会议审议通过《关于推动能耗双控逐步转向碳排放双控的意见》。能耗双控没有区分各种能源的碳排放特性,限制了可再生能源的发展。而碳排放双控以控碳为导向,可以打破对可再生能源的约束,促进清洁能源发展,提高绿电比例,释放用能空间。

推荐个股及其他点评

顺丰同城 (09699.HK): 23H1 业绩前瞻: 预计扭亏为盈, 23 年继续高质量增长

公司在业内率先扭亏为盈,显示较强的成本费用控制能力。公司一直在保持较快增长的同时努力收窄归母净亏损率,22 年在实现同城配业务收入同比+29%的同时,公司通过优化业务结构、提升骑手效率等方式提升整体盈利能力,毛利率同比提升 2.8pct,净亏损率缩窄 8pct。23H1 在骑手招工环境有利、最后一公里业务收入恢复、运营效率进一步提高等综合作用下,公司成为即时配送赛道里率先盈利的上市公司。我们看好公司在实现较好增长的同时逐步增强盈利能力。盈利预测与投资评级:我们继续看好公司作为第三方配送龙头享受即时配送行业红利,考虑到公司盈利进度好于我们预期,我们将公司 23-25 年 EPS 预测从-0.06/0.09/0.21 元上调至 0.01/0.10/0.22 元,后续随着公司流通盘扩大,流动性有望进一步改善,维持“买入”评级。(若无特别说明,人民币兑港元汇率取 2023/7/17 数据 1 港币=0.9165 人民币)风险提示:宏观经济波动风险、即时配送行业发展不及预期、竞争风险

金山办公 (688111): 金山办公的估值研究

我们测算金山办公在 2027 年中期收入空间约 223~331 亿元,净利润空间约 100 亿~150 亿元,给予 45%净利率、50 倍 PE 假设,以 10%的折现率计算到当期 2023 年,对应市值空间约 3115 亿~4624 亿元。盈利预测与投资评级:虑到 C 端年费化、会员体系变革、AI 提升对付费渗透率和 ARPU 的提升,以及 B 端信创化、订阅化的产业趋势持续推进,我们看好金山办公公司作为 AI 应用端优质资产的投资价值。考虑信创产业节奏,调整预测公司 2023-2024 年收入至-2025 年收入 48.08/66.28 亿(原预测 51.27/66.38 亿),/新增 2025 年预测 94.86 亿元;对应 2023-2025 年,净利润 13.27/19.68/28.98 亿(原预测 15.79/21.65/-亿)元。给予“买入”评级。风险提示:产品迭代不及预期,付费转化不及预期,行业竞争加剧,下游 IT 支出低于预期。

九州通 (600998): 千亿流通,华夏先驱扬九州

行业集中度不断提升,院外市场扩容迎来全新发展机遇:我国医药流通行业正处于加速集中初期,前四流通企业合计市场份额由2019年的39%提高至2021年的42%。随着集采常态化、双通道、门诊统筹等政策的实施,处方外流加速推进,院外市场持续扩容。头部批零一体化的企业具备处方药资源优势。截至2022年底,公司加盟门店数已突破13000家,以“万店加盟”为抓手,公司在院外市场份额有望持续提升。总代业务发力,药品放量有望开启二次增长曲线:公司2022年总代业务收入为134.13亿元,同比增长3.10%;毛利率为13.64%,同比提升2.93个百分点,毛利占比为18.65%,同比增长3.02个百分点,总代业务对公司业绩贡献度逐年提升。其中药品总代业务收入为66.51亿元,同比增长34.9%;毛利率为22.01%,同比增长5.19个百分点。公司聚焦药品总代业务,并与阿斯利康、东阳光药、拜耳康王等企业开展合作,14个销量过亿品种如可威、康王系列2022年均续签成功,进一步强化了公司总代品种优势,确保该业务的可持续增长。REITs落地在即,底层资产有望价值兑现:近年来,我国支持REITs政策密集出台,公司于2023年3月开展医药物流仓储公募REITs申报发行工作,REITs发行后,有望搭建轻资产运营平台,盘活公司医药仓储物流资产及配套设施,加快资产流动性从而筹集更多运营资金。此外,公司未来将通过扩募的方式逐步盘活剩余的医药物流仓储资产及配套设施,可纳入REITs底层资产的设施合计330万平方米,按每年扩募10亿平米固定资产计算,每年可为公司带来200亿元以上增量现金流,从而提升公司利润规模。风险提示:经营模式风险、政策风险、市场竞争风险、应收账款发生坏账风险等。

安踏体育 (02020.HK): 23Q2 流水点评: 流水稳健增长, 继续推动品牌赢领

公司为国内多品牌运动服饰龙头,23Q2主品牌、FILA流水同比增速按季改善,迪桑特+可隆保持高增长,整体库存保持健康水平、折扣继续改善。上半年来看安踏品牌表现略低于公司预算,主要受线上渠道+篮球品类增长偏低影响。在折扣改善、FILA及其他品牌占比提升带动下,我们预计上半年利润增长将好于流水表现。公司预计下半年提前启动2024年巴黎奥运会营销活动,希望努力实现全年各品牌增长目标(安踏品牌与FILA收入双位数增长、FILA快于安踏品牌,迪桑特和可隆收入增长20%-25%)。我们维持23-25年归母净利润95.48/112.52/131.69亿元的预测,对应PE为23/19/17X,目前估值处于历史较低水平,维持“买入”评级。风险提示:居民消费信心恢复较慢、疫情反复、竞争加剧。

雅本化学 (300261): 立足中间体, 产业链进一步延伸

盈利预测与投资评级:公司积极推进兰州基地建设,拓展产业链上下游,我们维持公司2023-2025年归母净利润分别1.8、2.3、3.0亿元,按2023年7月18日收盘价计算,对应PE为50、38、30倍。考虑到公司在康宽中间体领域的先发优势和成本优势,以及公司积极开拓医药+大健康领域,我们看好公司的成长性,维持“买入”评级。风险提示:宏观经济波动;原材料价格波动;项目投产进度不及预期;股东减持影响。

宏观策略

宏观点评 20230717: 5.5%: 下半年增长和政策如何角力?

二季度 GDP 增速 6.3% 产生于这样一种背景: 增长比预期有压力, 但政策比预期有耐心。我们预计这种经济和政策的角力将贯穿下半年。一方面, 在“5%左右”的目标下, 上半年 GDP 增速 5.5% 意味着下半年增速需要达到 4.6%, 这一门槛并不算高, 但在当前内需下行+外需收缩的背景下, 仍需要政策端的发力来对冲。另一方面, 在高质量发展的要求下, 不搞“大干快上”、“贪大求洋”已成为政策的内在约束(图 1)。因此, 在上述角力下, 我们预计 7 月政治局会议仍将保持宽松基调, 但不会有重大刺激政策出台, 下半年在政策端仍将偏重科技和产业安全, 这从领导人最近的调研可见一斑(图 2)。回头来看, 我们认为二季度经济数据的走势印证了今年高层在经济工作上的底线思维: 比如今年全年的 GDP 增速目标, 可能就是“5%左右”, 而非市场年初预期的 5.5% 以上甚至接近 6%, 因此不需要多大的政策刺激。比如就业问题, 只要整体失业率回到疫情前水平, 青年人失业率的走高在短期是可以接受的, 况且从各国的经验来看缺乏有效解决手段(图 4)。比如扩大内需, 虽然服务业的复苏动能有所放缓, 但从结构上来看, 服务业对经济增长的拉动正持续提升, 并且上半年居民实际可支配收入增速(5.8%)超过 GDP 增速(5.5%)也是构成利好。当然, 作为内需不足的掣肘, 当前民营企业信心不足, 房地产市场再度疲软确实亟待解决。我们预计 7 月政治局会议前后在提振民营企业和楼市信心上会有更多支持性的政策出台。从具体数据上看: 工业生产: 继续成为经济的拖累。6 月工业增加值同比增长 4.4%, 上半年同比增长 3.8%, 明显低于同期 GDP 增速(5.5%), 基本符合本轮复苏“服务强、工业弱”的特点。从第二季度来看, 除了 4 月环比增速偏冷外, 5、6 月环比增长基本处于历史同期均值水平, 往后看由于外需和内需整体依旧偏弱, 第三季度工业增速的反弹之路依旧充满不确定, 工业增速低于 GDP 增速的情况可能要到第四季度才会扭转。从行业构成上看, 第二季度汽车和电气机械依旧是工业增加值最大的拉动力, 不过 6 月化学原料和制品行业“异军突起”、突然加速, 在没有明显低基数的情况下, 同比增速较 5 月上升 6%, 这可能和下游长丝等纺织行业开工率持续改善, 以及化工产品出口量的韧性有关: 一方面可能对应着国内年初地产销售反弹之后的家装需求上升, 以及相关行业库存的下降; 另一方面, 出口端, 如化肥之类的化工产品剔除价格因素后依然保持着不错的实际增速。制造业投资: 民企开始扩大投资了? 今年上半年和 6 月当月制造业投资同比均增长 6%, 暂时止住了年初以来单月同比增速持续下滑的态势。我们在之前的报告中说过, 后疫情时代, 制造业投资由顺周期经济项变成了逆周期调节的“工具”, 不过边际上可能出现了改善——民企开始加大投资了。我们看到固定资产投资里民企投资相对于整体投资的增速在 6 月出现了触底反弹, 如果剔除继续降温的地产投资, 这至少证明民间制造业投资的表现会更好。从具体产业上看, 电气机械、汽车、有色和化工是主要的支撑力量, 而从边际上看, 汽车和医药可能是民企投资扩张的主要方向。基建: 夯实经济增长“压舱石”。2023 年以来基建发力明显, 6 月广义基建投资同比增速录得 12.3% (5 月为 10.8%), 基建投资为稳增长提供强劲动力。分细项来看, 6 月基建投资加速的“引擎”是交通仓储和公用事业, 尤其是交通基建投资同比涨幅明显, 这主要源于铁路投资的提速。6 月起沥青去库态势显著, 也从侧面印证了交通基

建的加速。在经济复苏道路上稳定基建增速的逻辑至关重要，目前看来至少上半年基建算是“稳住”了。不过6月专项债发行节奏较上年偏慢，同时还没有去年同期政策性开发性金融工具的“保驾护航”。后续政策端将如何为基建投资加“弹药”是一大关注点，根据国新办新闻发布会的信息，6月末7399亿元政策性开发性金融工具的资金支付使用比例已超过70%，准财政工具的扩容仍具必要性。消费：高基数下的稳健回暖。与4、5月的高同比、弱复苏形成鲜明对比的是，6月社零虽然同比读数显著回落，但环比边际改善，两年复合同比走阔至3.1%（4、5月分别为2.6%、2.5%）。收入修复是重要因素，上半年全国居民人均可支配收入实际同比回升至5.8%，基本回归至长期趋势水平，二季度居民消费倾向同比已有大幅好转。分项来看，“618”活动的拉动作用下，耐用品消费复苏进一步加快：大额商品如金银珠宝与通讯器材维持高增速，化妆品、服装受电商促销影响复合同比转正。最大的边际变化来自于家电项（从5月复合同比-5.4%修复至6月复合同比3.8%），一方面来自于高温天气催生的购置需求，另一方面来自于春季地产销售回暖对后周期产品的拉动，而家具、建筑本月复合同比跌幅也均有收窄。出行方面，6月汽车、石油及制品项同比为负，主要受高基数与油价回落影响。往后看，促汽车消费政策的落地与暑期出游的换车需求对相关消费均有支撑，叠加二季度城镇调查支出增加意愿中旅游项的边际增长，三季度消费有望在出行相关项的拉动下保持复苏。地产：目前还在寻找企稳的支点。房地产各项指标的继续回落仍“不出意外”，6月具体数据方面：开发投资同比下降10.3%与5月基本持平；新开工与竣工面积继续分化，不过增速差有所收敛，销售面积在去年高基数压力下同比跌幅走阔至-18%，与其相对应的是房企重新转弱，6月克而瑞口径百强房企业绩同比下降27%。风险提示：欧美经济韧性超预期，资金大幅流向海外；出口超预期萎缩；信贷投放量超预期。

（证券分析师：陶川 证券分析师：邵翔）

宏观周报 20230717：厄尔尼诺现象下的工业“烤”验

1980年以来，全球平均气温共有12次“创新高”的纪录，其中伴随着厄尔尼诺发生的概率约为83%。世界气象组织预测，厄尔尼诺现象在2023年下半年持续的可能性高达90%，且此次厄尔尼诺现象出现早、发展空间大，这也意味着全球气温的提升即将“迎面而来”。而我国气温也伴随着全球“发烧”：中国气象局新闻发布会上，有关负责人称6月全国平均气温已创下1961年以来历史同期第二高。在厄尔尼诺现象之下，我国原本趋稳的工业生产是否会再次受阻？高温地区工业生产易受阻。根据去年7-8月各省气温，我们将省级行政区划分为三大类：（1）“高温组”；（2）“中温组”；（3）“低温组”。结合同期工业增加值来看，“低温组”生产情况略优于“高温组”。对比来看，酷暑之下“低温组”整体的工业生产更快，其中吉林、青海、西藏、宁夏的工业增加值同比增速在全国名列前茅。而“高温组”工业生产进度偏缓，尤其是川渝地区工业增加值同比增速负增明显。经我们测算，2022年7-8月“低温组”工业增加值同比增速比“高温组”高4.2个百分点，气温对工业生产的影响确在。而“中温组”工业增加值同比增速主要受北京拖累：北京在2022年7-8月工业生产大幅下降，不过主要是受疫情以及新冠疫苗生产高基数影响，如剔除疫苗生产因素其工业生产表现依然稳健。“高温假”及“让电于民”对高温地区生产进度施压。以川渝地区为例，两地在去年7-8月均有“高温假”以及“让电于民”的相关规定。除高温因素以外，大规模“拉闸限电”的情况再度给工业企业生产施压。根据《中国电力行业年度发展报告

2023》，2023 年全国电力供需总体紧平衡，预计全年全社会用电量增速在 6%左右。在居民用电先于工业用电的情况下，今年夏季工业生产仍存在不确定性。“热浪”席卷众多工业行业。根据历年 8 月气温排序，我们将 8 月气温相对偏高的 2013、2016、2018、2019、2020 和 2022 年定义为“较高温年份”，气温相对偏低的 2011、2012、2014、2015、2017 和 2021 年则定义为“较低温年份”。再分别计算不同工业行业在“较高温年份”和“较低温年份”时 8 月工业增加值同比增速与 6 月增速之间的差值。我们发现有两点亮点：一是大多数工业行业在 8 月生产进度会季节性减慢，尤其是上游行业 8 月的生产表现均弱于 6 月。二是超一半的工业行业在气温更高的年份存在生产受阻的现象，不过汽车制造业、电热生产、水生产等行业在酷暑之年反而“迎难而上”：这些行业在较高温年份的工业增加值强于较低温年份。全球高温利好家电出口、带动相关生产。在厄尔尼诺现象下，全球气温不断攀升，这将利好空调等家用电器的出口，从而带动相关产品的生产。6 月出口数据中家用电器成为了为数不多的亮眼项，一定程度上反映了天气炎热带来的家电需求上升。这也为空调等产品的产量打开上行通道。厄尔尼诺现象下，部分地区工业生产再度承压，而气温相对较低的地区生产表现依旧稳健。根据历史数据来看，大多数工业行业难免受到高温波及，但高温之下利好公用事业、空调等家电、汽车等板块。上周高频数据显示：供需两端景气均表现分化。需求端汽车零售月初放缓，居民出行热度仍在，货运量显著抬升。新房销售再度走低，二手房销售有所回升。供给端生产节奏整体趋稳，基建和汽车业生产加速、而纺服业生产稳定。食品价格续降，大宗商品涨跌互现。风险提示：政策定力超预期；欧美经济韧性超预期，资金大幅流向海外；出口超预期萎缩；信贷投放量超预期。

(证券分析师：陶川 证券分析师：邵翔)

宏观周报 20230716：美国 6 月通胀：“漂亮”的背后掩盖了什么？——海外宏观经济周报

美国 6 月通胀很“争气”。本周海外宏观最受瞩目的便是美国 6 月通胀了，受到去年油价高基数以及房租滞后的影响开始显现，通胀第十二连降，同比从 5 月的 4%大幅下降至 6 月的 3%。虽然通胀离 2%的目标越来越近了，但核心通胀当前仍在较高的位置（6 月为 4.8%），且越往后通胀的下降将变得越来越难，不仅如此，还有重新提速上升的风险。薪资、二手车及楼市均是下半年或明年通胀提速的风险点。首先是当前薪资同比增速已经赶超通胀增速，未来倘若薪资增速不进一步大幅下降，工资通胀螺旋的压力将开始上升，给美联储降核心 CPI 带来较大的挑战。其次是二手车价格传导至通胀的持续性。二手车价格作为 CPI 二手车分项的领先指标，且在核心商品中占比不低（截止到 7 月约为 13%），该项的大幅回落对 CPI 的降温作用好。6 月二手车价格继续大幅下降，环比下降 4.2%。同比下降 10.3%，价格的下降对本月核心通胀形成不小的拖拽。但是未来倘若下降幅度减小、或者价格出现反弹，这些都将是通胀再次上扬的风险。最后一个风险点则是美国的房市。正如我们之前的报告中所指出的，房产软着陆的可能性给远端通胀再添“坏消息”。由于住房租金 CPI 滞后于房价 12-15 个月，房租及房价从去年年底开始跳跌的价格终于开始反应在 CPI 房租分项上。但近期地产意外地回暖，带动房屋价格上涨，给年末至明年年初的房租通胀再次带来上涨压力。欧洲方面，“火热”的天气 VS “降温”的经济。Cerberus 热浪席卷南欧，与之形成对比的却是越来越“冷”的经济。上周我们提到欧洲 PMI 全线下滑，各个分项数据也不断下探；而本周欧洲的工业产出给经济普遍的放缓再添力证。往后

看,“热”度不减的气温意味着欧洲工业和建筑业受限,这则会对生产及投资均产生负面的影响,从而给经济“雪上加霜”。短期内,欧洲经济不好过。重点数据速览后,我们不妨围绕着高频数据一览海外经济全貌。根据跟踪的高频数据,我们将它们主要分为四大部分:经济活动、需求、就业以及金融。

经济活动:美国经济活动保持强势。7月9日当周美国纽约联储WEI指数录得1.37,继前值修正为1.12后,本周继续强势上行,显示美国当前经济活动依然强劲,下半年经济衰退概率降低。此外,本周德国经济活动在服务和消费的余温下小幅上涨,但7月以来该指数的增速持续回落。随着加息影响不断深化,生产和投资的不景气将制约经济活动的上升空间。

需求:出行消费涨跌分化,地产持续回暖。本周美国出行活动边际好转,而欧洲国家则有所放缓。形成鲜明对比的是,上期表现强势的消费本期大幅回落、同比转负。红皮书零售销售一般仅在衰退期间坠入负增长区间,但当前程度尚浅。倘若未来持续下降,则对美国经济衰退有一定的指示作用。同时Open Table入座订餐同比相对上周也边际回落,需要密切关注美国消费的动向对核心CPI的支撑。

地产方面,即将再次破7%的抵押贷款利率,也难以阻挡购房者的“热情”,申请抵押贷款的人数周同比继续改善。虽然当前地产需求对高利率的反应有所钝化,但地产能否顶住高利率的压力,持续回暖的空间和时间都有待进一步观察。

就业:劳动力市场韧性不减。虽然6月新增就业人数超预期下滑,但劳动力市场仍具韧性:一方面,薪资水平“热”度不减,工资通胀螺旋压力加大;另一方面,进入7月以来(截止至7月9日),首次申请失业救济人数再次回落,录得23.7万人,低于预期25万人,续请失业救济人数,截止至7月2日,虽小幅升至172.9万人,但与6月相比总体呈下降趋势。作为就业的冷热的先行指标,该数据显示出就业市场仍具韧性。美联储需看到全面的劳动力市场降温的信号,否则当前尚不满足让美联储转向的标准。

流动性:整体表现平稳。美国净流动性(美联储总资产-TGA-逆回购)连续五周下降,总资产规模小幅下降,但是对于美股的影响相对有限。监测美元流动性的核心指标Libor-OIS和企业债利差在本周继续边际下降。美元流动性在不断改善,目前表现整体较为平稳。

风险提示:欧美通胀韧性大超预期,美联储及欧央行货币政策紧缩大超预期,欧美陷入衰退概率大幅增加,美国中小银行再现挤兑风波,各国金融风险大超预期。

(证券分析师:陶川 证券分析师:邵翔)

固收金工

固收点评 20230718: 晶澳转债: 光伏行业龙头企业

事件 晶澳转债(127089.SZ)于2023年7月18日开始网上申购:总发行规模为89.60亿元,扣除发行费用后的募集资金净额用于包头晶澳(三期)20GW拉晶、切片项目,年产10GW高效电池和5GW高效组件项目,年产10GW高效率太阳能电池片项目。当前债底估值为91.76元,YTM为2.01%。晶澳转债存续期为6年,东方金诚国际信用评级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:0.20%、0.40%、0.60%、1.50%、1.80%、2.00%,公司到期赎回价格为票面面值的108.00%(含最后一期利息),以6年AA+中债企业债到期收益率3.51%(2023-07-14)计算,纯债价值为91.76元,纯债对应的YTM为2.01%,债底保护较好。当前转换平价为89.09元,平价溢价率为12.24%。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24日至2029年07月17日。初始转股价38.78元/股，正股晶澳科技7月14日的收盘价为34.55元，对应的转换平价为89.09元，平价溢价率为12.24%。转债条款中规中矩，总股本稀释率为6.52%。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38.78元计算，转债发行89.60亿元对总股本稀释率为6.52%，对流通盘的稀释率为6.54%，对股本摊薄压力较小。观点 我们预计晶澳转债上市首日价格在108.02~120.21元之间，我们预计中签率为0.0300%。综合可比标的以及实证结果，考虑到晶澳转债的债底保护性较好，评级和规模吸引力一般，我们预计上市首日转股溢价率在28%左右，对应的上市价格在108.02~120.21元之间。我们预计网上中签率为0.0300%，建议积极申购。晶澳科技是实施产业链一体化战略的全球知名的高性能光伏产品制造商，产业链覆盖硅片、电池、组件及光伏电站。晶澳在全球布局生产基地和分支机构，产品遍布多个国家和地区，广泛应用于地面光伏电站以及工商业、住宅分布式光伏系统。2019年以来公司营收稳步增长，2019-2022年复合增速为50.48%。自2019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，2019-2022年复合增速为50.48%。2022年，公司实现营业收入729.89亿元，同比增加76.72%。与此同时，归母净利润也不断增长，2019-2022年复合增速为63.29%。2022年实现归母净利润55.33亿元，同比增加171.40%。公司主要产品包括太阳能组件和光伏电站运营。2020年以来，晶澳科技太阳能组件业务收入逐年上涨，光伏电站运营业务收入逐年下降。2020-2022年太阳能组件业务收入占主营业务收入比重分别为97.57%/98.91%/99.40%，2020-2022年光伏电站运营业务收入占主营业务收入比重分别为2.41%/1.09%/0.60%。公司销售净利率和销售毛利率上升，销售费用率，管理费用率和财务费用率下降。2019-2022年，公司销售净利率分别为6.07%、5.99%、5.06%和7.59%，销售毛利率分别为21.26%、16.36%、14.63%和14.78%。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 20230718：福蓉转债：消费电子铝制结构件材料行业核心企业

事件 福蓉转债(113672.SH)于2023年7月18日开始网上申购：总发行规模为6.40亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于年产6万吨消费电子铝型材及精深加工项目、年产10万吨再生铝及圆铸锭项目。当前债底估值为90.24元，YTM为2.11%。福蓉转债存续期为6年，中证鹏元资信评估股份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：0.3%、0.5%、1.0%、1.5%、1.8%、2.0%，公司到期赎回价格为票面面值的108.00%（含最后一期利息），以6年AA中债企业债到期收益率3.91%（2023-07-14）计算，纯债价值为90.24元，纯债对应的YTM为2.11%，债底保护较好。当前转换平价为102.4元，平价溢价率为-2.39%。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24日至2029年07月17日。初始转股价12.25元/股，正股福蓉科技7月14日的收盘价为12.55元，对应的转换平价为102.45元，平价溢价率为-2.39%。转债条款中规中矩，总股本稀释率为7.16%。下修条款为“15/30，80%”，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12.25元计

算，转债发行 6.40 亿元对总股本稀释率为 7.16%，对流通盘的稀释率为 7.16%，对股本摊薄压力较小。观点 我们预计福蓉转债上市首日价格在 126.21~140.34 元之间，我们预计中签率为 0.0017%。综合可比标的以及实证结果，考虑到福蓉转债的债底保护性较好，评级和规模吸引力一般，我们预计上市首日转股溢价率在 30%左右，对应的上市价格在 126.21~140.34 元之间。我们预计网上中签率为 0.0017%，建议积极申购。福蓉科技自成立以来始终坚持深耕消费电子产品铝制结构件材料市场。不断进行技术创新和市场开拓，掌握了消费电子产品铝制结构件基础材料的制备技术和加工工艺，公司主要产品为智能手机、平板电脑、笔记本电脑等消费电子产品的铝制结构件材料，产品进一步加工后应用于三星、华为、OPPO、VIVO 等多款品牌智能手机和苹果等品牌的平板电脑、笔记本电脑，以智能手机为主。2018 年以来公司营收稳步增长，2018-2022 年复合增速为 23.02%。自 2018 年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率向下波动，2018-2022 年复合增速为 23.02%。2022 年，公司实现营业收入 22.54 亿元，同比增加 16.74%。与此同时，归母净利润也不断浮动，2018-2022 年复合增速为 25.19%。2022 年实现归母净利润 3.91 亿元，同比增加 33.43%。公司营业收入主要来源于消费电子材，产品结构年际变化较小，各项占比基本稳定。公司销售净利率和毛利率维稳，销售费用率下降，财务费用率和管理费用率总体维稳。2018-2022 年，公司销售净利率分别为 16.19%、20.24%、19.20%、15.19%和 17.36%，销售毛利率分别为 30.59%、34.45%、29.78%、23.60%和 22.80%。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

影视院线行业点评报告：电影行业点评：2023 年暑期档表现亮眼，下半程仍值得期待

投资要点 2023H1 中国内地电影票房复苏趋势明显。根据猫眼专业版，2023H1 中国内地电影票房规模达 262.73 亿元，同比增长 53%，恢复至 2019 年同期的 84%；观影人次共计 6.04 亿人次，同比增长 52%，恢复至 2019 年同期的 75%；平均票价为 43.4 元，较去年同期基本持平，较 2019 年同期增长 12%；场均人次 10 人，同比增长 25%，恢复至 2019 年同期的 77%。热门档期表现出色，非热门档期仍有提升空间。头部影片拉动下，2023 年春节档、端午档票房分别为 67.65、9.11 亿元，均位居对应档期影史第二；五一档或由于疫后观影习惯仍处修复阶段，以及五一假期出行的分流，上映影片数量虽为该档期影史之最，但票房规模为该档期影史第三，达 15.21 亿元，基本持平 2019 年《复仇者联盟 4》引领的历史第二高。此外，我们认为值得注意的是，相比 2021-2022 年影片高度依赖热门档，2023 年随着定档宣发周期常态化等，非热门档期热度有所回升。根据艺恩数据，2023H1 非热门档期票房占比同比增加 20pct 至 60.6%，我们认为随着优质内容供给持续增加，以及市场降低对热门档期的依赖，将有助于观众的常态化观影习惯，同时中小成本、多元类型影片的档期选择也可以更为自由，或可以规避与头部大片竞争热门档期，于“周末档”取得较好的票房表现。2023 年暑期档：优质内容带动观影热潮，上半程票房已创影史新高。根据猫眼专业版，截至 2023 年 7 月 14 日，暑期档票房

达 78.80 亿元，同比增长 140%，为影史暑期档同期最高票房；累计观影人次达 1.96 亿，同比增长 122%，已超过 2019 年同期水平；场均人次达 12 人，同比增长 81%，与 2019 年同期基本持平。供给端，截至 2023 年 7 月 18 日，暑期档票房 TOP3 影片分别为《消失的她》《八角笼中》《长安三万里》，累计票房分别为 33.90、15.70、7.58 亿元，合计占大盘票房的 63.24%，优质内容供给对票房大盘的提升效果显著，同时高话题度、高口碑下，三部影片均实现票房逆袭，亦验证优质内容是拉动观影需求回升的关键因素。展望 2023 年暑期档下半场：优质内容充沛，有望延续优秀票房表现。截至 2023 年 7 月 18 日，1) 已定档影片中，《封神第一部》《超能一家人》《热烈》《巨齿鲨 2：深渊》《孤注一掷》《暗杀风暴》猫眼想看人数分别为 37.6、100.8、50.6、53.6、40.2、32.0 万，票房值得期待。2) 2023 年暑期档已有 117 部影片定档，相比 2018-2019 年及 2021-2022 年的 124、123、127、91 部，2023 年 8 月的上映影片数量仍有提升空间，我们期待更多影片相继定档，驱动大盘票房增长。投资建议：优质内容供给持续向善，观影需求逐步回暖，行业有望延续强修复趋势，优质内容出品方、发行方及院线全产业链将直接受益。我们推荐光线传媒（主投、发行《茶啊二中》等），建议关注万达电影（院线龙头之一）、猫眼娱乐（在线票务龙头）、中国电影（业务板块涵盖全产业链，进口片直接受益者，参投《超能一家人》《巨齿鲨 2：深渊》等重磅影片）、上海电影（联合出品《消失的她》）、横店影视（参投《扫毒 3：人在天涯》《超能一家人》《热烈》等多部影片）等。风险提示：票房不及预期风险，监管政策不确定风险，宏观经济下行风险。

（证券分析师：张良卫 证券分析师：周良玖
研究助理：陈欣）

环保行业点评报告：生环部关于全国碳排放权交易市场 2021、2022 年度碳排放配额清缴相关工作的通知

投资要点 重点推荐：新奥股份，景津装备，美埃科技，盛剑环境，仕净科技，ST 龙净，洪城环境，光大环境，瀚蓝环境，凯美特气，华特气体，国林科技，金科环境，三联虹普，赛恩斯，天壕环境，英科再生，高能环境，九丰能源，宇通重工。建议关注：蓝天燃气，重庆水务，兴蓉环境，鹏鹞环保，三峰环境，再升科技，卓越新能。2023M5 天然气表观消费量同增 12.4%，消费回暖&价差修复有望迎价值重估。2023 年 5 月，全国天然气表观消费量 334.4 亿立方米，同增 12.4%。1-5 月，全国天然气表观消费量 1627 亿立方米，同增 5.7%。天然气消费回暖，叠加顺价机制完善利润修复，有望迎来价值重估。能耗双控逐步转向碳排放双控，促进清洁能源替代&绿电比例提升。2023 年 7 月 11 日，中央深改委会议审议通过《关于推动能耗双控逐步转向碳排放双控的意见》。能耗双控没有区分各种能源的碳排放特性，限制了可再生能源的发展。而碳排放双控以控碳为导向，可以打破对可再生能源的约束，促进清洁能源发展，提高绿电比例，释放用能空间。关注泛半导体治理+中特估水&天然气+压滤机投资机会。1、细分设备龙头：半导体：制程中的废弃物处理乃刚需、高壁垒。a、耗材进入高端制程：【美埃科技】电子洁净过滤设备，海外大厂+耗材占比提升驱动加速成长；建议关注半导体洁净室上游滤材和过滤器设备【再升科技】；电子特气新品类突破、制程升级，重点推荐【华特气体】突破电子特气新品类、制程升级；【凯美特气】b、设备：国产化，份额显著突破：重点推荐半导体制程废气处理【盛剑环境】制程废气处理；【国林科技】臭氧发生器介入半导体清洗，国产化从 0 到 1。光伏配套重点推荐【仕净科技】董事长 9 倍购买晶科新疆拉晶厂，期待

深度合作。长期优势：非硅成本+核心客户深绑定。压滤设备：【景津装备】压滤机龙头，加权平均 ROE 自 2016 年 10% 提至 2022 年 23%，配套设备+出海打开成长空间。【金科环境】水深度处理及资源化专家，数字化软件促智慧化应用升级，促份额提升。光伏再生水开拓者，水指标+排污指标约束下百亿空间释放。2、再生资源：① 重金属资源化：重点推荐【赛恩斯】重金属污酸、污废水治理新技术，政策驱动下游应用打开+紫金持股。再生塑料减碳显著，欧盟强制立法拉动需求，重点推荐【三联虹普】尼龙&聚酯再生 SSP 技术龙头，携手华为云首个纺丝 AI 落地；【英科再生】。危废资源化：重点推荐【高能环境】经济复苏 ToB 环保迎拐点+项目放量期。3、中特估驱动，低估值+高股息+现金流发力，一带一路助力，优质资产价值重估。a、水务：低估/高分红/价格改革。自由现金流连续 2 年大幅改善。供水提价+污水顺价接轨成熟市场估值翻倍空间。【洪城环境】2020-2022 年分红水平 50~60%，股息率 (TTM) 5.56% (截至 2023/7/16)。建议关注【重庆水务】【兴蓉环境】【首创环保】【中山公用】等。b、垃圾焚烧：现金流改善+行业整合+设备出海。【光大环境】PB (MRQ) 0.40 倍，2023 年 PE 4 倍 (截至 2023/7/16)，历史分红近 30%。资本开支大幅下降+国补回笼。【瀚蓝环境】国补收回+REITs+处置账款，现金流改善中，整合进行时，预计 2023-2025 年归母净利润复增 15%，2023 年 PE 12 倍 (截至 2023/7/16)。建议关注【三峰环境】国补加速+设备出海。c、天然气顺价改革+海气资源：【九丰能源】【新奥股份】【天壕环境】。最新研究：高能环境：积极落地绑定核心员工，考核目标稳健打造多品类再生利用龙头。高能环境 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。行业点评：CCER 管理办法公开征求意见，明确项目范畴&强化供给侧约束。风险提示：政策推广不及预期，财政支出低于预期，行业竞争加剧。

(证券分析师：袁理 研究助理：朱自尧)

推荐个股及其他点评

顺丰同城 (09699.HK)：23H1 业绩前瞻：预计扭亏为盈，23 年继续高质量增长

投资要点 23 年以来虽然线下消费快速恢复对线上消费产生一定影响，但即时配送及相关赛道整体仍保持较快增长，同时骑手供给充足为公司盈利提供有利环境。我们预计 23H1 公司实现收入 58 亿元，yoy+29%；归母净利润实现 0.01 亿元，同比实现扭亏为盈。此前公司发布公告，预计 23H1 实现盈利，与截至 22H1 的净亏损人民币 1.44 亿元相比扭亏为盈，进一步验证即时配送增长潜力与商业模式。23 年以来即时配送赛道仍高增，公司作为第三方龙头有望受益。疫情加速即时配送模式在商家和用户的渗透 (根据艾瑞数据，与 2019 年疫情发生前相比，67.1% 的用户认为使用配送平台服务频次增加)，而随着即配商业模式优化以及用户习惯养成，即时配送及其相关行业有望继续维持较快增长。以即时零售闪购平台为例，23Q1 受交易用户数及交易频次双增长驱动，单量同比增长约 35%，年活跃商家数同比增长超过 30%。我们认为顺丰同城在即时配送领域具有明显的定位优势 (独立公平的第三方)，加上较强的履约和服务能力，有望长期受益于即时零售等业务场景的发展。公司在业内率先扭亏为盈，显示较强的成本费用控制能力。公司一直在保持较快增长的同时努力收窄归母净亏损率，22 年在实现同城配业务收入同比+29% 的同时，公司通过优化

业务结构、提升骑手效率等方式提升整体盈利能力，毛利率同比提升 2.8pct，净亏损率缩窄 8pct。23H1 在骑手招工环境有利、最后一公里业务收入恢复、运营效率进一步提高等综合作用下，公司成为即时配送赛道里率先盈利的上市公司。我们看好公司在实现较好增长的同时逐步增强盈利能力。持续加深与集团的协同，进一步扩宽应用场景。在最后一公里业务上，公司与顺丰速运的合作还可进一步深化，利用顺丰控股集团的基础设施开拓更多业务。5月4日，顺丰宣布“同城半日达”服务升级，已覆盖全国 80+城市。此前公司与顺丰速运合作推出“专享急件”服务满足跨城购物需求。顺丰集团拥有强大的物流基础设施优势和品牌优势，顺丰同城也可帮集团优化整体订单结构，两者协同加深有望实现共赢。盈利预测与投资评级：我们继续看好公司作为第三方配送龙头享受即时配送行业红利，考虑到公司盈利进度好于我们预期，我们将公司 23-25 年 EPS 预测从-0.06/0.09/0.21 元上调至 0.01/0.10/0.22 元，后续随着公司流通盘扩大，流动性有望进一步改善，维持“买入”评级。（若无特别说明，人民币兑港元汇率取 2023/7/17 数据 1 港币=0.9165 人民币）风险提示：宏观经济波动风险、即时配送行业发展不及预期、竞争风险

（证券分析师：张良卫 研究助理：郭若娜）

金山办公（688111）：金山办公的估值研究

投资要点 金山办公股价复盘与空间折现法估值：技术、政策、产品、基本面接力，远期空间变化提升估值中枢。技术、政策、产品、基本面的边际变化都会引起公司估值变化。本轮 AI 行情类似 2020 年底云协作行情，远期空间（用户数、付费转化率、ARPU）变化影响二级市场定价。考虑公司竞争格局稳定、技术壁垒深厚、商业模式清晰、信创趋势等，在 AI 进一步打开远期空间的前提下，我们详细测算市值空间并折现。C 端中期收入空间：中性、乐观 162 亿~243 亿元。1) 活跃用户数：保守假设 WPS PC 端活跃用户 5 年 CAGR 6%，预计 2027 年中期 MAU 达 3.24 亿；2) 付费用户数：参考爱奇艺、腾讯视频、微软 Office C 端付费用户数增长节奏，考虑到 AI 加成下的付费渗透率提升，预计 WPS 2027 年中性、乐观付费用户数 0.8~1 亿（付费渗透率 25%~30%）；3) ARPU：考虑到年费化、会员体系变革、AI 提价等因素（对标微软 Copilot B 端定价 30 美元/月，涨幅 140%~53%），我们假设 2027 年中性、乐观 C 端 ARPU 达 200~250 元，且 AI 预期并未打满。4) 收入：综上，预计 2027 年 WPS C 端收入中性、乐观达 162 亿~243 亿元。B 端中期收入空间：中性、乐观约 60 亿~90 亿元。1) 党政信创机构授权：伴随信创全面替代，2027 年中期中性、乐观收入 24 亿~29 亿元；2) 行业信创机构订阅：中期中性、乐观收入 24 亿~36 亿元（CAGR 约 30~40%）；3) 民企市场机构订阅：中期中性、乐观收入 14 亿~23 亿元。4) 收入：综上，预计 2027 年 B 端收入中性、乐观约 60 亿~90 亿元。海外：目前尚未纳入估值体系，AI+GDR 有望显著打开空间。市值空间：中性、乐观 3115 亿~4624 亿元。综上，我们测算金山办公在 2027 年中期收入空间约 223~331 亿元，给予 45%净利率假设，净利润空间约 100 亿~150 亿元，给予 2027 年 50 倍 PE，以 10%的折现率计算到当期 2023 年，对应市值空间约 3115 亿~4624 亿元。盈利预测与投资评级：伴随 C 端年费化、会员体系变革、AI 提升付费率和 ARPU，B 端信创、订阅化产业趋势持续推进，我们看好公司 AI 应用端优质资产的投资价值。考虑信创产业节奏，调整 2023-2024 年收入至 48.08/66.28 亿（原预测 51.27/66.38 亿），新增 2025 年预测 94.86 亿；调整 2023-2024 年净利润预测至 13.27/19.68 亿（原预测 15.79/21.65 亿），新增 2025 年净利润预测 28.98

亿。给予“买入”评级。风险提示：产品迭代不及预期，付费转化不及预期，行业竞争加剧，下游 IT 支出低于预期。

(证券分析师: 王紫敬 证券分析师: 李康桥)

九州通 (600998): 千亿流通, 华夏先驱扬九州

投资要点 投资要点: 处方外流趋势下, 医药流通院外市场不断扩容。公司以“万店加盟”战略为抓手, 院外市场份额有望持续提升。业务上, 公司发展药品总代, 销量过亿的核心品种均续签成功, 毛利占比不断提升, 有望打造二次增长曲线。新战略上, 公司 REITs 申报落地在即, 底层资产包括 330 万平米基础设施有望兑现价值, 为公司每年带来增量现金流。行业集中度不断提升, 院外市场扩容迎来全新发展机遇: 我国医药流通行业正处于加速集中初期, 前四流通企业合计市场份额由 2019 年的 39% 提高至 2021 年的 42%。随着集采常态化、双通道、门诊统筹等政策的实施, 处方外流加速推进, 院外市场持续扩容。公司作为头部批零一体化的企业, 具备处方药资源及承接优势。截至 2022 年底, 公司加盟门店数已突破 13000 家, 以“万店加盟”为抓手, 公司在院外市场份额有望持续提升。总代业务发力, 药品放量有望开启二次增长曲线: 公司 2022 年总代业务收入为 134.13 亿元, 同比增长 3.10%; 毛利率为 13.64%, 同比提升 2.93 个百分点, 毛利占比为 18.65%, 同比增长 3.02 个百分点, 总代业务对公司业绩贡献度逐年提升。其中药品总代业务收入为 66.51 亿元, 同比增长 34.9%; 毛利率为 22.01%, 同比增长 5.19 个百分点。公司聚焦药品总代业务, 并与阿斯利康、东阳光药、拜耳康王等企业开展合作, 14 个销量过亿品种如可威、康王系列 2022 年均续签成功, 进一步强化了公司总代品种优势, 确保该业务的可持续增长。REITs 落地在即, 底层资产有望价值兑现: 近年来, 我国支持 REITs 政策密集出台, 公司于 2023 年 3 月开展医药物流仓储公募 REITs 申报发行工作, REITs 发行后, 有望搭建轻资产运营平台, 盘活公司医药仓储物流资产及配套设施, 加快资产流动性从而筹集更多运营资金。此外, 公司未来将通过扩募的方式逐步盘活剩余的医药物流仓储资产及配套设施, 可纳入 REITs 底层资产的设施合计 330 万平米, 按每年扩募 10 亿平米固定资产计算, 每年有望为公司带来百亿元以上增量现金流, 扩大运营规模, 提高净资产收益率。盈利预测与投资评级: 公司为中国民营医药流通企业龙头, 具备二次增长能力。我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 1591/1790/2009 亿元, 归母净利润分别为 24.40/28.30/32.39 亿元, 对应当前市值的估值为 11/10/9 倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级。风险提示: 经营模式风险、政策风险、市场竞争风险、应收账款发生坏账风险等。

(证券分析师: 朱国广)

安踏体育 (02020.HK): 23Q2 流水点评: 流水稳健增长, 继续推动品牌赢领

投资要点 公司公布 23Q2 及上半年零售流水: 1) 23Q2: 安踏品牌、FILA、其他品牌零售流水分别同比增长高单位数、10-20% 高段、70-75%。2) 23H1: 安踏品牌、FILA、其他品牌零售流水分别同比增长中单位数、10-20% 中段、70-75%。安踏品牌: 折扣环比改善情况下, 流水同比按季改善、库存保持健康水平。1) 流水: 23Q2 安踏品牌流水同比增长高单位数、较 Q1 的中单位数增长环比改善, 其中成人/儿童流水均同比增长高单位数、线上同比增速较 Q1 转正为中单位数。整体来看上半年安踏品牌流水完成情况略不及公司预算, 主因线上渠道和篮球品类表现不及预期: ①23Q1 放开后线下较快恢复、但在消费者购买力恢复不足情况下对线上产生影响, Q2 虽趋于正常化, 但线上

整体表现仍偏弱；②篮球品类价位较高，但近几年竞争力提升乏力，影响品类销售表现。安踏品牌继续推动品牌赢领，上半年签约 NBA 球星欧文为篮球代言人，预计将显著提升篮球品类竞争力。2) 库存：主品牌库销比维持 5 个月以下。3) 折扣：23Q2 折扣环比 Q1 的 7.2 折小幅改善，与 22Q2 相比略加深（22Q2 在疫情冲击封城环境下，安踏品牌并未明显加深折扣）。 FILA：流水延续较好复苏势头，折扣继续改善、库存维持健康水平。1) 流水：23Q2 FILA 流水同比增长 10-20% 高段。分渠道看，线上明显好于线下，23Q2 线上同比增长 60-65%，主因新平台如抖音贡献较大、FILA 品牌女性产品较强、与以女性消费者为主的抖音平台适配度较高；分系列看，23Q2 FILA 大货/儿童/潮牌流水分别同比增长 20%/中双位数/低双位数。2) 库存：23Q2 库销比维持 5 个月以下健康水平。3) 折扣：23Q2 折扣环比 Q1（综合折扣 7.5 折、正价折扣 8.5 折）进一步改善，同比亦有改善。 其他品牌：流水增长强劲，折扣保持较好水平。23Q1 其他品牌（迪桑特+可隆）流水同比增长 70-75%、其中迪桑特/可隆分别同比增长 60%+/约一倍，折扣方面保持几乎不打折的高水平。 盈利预测与投资评级：公司为国内多品牌运动服饰龙头，23Q2 主品牌、FILA 流水同比增速按季改善，迪桑特+可隆保持高增长，整体库存保持健康水平、折扣继续改善。上半年来看安踏品牌表现略低于公司预算，主要受线上渠道+篮球品类增长偏低影响。在折扣改善、FILA 及其他品牌占比提升带动下，我们预计上半年利润增长将好于流水表现。公司预计下半年提前启动 2024 年巴黎奥运会营销活动，希望努力实现全年各品牌增长目标（安踏品牌与 FILA 收入双位数增长、FILA 快于安踏品牌，迪桑特和可隆收入增长 20%-25%）。我们维持 23-25 年归母净利润 95.48/112.52/131.69 亿元的预测，对应 PE 为 23/19/17X，目前估值处于历史较低水平，维持“买入”评级。 风险提示：居民消费信心恢复较慢、疫情反复、竞争加剧。

（证券分析师：李婕 证券分析师：赵艺原）

雅本化学（300261）：立足中间体，产业链进一步延伸

投资要点 事件：1) 公司控股孙公司兰沃科技拟建设年产 8710 吨农药原药及农药中间体项目。2) 公司聘任康立涛先生为公司副总经理，历任复旦大学分析测试中心助理工程师、上海北卡医药技术有限公司总经理等。 新建农药原药及农药中间体项目，产业链不断延伸：为响应客户需求、丰富公司的产品管线，兰沃科技（公司全资子公司南通雅本持有其 70% 股权，上海品沃持有 30% 股权）拟建设年产 8710 吨农药原药及农药中间体项目，项目投资 2.8 亿元，项目预计建设周期为 22 个月。短期来看，项目资金来源于兰沃科技的自有资金和自筹资金，对公司的业绩和财务情况的影响较小。长期来看，该项目的推进将实现公司产业链的外延，提升供应链的自主可控能力，有利于公司健康发展。 公司新聘任副总经理，研发经验丰富：为充实管理层力量，公司董事会聘任康立涛先生为副总经理。康立涛先生拥有 20 年的工程、生产及研发经验的，历任复旦大学分析测试中心助理工程师、上海北卡医药技术有限公司总经理等，上海电科股权投资基金管理有限公司副总经理，其所具备的行业前瞻性视野将有助于公司实现多元发展的战略目标。 探索精细化工其他细分领域，业务多点开花：1) 颐辉生物：国内生物酶研发和生产的领先企业，酶库中有 1000 多种酶，在酶基因克隆、表达、改造、发酵、分离提取、酶反应以及固定化工作上具有丰富的技术研发和产业化经验，可根据客户需求提供酶定制化服务。2) 保健品板块：公司保健品板块的主要产品为酶制剂保健品和营养补充剂。公司运用其领先的生物酶技术，深入挖掘产品细分

市场，开发了一系列针对年长者、女性、儿童等特定人群及年龄层的优质产品。3)建农植保：覆盖农药全产业链，拥有农药定点生产资质，具备生产农药中间体、原药和制剂的能力；配备化学合成车间，满足客户的常规和特殊化定制需求。 盈利预测与投资评级：公司积极推进兰州基地建设，拓展产业链上下游，我们维持公司 2023-2025 年归母净利润分别 1.8、2.3、3.0 亿元，按 2023 年 7 月 18 日收盘价计算，对应 PE 为 50、38、30 倍。考虑到公司在康宽中间体领域的先发优势和成本优势，以及公司积极开拓医药+大健康领域，我们看好公司的成长性，维持“买入”评级。 风险提示：宏观经济波动；原材料价格波动；项目投产进度不及预期；股东减持影响。

(证券分析师：陈淑娴 证券分析师：陈李 证券分析师：郭晶晶 研究助理：何亦桢)

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>