

# 东吴证券晨会纪要

## 东吴证券晨会纪要 2023-07-31

### 宏观策略

2023年07月31日

#### 宏观点评 20230728: 6月工业企业利润: 谁家欢喜谁家愁?

6月工业企业利润继续收窄,行业之间利润分化比较明显。可以将目前工业企业利润的复苏态势总结为“中游欢喜、上游愁”。比较惊喜的是6月工业民营企业利润增速成功实现触底反弹,在“提振投资者信心”的政策定调下,我们预计这份“惊喜”或将延续。

晨会编辑 张良卫

执业证书: S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

### 固收金工

#### 固收点评 20230728: 燃 23 转债: 燃气核心企业

我们预计燃 23 转债上市首日价格在 116.85~130.04 元之间,我们预计中签率为 0.0078%。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

#### 食品饮料行业点评报告: 白酒行业点评报告: 政治局会议释放积极信号,当前仍看好板块配置价值

宏观利好兑现,旺季关注动销和库存的持续消化。白酒板块业绩韧性强,基本面向好趋势长期不变,政策催化第一步到位,自上而下催化推动行业贝塔,短期弹性标的更加受益,推荐基本面稳定、回款进度良好的舍得等。往后看重视旺季走量等基本面边际改善和情绪边际修复,即步入旺季后,建议更关注动销&回款反馈持续良好的标的,推荐泸州老窖、五粮液等。

### 推荐个股及其他点评

#### 上汽集团 (600104): 与奥迪签署谅解备忘录,开启合资合作新篇章

盈利预测与投资评级: 公司核心技术新能源三电系统+智能化软硬件全栈布局,飞凡+智己推动自主品牌高端化,同时公司出口表现持续亮眼。此次与奥迪公司达成进一步合作彰显公司电动智能领域综合实力。我们维持公司 2023-2025 年归母净利润预期为 134.17/166.17/227.09 亿元,对应 EPS 为 1.15/1.42/1.94 元,对应 PE 为 13/10/8 倍,维持公司“买入”评级。风险提示: 乘用车需求复苏低于预期;行业价格战超预期。

#### 卓朗科技 (600225): 背靠天津国资委,算力、信创、工业软件三花聚顶

盈利预测与投资评级: 卓朗科技背靠天津国资委,天津市国资系统唯一具备数字化能力的企业。公司算力、信创和工业软件三大业务齐发力,后续有望跟英伟达在算力方面达成合作,云桌面产品将受益于信创加速推进,工业软件已经获得行业头部大客户认可。基于此,我们预计 2023-2025 年归母净利润分别为 2.04/3.84/6.60 亿元。首次覆盖,给予“买入”评级。风险提示: 政策推进不及预期;技术研发不及预期;中美摩擦升级。

#### 宇邦新材 (301266): 光伏焊带龙头,受益技术迭代量利双升

盈利预测与投资评级: 我们预计公司 2023-2025 年实现归母净利润 2.39/3.37/4.48 亿元,同比+138%/41%/33%,EPS 为 2.30/3.24/4.31 元/股,

对应 PE 为 26/19/14 倍；考虑公司为光伏焊带领先龙头，产品体系完备且更新迭代速度快，首次覆盖给予公司“增持”评级。风险提示：市场竞争加剧，SMBB 焊带拓展不及预期、募投项目产能消化不及预期、原材料价格大幅波动等。风险提示：市场竞争加剧，SMBB 焊带拓展不及预期、募投项目产能消化不及预期、原材料价格大幅波动等。

**蓝天燃气 (605368): 河南“管道+城燃”龙头，高分红具安全边际**

盈利预测与投资评级：公司为河南省中下游一体化天然气龙头，积极拓展城市天然气销售新增量。我们预计 2023-2025 年公司归母净利润 6.7/7.4/8.1 亿元，同比增速 13.1%/10.0%/9.7%，当前市值对应 2023-2025 年 P/E 10.4/9.4/8.6X (估值日 2023/7/27)，首次覆盖，给予“买入”评级。

**百润股份 (002568): 2023 年半年报业绩点评: 强爽势能维持，微醺恢复途中，多产品线蓄力**

我们维持 2023-2025 年归母净利润为 9.8、13、16.6 亿元，同比+89%、33%、27%，当前市值对应 2023-2025 年 PE 为 39、30、23 倍，维持“买入”评级。

**今世缘 (603369): 23H1 主要经营数据点评: 收入略超预期，百亿目标可期**

今年进度比去年同期更快，全年百亿目标完成确定性强，且管理层积极作为，我们维持 2023-2025 年归母净利润 31、38、45 亿元，同比+25%、21%、19%，当前市值对应 PE 为 24/20/17 倍，维持“买入”评级。

## 宏观策略

### 宏观点评 20230728：6月工业企业利润：谁家欢喜谁家愁？

6月工业企业利润继续收窄，行业之间利润分化比较明显。可以将目前工业企业利润的复苏态势总结为“中游欢喜、上游愁”。比较惊喜的是6月工业民营企业利润增速成功实现触底反弹，在“提振投资者信心”的政策定调下，我们预计这份“惊喜”或将延续。需求不足制约仍存。6月工业企业利润同比增速录得-8.4%，降幅再续收窄态势，我们预计下半年在低基数影响下，利润同比增速将继续改善。不过若剔除低基数效应，需求疲弱对工业企业利润的约束仍十分明显。量、价、利润率拆解来看，6月继续保持“量上价下，利润率负增”的形势，此形势已持续9个月之久。可见主要的支撑来自于工业生产端的复苏，而产值和利润之间的“剪刀差”与需求端的疲弱息息相关：需求不足是使工业产品市场价格下滑的“导火索”，从而再传导至企业利润端形成制约。但我们预计本轮PPI已至周期底部，价格对企业利润形成的拖累或即将收尾。此外，7月政治局会议已直指“国内需求不足”这一掣肘，后续各项扩内需政策的出台有利于工业企业利润的企稳回升。民企利润的“跳跃式”改善，民企信心回来了？6月民营企业利润两年复合增速为11.4%（前值-12.1%），成功实现触底反弹，也从四类企业中5月利润增速的“最低”转变为6月的“最高”。7月政治局会议对“提振投资者信心”的政策定调已十分明确，随着之后政策端向民营企业倾斜力度的加大，民企的复苏仍将延续。不同工业行业利润“各有千秋”。我们在之前的报告中提出，今年以来工业企业利润复苏情况为“中游>下游>上游”，这样的复苏格局带动中游利润占比的不断攀升。在疫情防控优化以后，不同行业利润复苏节奏不一，我们分别从上游、中游、下游的视角进行剖析。工业上游比较“愁”。受房地产低迷以及商品价格下跌的影响，上游是本轮工业利润缩水的主要领域。6月工业上游利润同比增速为-34.9%，已连续12个月表现为负增长态势，尤其是煤炭开采、石油和天然气开采、黑色金属矿采选业等领域盈利情况“原地踏步”甚至发生倒退。工业中游表现更亮眼。工业中游利润已成功扭转开年的负增长态势，6月中游行业利润同比增速录得31.6%。其中公用事业板块（尤其是电热生产）的复苏主要得益于疫后工业的复工复产带动能源需求的提升、装备制造业的复苏与国家科技创新领域的支持息息相关。具体来看：重新开放后工业复产带动公用事业板块利润升高。近期电力、热力、燃气及水生产和供应业利润步入复苏轨道，主要得益于重新开放后工业的复工复产带动能源需求的提升。此外，公用事业板块的利润通常由煤炭（投入）和电力（产出）的相对价格决定：基于现在煤价下跌、电价上涨的情形，公用事业行业盈利从中受益。往后看，在厄尔尼诺现象之下，今年夏天电力保供成一大重点，公用事业板块盈利空间仍比较大。部分中游行业受出口金额变幅影响较大。根据图9来看，电子、医药、通用设备等行业受出口金额变幅影响较大。6月集成电路出口金额降幅的小幅收窄使电子设备制造业“迈出了一大步”，其6月利润同比增速录得61.5%的好成绩。而通用设备制造业表现相对来说不那么乐观：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明显，使6月通用设备商利润增速降至1.6%（前值31.1%）。下游利润的“滑坡”比较意外。不同于中游行业，6月更多下游行业更受内需的驱动（图10）。6月下游行业利润增速为-20.9%，此次下滑与汽车制造业（下游行业占比最高）销售的“量价齐跌”相关。不过

财政部在 6 月初宣布了将新能源汽车的购置税减免计划延续至 2025 年、多部门出台支持新能源车消费的政策,这些举措可能会在 2023 年下半年促进汽车销售,特别是新能源汽车销售。此外,6 月纺服、医药、食品、家具等行业零售总额表现亮眼,消费复苏带动相关企业利润的好转。风险提示:工业企业利润复苏不及预期;政策定力或刺激程度超预期;欧美经济韧性超预期,资金大幅流向海外;出口超预期萎缩。

(证券分析师:陶川 证券分析师:邵翔)

## 固收金工

### 固收点评 20230728: 燃 23 转债: 燃气核心企业

事件 燃 23 转债 (113067.SH) 于 2023 年 7 月 27 日开始网上申购: 总发行规模为 30.00 亿元, 扣除发行费用后的募集资金净额用于深圳市天然气储备与调峰库二期扩建工程。当前债底估值为 92.74 元, YTM 为 1.84%。当燃 23 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 AAA/AAA, 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%、1.20%、1.80%、2.00%, 公司到期赎回价格为票面面值的 107.00% (含最后一期利息), 以 6 年 AAA 中债企业债到期收益率 3.15% (2023-07-26) 计算, 纯债价值为 92.74 元, 纯债对应的 YTM 为 1.84%, 债底保护较好。当前转换平价为 96.37 元, 平价溢价率为 3.76%。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 02 月 02 日至 2029 年 07 月 26 日。初始转股价 7.72 元/股, 正股深圳燃气 7 月 26 日的收盘价为 7.44 元, 对应的转换平价为 96.37 元, 平价溢价率为 3.76%。转债条款中规中矩, 总股本稀释率为 11.90%。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 7.72 元计算, 转债发行 30.00 亿元对总股本稀释率为 11.90%, 对流通盘的稀释率为 11.90%, 对股本有一定的摊薄压力。观点 我们预计燃 23 转债上市首日价格在 116.85~130.04 元之间, 我们预计中签率为 0.0078%。综合可比标的以及实证结果, 考虑到燃 23 转债的债底保护性较好, 评级和规模吸引力较好, 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 116.85~130.04 元之间。我们预计网上中签率为 0.0078%, 建议积极申购。深圳燃气是一家以燃气批发、管道和瓶装燃气供应、燃气输配管网的投资和建设企业, 主营城市管道燃气供应、液化石油气批发、瓶装液化石油气零售和燃气投资业务。公司运用市场化手段, 成功控股深圳市及江西、安徽、广西等多个异地城市的燃气项目。2018 年以来公司营收稳步增长, 2018-2022 年复合增速为 23.94%。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“倒 U 型”波动, 2018-2022 年复合增速为 23.94%。2022 年, 公司实现营业收入 300.62 亿元, 同比增加 40.38%。与此同时, 归母净利润也不断浮动, 2018-2022 年复合增速为 4.35%。2022 年实现归母净利润 12.22 亿元, 同比减少 9.72%。公司营业收入主要来源于城市燃气, 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下降, 销售费用率下降, 财务费用率和管理费用率维稳。2018-2022 年, 公司销售净利率分别为 8.44%、7.91%、9.20%、7.19% 和 4.68%, 销售毛利率分别为 20.95%、21.52%、25.78%、19.78% 和 14.65%。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

### 食品饮料行业点评报告：白酒行业点评报告：政治局会议释放积极信号，当前仍看好板块配置价值

**投资要点** 催化第一步：政治局会议释放宏观利好，板块短期贝塔增强。过去我们持续重申板块处于低估值、低预期，向上催化主要来自于销售旺季表现&宏观经济催化。3月以来经济复苏斜率放缓，同时淡季下批价表现平稳，动销反馈平淡，市场倾向于线性外推背景下，悲观情绪进一步放大，估值回落，截止7月21日白酒板块PE-TTM仅30倍（2022年10月底27倍左右，2018年底21倍左右），近三年估值分位数约8%，位于历史估值低位。底部反转的拐点在于预期边际改善的催化，7月24日中共中央政治局召开会议，提出要积极扩大国内需求，发挥消费拉动经济增长的基础性作用，同时提到“要活跃资本市场，提振投资者信心”，政策对于下半年稳经济、稳市场、稳信心的诉求明显加强，宏观要素积极的边际变化修复市场悲观预期，实现催化第一步。 催化第二步：预计行业底部向上确立，往后看关注中报落地及双节走量。从基本面看，渠道反馈7月价盘相对比较平稳，动销相对平淡。政策带来宏观边际催化之后，市场持续向好信心仍需要后续持续催化：1) 8月的升学宴带来的动销驱动：今年酒企对升学宴旺季期待提前布局，如剑南春提升开瓶抽奖力度的基础上定制升学宴政策，根据宴席桌数附赠“强国青年专属礼遇”定制礼盒；舍得酒业开展升学赠礼、升学宴套餐政策、清北宴赠酒等活动，产品涉及品味舍得、智慧舍得、水晶舍得、舍之道，动作同比进一步提前，主动作为态度积极。2) 8月酒企中报业绩兑现。从当前已经披露上半年主要经营数据公告的龙头茅台、汾酒、今世缘等标的来看，名优酒企中报业绩确定性高，当前回款进度看多数酒企全年增长任务完成概率高。3) 中秋、国庆双节前后实际走量。8-9月中秋国庆旺季备货将至，需求有望进一步释放。我们认为部分酒企短期虽然库存环比有所增高但无需太担忧，在政策提振信心背景下，下一步关键在于基本面和资金面的积极催化，往后看可进一步关注后续宴席端、中报业绩及双节小旺季动销表现。 宏观利好兑现，旺季关注动销和库存的持续消化。白酒板块业绩韧性强，基本面向好趋势长期不变，政策催化第一步到位，自上而下催化推动行业贝塔，短期弹性标的更加受益，推荐基本面稳定、回款进度良好的舍得等。往后看重视旺季走量等基本面边际改善和情绪边际修复，即步入旺季后，建议更关注动销&回款反馈持续良好的标的，推荐泸州老窖、五粮液等。 风险提示：宏观经济形式不及预期、需求恢复不及预期、食品安全问题

(证券分析师：汤军 证券分析师：王颖洁)

## 推荐个股及其他点评

### 上汽集团（600104）：与奥迪签署谅解备忘录，开启合资合作新篇章

**投资要点** 事件要点：上汽集团于7月27日宣布，已与奥迪公司签署谅解备忘录，双方将结合各自优势，加快上汽奥迪全新电动车型开发，满足中国客户对高端电动智能网联汽车的需求。上汽将充分利用自身技术优势，携手奥迪联合开发产品，开启合资合作新篇章，打造互利双赢新模式。 公司与奥迪签署谅解备忘录，共拓电动智能新赛道。合作模式方面定位共同开发：上汽集团与奥迪公司将通过共同

开发，快速高效地针对中国市场推出全新的电动车型，拓展高端市场智能网联电动车产品组合。合作基础为公司电动智能技术实力领先：1) 公司纯电专属系列化平台“上汽星云”于2022年发布，以梯度化、可扩展、可迭代升级为开发理念，覆盖全球市场紧凑型车、中型车、中大型车、豪华车和轿车、跑车、SUV、MPV等多级别、多类型整车产品，采用三轴电驱动、双高压平台布局，覆盖更广性能表现。目前基于星云平台开发的车型包括MG MULAN、智己LS7等车型。2) 智能化方面零束科技于2022年11月发布全栈3.0解决方案，将通过四大产品线：智能车操作系统ZOS、智驾计算平台ZPD、智舱计算平台ZCM、舱驾融合计算平台ZXD，采用分步走、分阶段实现方案量产，将率先搭载在上汽高端纯电智能品牌智己的车型。零束全栈3.0将实现域控制器数量减半，数据带宽提升5倍，线束长度减少30%，OTA速度提升70%；IOT生态深度互融。让车辆具有超强自学习、自进化和自成长能力，实现连续的智能场景体验。合作意义：上汽集团充分利用自身在电动智能领域的技术优势，携手奥迪联合开发产品，为实现双赢提供保障。

**盈利预测与投资评级：**公司核心技术新能源三电系统+智能化软硬件全栈布局，飞凡+智己推动自主品牌高端化，同时公司出口表现持续亮眼。此次与奥迪公司达成进一步合作彰显公司电动智能领域综合实力。我们维持公司2023-2025年归母净利润预期为134.17/166.17/227.09亿元，对应EPS为1.15/1.42/1.94元，对应PE为13/10/8倍，维持公司“买入”评级。

**风险提示：**乘用车需求复苏低于预期；行业价格战超预期。

(证券分析师：黄细里 证券分析师：杨惠冰  
研究助理：孟璐)

### 卓朗科技(600225)：背靠天津国资委，算力、信创、工业软件三花聚顶

**投资要点** 背靠天津国资委，业务转型聚焦三大数字化业务：2022年，公司将地产及相关资产剥离后，主营业务聚焦于软件开发及云服务业务、系统集成解决方案、互联网数据中心建设与托管服务三大类。天津国资委是公司实控人，公司是天津市国资系统唯一具备数字化能力的企业。2022年，公司实现营收9.06亿元，同比增长11%；归母净利润4.01亿元。聚焦数字化业务后，增长动力十足。2023年7月，公司拟募集34.36亿元用于算力、信创、工业软件三大业务。

**算力：**公共算力建设者，与英伟达未来合作可期：公共算力是未来中国算力发展的重要方向之一，作为天津国资委实控企业，公司目前已经拥有4个数据中心，共计4,567个机柜，公司拟定增新建约5000个机柜，有望为公共算力建设做贡献。2023年7月11日，英伟达NVIDIA Jetson中国区产品解决方案团队到访卓朗科技，双方将围绕NVIDIA Jetson的技术优势，在智能制造、智慧城市等领域展开业务探讨。

**工业软件：**布局生产制造类工业软件，京津冀工业软件基地推进者：公司拥有卓朗天工”系列工业软件，主要包括工业互联网平台、MES、WMS、APS、数采平台等。公司工业软件产品已经深入新能源、电子装配、汽车行业等八大行业，已经获得行业头部客户认可。生产制造类工业软件已经具备高端市场替代逻辑，随着应用场景打开，国产化率有望加快提升。中国MES市场规模与中国制造业规模全球占比不匹配，未来市场空间广阔。

**信创：**布局云桌面，国资云业务可期：公司主要布局信创云桌面和国资云。公司“卓朗昆仑云”系列云产品包括云桌面、私有云和超融合三大产品。天津国资系统信创适配中心建设在卓朗科技园内，该适配中心主要承担产品选型、方案设计以及验收等工作。我们预计卓朗科技有望成为天津市国资云建设和运营方。截至

2022年，行业信创PC存量约6000万台，对标海外，云桌面的渗透率还有很大提升空间。我们预计2025年国资云拥有千亿市场空间。盈利预测与投资评级：卓朗科技背靠天津国资委，天津市国资系统唯一具备数字化能力的企业。公司算力、信创和工业软件三大业务齐发力，后续有望跟英伟达在算力方面达成合作，云桌面产品将受益于信创加速推进，工业软件已经获得行业头部大客户认可。基于此，我们预计2023-2025年归母净利润分别为2.04/3.84/6.60亿元。首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：政策推进不及预期；技术研发不及预期；中美摩擦升级。

(证券分析师：王紫敬 研究助理：王世杰)

### 宇邦新材(301266)：光伏焊带龙头，受益技术迭代量利双升

**投资要点** 光伏焊带龙头厂商、业绩高增长。光伏焊带龙头厂商，深耕焊带行业二十余年，主要产品为互连焊带及汇流焊带，随下游光伏行业需求旺盛，公司营收/归母净利润由2018年5.5/0.33亿元增至2022年20.1/1.0亿元，四年CAGR达38%/32%；2023Q1营收及归母净利润分别为5.54亿元、0.36亿元，同增18.7%、79.5%；公司规模技术行业领先，2022年公司市占率约为16.9%，位居行业第一。产品随电池技术持续迭代升级，2025年需求27.0万吨、2022-2025年CAGR达19.5%，龙头市占率有望进一步提升。随N型新技术TOPCON、HJT、xBC类电池技术不断发展，焊带产品不断随之适配迭代升级，焊带朝着更细线径、更多数量的方向发展，从而减少银耗、减少遮光面积，提升组件功率。SMBB有望随TOPCon大规模放量，0BB、低温焊带、扁焊带随HJT、xBC起量逐步放量，我们预计2023/2025年焊带需求达18.4/27.0万吨，2022-2025年CAGR达119.5%。焊带环节市场格局较为分散，2022年CR2仅27%，龙头焊带厂商凭借资金优势加速扩张，市占率有望进一步提升。产能扩张顺应客户高增需求、新品占比提升助力公司量利双升。1)量：组件前十厂商均为公司客户，前五厂商均为公司前五大客户，合作长期稳定，随组件龙头市占率提升需求旺盛+公司市占率提升，焊带出货将持续高增。为满足市场高增需求，公司加速产能扩张，IPO及可转债先后扩产1.35与2万吨；2)利：产品端SMBB、低温焊带等工艺难度更高，盈利性更佳，SMBB毛利率高于MBB焊带4-5pct，随SMBB、低温焊带等新品占比提升，盈利将结构性改善。盈利预测与投资评级：我们预计公司2023-2025年实现归母净利润2.39/3.37/4.48亿元，同比+138%/41%/33%，EPS为2.30/3.24/4.31元/股，对应PE为26/19/14倍；考虑公司为光伏焊带领先龙头，产品体系完备且更新迭代速度快，首次覆盖给予公司“增持”评级。风险提示：市场竞争加剧，SMBB焊带拓展不及预期、募投项目产能消化不及预期、原材料价格大幅波动等。

(证券分析师：曾朵红 证券分析师：陈瑶)

### 蓝天燃气(605368)：河南“管道+城燃”龙头，高分红具安全边际

**投资要点** 河南天然气龙头，低估值高分红具备安全边际：公司深耕河南市场20年，业务覆盖河南7市，均为人口经济较发达区域。公司主营业务为管道天然气销售与城市天然气销售，在驻马店市区及8县区、新乡4区县以及长葛市等地拥有城市燃气特许经营权，2018-2022年公司营收复合增长率10.4%；2018-2022年归母净利润复合增长率18.8%。公司持续维持高分红，2020-2022年分红比例分别为70%/55%/84%，股息率ttm7.13%（估值日2023/7/27），经营性现金流净额分别为5.9/6.5/8.3亿。公司业绩稳定，盈利能力持续提升，现金流充裕，具备安全边际。长输管网核心资产，中下游业务一体化相辅相成：河南用气大省自产气量匮乏，主要依赖西气东输管道气。公

公司拥有 4 条高压天然气长输管道，与西气东输一线/二线主干线连通，并连接中石化、山西煤层气等气源，全长 477.02 公里，输气能力 25.7 亿方；同时公司还拥有 2 条地方输配支线以及 3,980.77 公里城市燃气管网。公司年输气量稳定在 17 亿方左右，多年来始终居河南首位。公司两项主营业务“管道+城燃”双轮驱动，2022 年两项业务收入占比分别为 51%/39%，毛利占比分别为 38%/33%。中下游一体化优势主要体现在两方面。1) 长输管网能够为下游城燃业务提供气源保障，避免天然气价格波动风险。2) 下游城燃业务需求市场逐年扩张及时消纳气量，为公司采气提供准确预判。盈利模式改善&需求增长，城燃业务趋势发展：1) 气价方面：河南省发布天然气市场化改革方案，价格机制将看齐全国，完善天然气管道运输价格形成机制与天然气上下游价格联动机制，对于公司中下游一体化业务模式，此举将缓解公司城燃顺价压力，盈利稳定性增强。2) 气量方面：河南省中长期天然气管网规划纲要预测 2025 年气化人口增长至 5000 万，天然气需求增至 200 亿，河南省气量有 71% 增长空间。公司响应政策要求积极开拓乡村市场，2021 年 IPO 募投项目“驻马店天然气乡镇工程”已完工，预计将带来一次性接驳安装收入以及后续持续供气增量。同时，2023 年 6 月公司继续为“天然气村村通工程”募集资金，进一步将业务拓展至乡村未开发市场，提高驻马店市整体气化率。盈利预测与投资评级：公司为河南省中下游一体化天然气龙头，积极拓展城市天然气销售新增量。我们预计 2023-2025 年公司归母净利润 6.7/7.4/8.1 亿元，同比增速 13.1%/10.0%/9.7%，当前市值对应 2023-2025 年 P/E 10.4/9.4/8.6X (估值日 2023/7/27)，首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：上游气源价格波动，天然气政策变化，募投项目推进进度不及预期

(证券分析师：袁理 证券分析师：任逸轩)

### 百润股份 (002568)：2023 年半年报业绩点评：强爽势能维持，微醺恢复途中，多产品线蓄力

投资要点 事件：23H1 总营收 16.51 亿元/+59%；归母净利润 4.39 亿元/+99%；23Q2 总营收 8.91 亿元/+79%，归母净利润 2.51 亿元/+95%。符合前期预告区间。强爽带动势能向上，358 度矩阵共同推进。公司 23H1 鸡尾酒 14.5 亿元/+68%，1) 今年公司在强爽上陆续落地连续剧投放、电竞赛事、不同系列（游戏版包装、零糖新品、餐饮版）陆续上市，强爽线下 H1 销售高增，我们预计 23H1 强爽销售额占比超 50%。2) 微醺 5 月份增加陈列政策、6 月进行品类单独考核，产品包装全面焕新，限定款配合快闪店造势，吸引消费者的互动和消费，预计 23H1 销售占比超过 3 成。毛利率修复+费效比体现，推动净利率提升。23H1 毛利率 66%/+4%，接近 21H1 的水平，销售/管理费用率分别 20%/8%，同比下降 2%/3%。1) 投放方面，今年营销环境不受限制，公司趋势持续加大投入，尤其 Q2 加大投放，H1 广宣费用同比 +79%；2) 人工方面，销售体系优化，加强智能化对细分人群/场景/渠道的精细化运用，人工费用同比 +15%；管理人力提效，职工薪酬 -3%，Q1Q2 管理费效比体现。产品丰富度提升，维持强爽势能，微醺联名营销效果呈现。强爽消费者依赖性更强，相关营销均做到位且持续深入，也带动 rio 整体表现，餐饮版预计能从餐饮端分一小杯羹。微醺 7 月持续营销，比如联名长相思，实现腾讯视频热度飙升，线上线下销售获得正反馈，月度销售起量。此外，清爽焕新升级（场景定位露营/畅聊/火锅），明年下半年威士忌产能亦可释放。盈利预测与投资评级：我们维持 2023-2025 年归母净利润为 9.8、13、16.6 亿元，同比 +89%、33%、27%，当前市值对应 2023-2025 年 PE 为 39、30、



23 倍，维持“买入”评级。 风险提示：宏观经济不及预期、需求恢复不及预期。

(证券分析师：汤军 证券分析师：王颖洁)

**今世缘(603369): 23H1 主要经营数据点评:收入略超预期, 百亿目标可期**

**投资要点** 事件：公司公告 2023 年上半年主要经营数据，23H1 预计总营收 59.7 亿元左右/同比+28.46%左右；归母净利润 20.5 亿元左右/同比+26.7%左右；23Q2 预计总营收 21.67 亿元左右/+30.62%左右，归母净利润 7.95 亿元左右/+29.06%左右。 Q2 营收略超预期，预计 Q2 品类增速延续 Q1。1)V3 高增且库存较低，主系低基&客群扩大，23H2 致力于价格逐步回归正轨；2) 四开春节期间库存表现相对较高，自 3 月以来暂停接收配额销售订单（如有特殊进货需求按配额外产品价格执行，开票价每瓶上浮 20 元），库存消化到 2-3M 良性区间。3) 预计单开和淡雅维持比平均增速更高的恢复性增长。 市场开拓稳步推进，产品升级持续。1) 公司继续扩大南京市场上销售总量/产品结构优势、稳固淮安市场的主导地位，同时在扬州市、泰州市 Q1 产品出库同比超过 30%，省内一二三顺位清晰。2) 公司持续在省内扩大四开优势，今年推出六开，作为拔升开系价格站位先做试点为主；V 系列中超过 7 成是 V3，运营将持续以价格优先，V9 定位千元以上头部产品，次高端及以上的产品战略清晰。 盈利预测与投资评级：今年进度比去年同期更快，全年百亿目标完成确定性强，且管理层积极作为，我们维持 2023-2025 年归母净利润 31、38、45 亿元，同比+25%、21%、19%，当前市值对应 PE 为 24/20/17 倍，维持“买入”评级。 风险提示：需求恢复不及预期、省内竞争加剧

(证券分析师：汤军 证券分析师：王颖洁)

## 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>