

# 东吴证券晨会纪要

## 东吴证券晨会纪要 2023-08-02

### 宏观策略

2023年08月02日

#### 宏观点评 20230731: 7月PMI: 天真的要亮了吗?

市场依旧沉浸在政治局后对于地产和顺周期的乐观中,从这个角度看7月PMI的数据可能并不重要——当前“强预期”明显更加重要。不过当情绪逐步回落之后,我们还是要从经济基本面中寻找一些确定性线索。我们认为主要有三条:第一,不得不承认的是虽然制造业在筑底,但非制造业的降温比较意外,经济的“天亮”可能不会那么快;第二,民企似乎出现了明显的好转,政策密集出台、汇率此前持续贬值的效果似乎开始显现;第三,从短周期看,我们可能即将结束主动去库存,而某些行业会率先发力,这一轮主要关注中游制造行业。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。

晨会编辑 张良卫

执业证书: S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

#### 宏观周报 20230731: 美欧加息的“终点站”? —海外宏观经济周报

本周海外大事不断,不仅欧美央行举行了议息会议,而且美国公布了二季度GDP的初值、PMI以及消费者信心指数;欧洲方面本周也重点出炉了PMI数据。美联储加息接近“收尾”,欧央行“还在路上”。美联储在6月“跳”过一次后7月如期加息25bp,市场表现的很“冷漠”。市场已经充分定价了本次是最后一加,却基本忽视了会议中释放的一个重点信号是年内仍有再加一次的可能性,且节奏很可能会变成“两议一加”,而这一切都取决于数据疲软的持续性如何。与之不同的是欧央行,当前欧元区面临的窘境是高通胀+弱增长,这致使欧央行在政策上的腾挪空间正在被快速挤压。针对限制性水平的表述,会上从“达到足够”转为“处于足够”,这让市场开始“鸽”派解读。但在抗通胀远未胜利之时,欧央行未来“依赖数据”,加息是继续还是暂停,下一步“迷雾重重”。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。

#### 宏观周报 20230730: 一文读懂政策性开发性金融工具

目前距离政策性开发性金融工具的开启已有一年之久。根据最新报道,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%。而随着政策性开发性金融工具政策效能释放的空间逐步变窄,准财政工具扩容的必要性也愈发明显。时隔一年,我们可以通过回顾政策性开发性金融工具,了解其对“稳定经济大盘”到底起了多大的作用。本周高频数据显示:供需两端景气表现分化。需求端汽车零售同比翻正,暑期电影票房同比高增,高温及台风影响下的人流量依旧不弱,货运继续维持恢复态势。新房销售略有回升,二手房并无明显改观。供给端建筑业生产节奏有所加快,汽车业和纺服业生产均放缓。猪价明显回升,工业品价格普涨。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。

#### 宏观点评 20230730: 地产政策最新调整的五个关键问题

自7月政治局会议定调“适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势”以来,部委和多地对于房地产政策的表态“忽如一夜春风来”。

如图 1 所示，7 月 27 日住建部的适时发声给各地落实新一轮房地产政策优化调整吃下“定心丸”，尤其是四个一线城市中，北京、广州、深圳均结合住建部的表态及时跟进。这在 2017 年以来历次地产政策松绑中是十分罕见的。那么，当前这轮房地产政策放松究竟何去何从？我们列出了与之相关的五个关键问题。风险提示：海外货币政策收紧下外需回落，海外经济提前进入显著衰退，严重拖累我国出口。地产政策出台速度不及预期。

## 宏观深度报告 20230730：一文读懂工业企业去库周期

积极的信号似乎在不断出现：7 月政治局会议的论调无疑是积极的，政策对于稳增长的诉求在上升，除此之外 6 月 PPI 可能阶段性见底、工业企业利润的同比跌幅明显收窄，我们可能正在接近困扰今年经济的主动去库存的尾声，那么经济和市场会如何向下一阶段切换呢？本文梳理了 2000 年以来历次库存周期中主动去库向被动去库转变过程的经济背景，作为本轮库存周期的借鉴。我们发现在多轮周期中，需求端或供给端刺激政策的推出可促进主动去库向被动去库的过渡。历史上主动去库周期平均维持时间约为 11 个月，而现在所处的主动去库已长达 13 个月，内外需偏弱的环境下或许总量政策的适量、适时推出才能加快此轮库存周期中向被动去库的过渡。风险提示：政策推进不及预期，工业企业复苏不及预期，疫情二次冲击风险对出口造成拖累。

## 固收金工

### 固收点评 20230801：星球转债：国内石墨设备领先者

我们预计星球转债上市首日价格在 108.77~121.33 元之间，我们预计中签率为 0.0016%。

### 事缓则圆（上）

经济下行是触发刺激政策的核心要素，政策手段及侧重随发展阶段对应调整。从居民、企业和政府三个部门的杠杆率角度进行观察，新冠疫情以来三个部门加杠杆谨慎，杠杆率较疫情前上升幅度放缓。同时，从周期角度看，2022 年 5 月起，我国进入第 6 轮库存周期的“主动去库存”阶段，至今已持续 14 个月，大幅超过了历次均值。在风险未解除的情况下，已有货币政策和财政政策的效果减弱。可行政策包括政策性金融工具、高端制造业投资和消费，以及“一带一路”出口。10 年期国债收益率随库存周期走势波动：在主动去库存阶段中，10 年期国债收益率总体呈下行走势，进入被动去库存阶段后，由于利率具有刚性，因此利率在复苏阶段仍将在一段时间内维持下行，在复苏期达到低点后出现回升。由于需求恢复的缓步性，库存周期转向“被动去库存”阶段的时间或将延后，债券收益率的上行风险点也将推迟。“货币—信用—经济”链条传导的效率以及迭代次数引导收益率曲线走向“牛平”。风险提示：经济恢复不及预期，地缘政治风险，货币/财政政策超预期调整，预测值不够精准。

### 固收点评 20230731：东宝转债：药用辅料领域龙头企业

我们预计东宝转债上市首日价格在 113.15~126.31 元之间，我们预计中签率为 0.0017%。

## 行业

### 推荐个股及其他点评

**芯源微 (688037): 发布 2023 年股票激励计划, 利好中长期发展**

盈利预测与投资评级: 考虑到公司在手订单充足, 我们维持 2023-2025 年营业收入预测分别为 20.18、28.45 和 37.91 亿元, 当前市值对应动态 PS 分别为 10、7 和 5 倍, 维持“增持”评级。 风险提示: 半导体行业投资下滑, 新品研发&产业化不及预期等。

**好孩子国际 (01086.HK): 服务全球育儿家庭, 欧洲地区需求持续强劲增长**

盈利预测与投资评级: 好孩子国际作为儿童耐用品行业龙头, 多元品牌满足不同市场消费者的需求, 随着欧美市场的稳定增长和亚太市场的触底反弹, 公司盈利能力有望逐步改善。我们预测好孩子国际 2023-2025 年归母净利润分别为 0.80/1.50/2.19 亿港元, 对应 PE 估值为 12/6/4 倍, 相比疫情前估值区间为合理偏低, 且显著低于可比公司, 首次覆盖给予“增持”评级。 风险提示: 国内线下销售恢复不及预期风险, 行业规模扩张不及预期的风险等。

**欧科亿 (688308): 中标汽车行业大订单, 高端领域国产替代有望进一步加速**

中标汽车行业大订单, 高端领域国产替代有望进一步加速

**锦波生物 (832982): 功能蛋白一体化龙头, 薇旖美快速放量驱动增长, 敷料护肤前景可期**

公司是我国领先的功能蛋白企业, 一体化布局重组胶原蛋白产品和抗 HPV 生物蛋白产业链, 重组胶原蛋白针剂快速放量, 敷料和功能性护肤产品空间较大, 在研储备丰富。我们预计 2023~25 年分别实现归母净利润 2.13/3.68/5.23 亿元, 分别同比增长 95.1%/72.6%/42.3%, 当前市值对应 2023~25 年 PE 为 40x/23x/16x, 首次覆盖给予“买入”评级。风险提示: 行业竞争加剧, 宏观经济下滑风险, 产品推广不及预期, 北交所流动性风险。

**药明康德 (603259): 2023 中报点评: 常规业务加速恢复, 订单储备充足**

盈利预测与投资评级: 我们维持公司 2023-2025 年归母净利润预期 97/119/147 亿元, 当前市值对应 2023-2025 年 PE 分别为 22/18/14 倍, 公司作为 CRO 平台化龙头, 常规业务维持高增速, 估值性价比凸显, 维持“买入”评级。 风险提示: 行业增速放缓, 竞争加剧, 产能过剩风险等。

**路德环境 (688156): 2023 年中报点评: 酒糟资源化量利双增, 新增金沙项目爬坡可期**

盈利预测与投资评级: 公司积极布局酒糟生物发酵饲料项目扩大在手规模, 将提升远期盈利, 考虑产能爬坡和新项目建设进度, 我们将公司 2023-2025 年归母净利润从 1.00/1.96/2.89 亿元调整至 0.74/1.49/2.42 亿元, 对应 36、18、11 倍 PE, 维持“买入”评级。 风险提示: 河湖淤泥订单不及预期, 原材料价格波动, 扩产低于预期。

**迈瑞医疗 (300760): 收购海外知名 IVD 品牌德赛, 加速全球化布局**

盈利预测与投资评级: 考虑到公司收购海外 IVD 企业将完善公司 IVD 产品海外供应链布局, 加速全球化、国际化布局, 但同时对于子公司仍需一定时间整合, 我们维持公司 2023-2025 年归母净利润为 117/140/169 亿元, 当前市值对应 PE 分别为 31/26/21 倍, 维持“买入”评级。 风险提示: 地缘政治风险、新产品推广不及预期风险、带量采购政策超预期风险。

**瀚川智能 (688022): 2023 年半年报点评: Q2 业绩超预期, “汽车电子设备+锂电设备+换电设备” 三轮驱动**

随着换电业务逐渐放量，我们维持公司 2023-2025 年归母净利润分别为 2.0/3.4/5.0 亿元，当前股价对应动态 PE 为 31/18/13 倍，维持“增持”评级 风险提示：下游扩产不及预期，新品拓展不及预期。

**道森股份（603800）：复合铜箔一体机首批订单落地，传统+复合铜箔设备双轮驱动**

盈利预测与投资评级：暂不考虑收购洪田科技剩余 49%股权&复合铜箔设备业绩贡献，仅考虑传统铜箔设备业务，我们维持 2023-2025 年归母净利润为 2.1/3.2/4.2 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 30/19/14 倍，维持“增持”评级。 风险提示：下游扩产不及预期，研发进展不及预期。

**诺禾致源（688315）：2023 年半年报点评：降本增效成果显著，海外业务有望持续高增长**

考虑到下游需求恢复弱于预期，我们将公司 2023-2025 年营收由 25.4/33.0/42.1 调整为 21.5/27.6/34.7 亿元，归母净利润由 2.80/3.80/5.01 调整为 2.20/2.93/3.84 亿元，当前股价对应 PE 分别为 48/36/27×，维持“买入”评级。

**绿城管理控股（09979.HK）：2023 年中报点评：新拓项目稳健增长，客户结构持续优化**

盈利预测与投资评级：绿城管理控股作为代建龙头企业，市占率稳居行业第一。公司新拓项目稳健增长，同时不断优化多元客户结构，积极拓展业务类型。各项业务形成规模效应后有望进一步提升管理效能和利润率。我们维持其 2023/2024/2025 年归母净利润预测 9.5/12.0/14.8 亿元，对应的 EPS 分别为 0.47/0.59/0.74 元，对应 PE 分别为 13.5X/10.7X/8.6X，维持“买入”评级 风险提示：代建行业竞争加剧，疫情影响项目开工及交付，委托方及供应商风险。

**安井食品（603345）：2023 年半年度报告点评：利润贴近业绩预告上限，稳中求进**

安井 2023 年半年度利润贴近业绩预告上限，整体表现稳中求进。

## 宏观策略

### 宏观点评 20230731: 7月 PMI: 天真的要亮了吗?

市场依旧沉浸在政治局后对于地产和顺周期的乐观中,从这个角度看7月 PMI 的数据可能并不重要——当前“强预期”明显更加重要。不过当情绪逐步回落之后,我们还是要从经济基本面中寻找一些确定性线索。我们认为主要有三条:第一,不得不承认的是虽然制造业在筑底,但非制造业的降温比较意外,经济的“天亮”可能不会那么快;第二,民企似乎出现了明显的好转,政策密集出台、汇率此前持续贬值的效果似乎开始显现;第三,从短周期看,我们可能即将结束主动去库存,而某些行业会率先发力,这一轮主要关注中游制造行业。7月 PMI 数据“何忧何喜”?在经济下行压力较大的情况下很难做到“面面俱到”,7月 PMI 数据显示经济仿佛陷入了“顾此失彼”的困境中。“喜”的是7月制造业 PMI 终于打破了“历史新低”的魔咒,不再延续前两个月刷新历史同期新低的现象。“忧”的是制造业稍有好转,但非制造业又“陷入泥潭”——7月建筑业 PMI 和服务业 PMI 各自刷新了历史同期新低。内需的激活使需求不足这一“症结”略有缓解。7月 PMI 延续了上月的边际上行态势,录得49.3%(环比+0.3pct),需求不足这一“症结”对制造业企业的影响有所缓解,但依然不够强。通过细项数据来看,内需的修复程度大于外需:7月代表内需的新订单指数为49.5%(环比+0.9pct),虽明显上升但仍低于荣枯线;代表外需的新出口订单指数为46.3%(环比-0.1pct),仍在荣枯线之下保持下降态势。需求端的修复迹象带动生产商采购意愿的增强。市场需求的回升巩固了企业生产意愿,7月 PMI 生产指数为50.2%,环比小幅下降0.1pct但仍在景气区间。更明显的是7月 PMI 采购量较上月上升0.6pct,为近5个月以来首次出现环比正增长。结合生产端高频数据来看,7月高炉开工率处于历史同期较高位、同时电厂负荷率明显高于历史同期水平,均表明工业生产端并不弱。整体而言,制造业生产端的表现仍强于需求端。需求的好转带动价格的回升。7月 PMI 两大价格指数均明显上升: PMI 主要原材料购进价格指数为52.4%(环比+7.4pct)、出厂价格指数为48.6%(环比+4.7pct)。正如我们之前的报告所说,伴随着需求端的好转,价格对制造业企业的拖累将要收尾,企业利润有望进一步修复。主动去库或已接近尾声。历史上主动去库周期平均维持时间约为11个月,而现在所处的主动去库已长达13个月。根据库存周期轮动规律,以及7月政治局会议上对“活跃资本市场、提振投资者信心”的政策定调,我们判断本轮库存周期即将进入被动去库阶段。目前 PMI 新订单指数上行“苗头”初现,为“主动去库已近尾声”再添力证。制造业“感冒”还未痊愈,非制造业却又被“传染”。制造业 PMI 打破了“历史新低”的魔咒,可建筑业和服务业却又“陷入泥潭”。7月建筑业 PMI 和服务业 PMI 分别刷新了历史同期新低:建筑业 PMI 录得51.2%(环比-4.5pct)、服务业 PMI 录得51.5%(环比-1.3pct)。我们认为建筑业 PMI 下降幅度如此之大一定程度上是受到高温影响:在厄尔尼诺现象之下,我国气温也伴随着全球“发烧”。7月我国重点城市平均最高气温的“创新高”带来了7月建筑业 PMI 的“创新低”。不过除去气温影响,7月建筑业表现依旧低迷。随着建筑业和服务业的同步转弱,曾经非制造业是总量政策保持定力的理由,但现在也可能是政策不再“淡定”的信号。民营企业运行趋稳。7月继续延续了前两个月“大型企业 PMI 处于荣枯线之上,中小型企业 PMI 处于荣枯线之下”的态势,不过好消息是以民

营经济为主的中小企业有所好转：7 月中型企业 PMI 为 49%（环比+0.1pct）、小型企业 PMI 为 47.4%（环比+1.0pct）。目前小型企业供需两端均有好转，7 月政治局对“提振投资者信心”的提及、此前汇率的贬值以及支持民企政策的陆续出台有望为小型企业的平稳运行“保驾护航”。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 20230731：美欧加息的“终点站”？—海外宏观经济周报

本周海外大事不断，不仅欧美央行举行了议息会议，而且美国公布了二季度 GDP 的初值、PMI 以及消费者信心指数；欧洲方面本周也重点出炉了 PMI 数据。美联储加息接近“收尾”，欧央行“还在路上”。美联储在 6 月“跳”过一次后 7 月如期加息 25bp，市场表现的很“冷漠”。市场已经充分定价了本次是最后一加，却基本忽视了会议中释放的一个重点信号是年内仍有再加一次的可能性，且节奏很可能会变成“两议一加”，而这一切都取决于数据疲软的持续性如何。与之不同的是欧央行，当前欧元区面临的窘境是高通胀+弱增长，这致使欧央行在政策上的腾挪空间正在被快速挤压。针对限制性水平的表述，会上从“达到足够”转为“处于足够”，这让市场开始“鸽”派解读。但在抗通胀远未胜利之时，欧央行未来“依赖数据”，加息是继续还是暂停，下一步“迷雾重重”。“史诗级”加息难抑美国经济韧性，投资也开始发力。美国软硬数据均指向美国离衰退越来越远。首先是本周公布的二季度 GDP 初值大超预期 0.6%，录得 2.4%，消费仍是拉动 GDP 的一大主力，但可能更值得注意的是，二季度投资在房地产与制造业不同程度的企稳回暖的带领下，贡献由负转正，成为给 GDP 做贡献的另一大主力。地产投资+制造业投资共同带领美国经济走出衰退。首先虽然地产投资对固定资产投资的环比拉动在二季度尚未转正，但根据我们此前报告中所提出的，本次地产反弹主因在“弱供给”而非“强需求”。6 月营建许可及新屋开工数据均环比走弱。但其实通过季调后的数据来看，无论是发放的新屋许可证数量还是开工量，季环比在二季度是去年以来首次转正。由此这意味着往后看房地产的反弹是整体向好的。不仅如此，新屋销售季调后同比增长 23.8%，表明高利率对于住房需求的影响暂时并没有预期的那么大。在供给仍旧较弱下，房产开发商对未来房地产投资的乐观也预示着往后看房产投资可持续。当前美国各大城市的房价已经开始企稳，成屋价格稳步抬升：6 月成屋价格中位数 41.02 万美元，为有记录以来的第二高。制造业投资改善明显。美国制造业建造支出在 2021 年便开始上涨。随着 2022 年得益于《芯片法案》及《通胀减少法案》的出台，制造业投资支出开始迅猛上升。目前来看，制造业投资主要在电子电器、计算机的拉动下快速提升，政策的支持反映出政府有意愿让制造业持续回流，未来美国制造业建筑投资有望在此基础上进一步快速上升。消费、制造双信心。从软数据来看，本周公布的谘商会消费者信心大增。与密歇根消费者信心指数不同的是，谘商会是针对更短期内的预期：其调查的是消费者对于未来 6 个月的预期，而密歇根大学的调查是对未来 1 至 5 年的预期。因此这意味着至少年内美国消费有底气，未来将进一步支撑美国经济的韧性。同时，制造业与服务业 PMI 本月开始有“殊途同归”的趋势。随着美国制造业投资的加大，制造业 PMI 在新订单的上涨中开始回升。具体来看，制造业的输入价格分项指数初值升至 50.6，创 4 月份以来新高，并逆转之前的萎缩态势。新出口订单分项指数初值升至 2022 年 5 月份以来新高。相较而言，欧元区的情况不容乐观。7 月份欧洲综合 PMI 从 6 月份的 49.9 降至八个月以来

的最低点 48.9。不仅一直提振欧洲经济的服务业继续放缓，制造业更是“惨不忍睹”。欧元区整体需求环境恶化、动荡的外部环境加速产业链外移，导致生产面临持续下行的风险。与此同时，德国经济在此阶段也在继续“失灵”：7 月份制造业 PMI 降至 38.8，预期为 41.0。德国经济已经处在“崩溃”的边缘，“去工业化”成为其最大的代价。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：**美国经济活动平稳回升。截至 7 月 23 日当周美国纽约联储 WEI 指数初值录得 1.17。7 月以来美国经济活动整体处于回升通道，在年内高位运行，显示经济韧性较强，叠加二季度经济数据的亮眼表现，美国后续衰退概率大大降低。欧洲方面，截止至 7 月 23 日当周德国经济活动指数上升至 0.53，主要受消费和服务业的支撑，但制造业颓势明显加剧，德国经济难有起色。

**需求：**高利率下韧性较强。本期美国出行活动好转，执行航班数量和美国纽约交通拥堵指数均边际回升。而消费有所回落，截至 7 月 22 日当周美国红皮书零售销售同比录得-0.4%，但主要受去年高基数影响，2022 年同期为年内次高值，鉴于当前美国经济韧性强，消费者信心十足，后续其小幅负增长对经济拖累依旧有限。

**地产方面，**本周抵押贷款利率上涨，申请抵押贷款人数同比持平上期。申请抵押贷款人数在抵押贷款利率上涨下尚未被严重打击，我们认为当前该项的改善或并非是“强需求”所刺激，更多的或是二手房供给偏低情况下的“无奈之举”。

**就业：**劳动力市场热度不减。截止至 7 月 22 日当周，美国首次申请失业救济人数继续下降到 22.1 万人，低于预期 23.5 万人，为 5 月份以来的最低水平。续请失业救济人数，截止至 7 月 15 日当周，大幅降至 169 万人，低于预期值 175 万人。作为衡量劳动力市场冷热与否的先行指标，该数据预示着就业市场依然火热，或将进一步强化美联储 9 月加息预期。

**流动性：**美元流动性收紧。本周美国净流动性（美联储总资产-TGA-逆回购）回落，美联储缩表进程在不断边际收紧。同时，监测美元流动性的核心指标 Libor-OIS 和企业债利差在小幅下降。截止至 7 月 26 日，美联储资产负债表规模较 7 月 19 日下降 312.08 亿美元，在主要工具中，国债和 MBS 分别减少 20.55 亿美元与 205 亿美元。欧美主要银行的 CDS 指数在本周普遍下降，债券违约风险有所减小。

**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）

### 宏观周报 20230730：一文读懂政策性开发性金融工具

目前距离政策性开发性金融工具的开启已有一年之久。根据最新报道，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%。而随着政策性开发性金融工具政策效能释放的空间逐步变窄，准财政工具扩容的必要性也愈发明显。时隔一年，我们可以通过回顾政策性开发性金融工具，了解其对“稳定经济大盘”到底起了多大的作用。什么是政策性开发性金融工具？政策性开发性金融工具主要用于保障基建重点项目融资，通过两种方式促进基建实物工作量的落地：一是通过股权投资等方式参与项目，以补充基建重大项目资本金（但不得超过资本金的 50%）；二是为专项债项目资本金搭桥，这样可以有效避免基建资金断档。

**政策性开发性金融工具发行流程：**政策性开发性金融工具是由国家发展改革委牵头，财政部、央行、自然资源部、生态环境部、银保监会、开发性银行等作为成员单位共同参与，以保障重大项目建设的高效推进。

**政策性开发性金融工具落**

地速度：回顾来看，政策性开发性金融工具的落地速度比较快。首批3000亿元的政策性开发性金融工具从国常会提出发行到完成发行仅仅用了两个月的时间，第二批金融工具也仅花了不到三个月的时间完成所有资金的投放。这从一定程度上也体现了当时“稳经济”、“稳基建”的迫切性。政策性开发性金融工具投向领域：以金融工具投放领域来看，资金大部分流入基建项目。以进出口银行为例，其超一半的资金投向了交通基础设施领域。以金融工具投放省份来看，经济大省获得的额度更多。其中，广东、浙江、山东、四川、江苏五大省份获得的政策性开发性金融工具额度最多。政策性开发性金融工具与专项债有何异同之处？专项债与政策性开发性金融工具之间相辅相成，不过相比于专项债，政策性开发性金融工具有两大独特之处：其一，不同于专项债由政府兜底偿还，政策性开发性金融工具是由三家政策性银行按市场化原则，根据项目质量自主决策、自负盈亏、自担风险。这就意味着将风险转移到市场，可减轻财政还款压力、降低地方政府杠杆率。其二，经我们测算，政策性开发性金融工具对投资的撬动倍数高于专项债。可见政策性开发性金融工具为当时稳住经济大盘及基建投资提供了莫大帮助。政策性开发性金融工具对基建影响几何？2022年下半年基建的持续发力与政策性开发性金融工具的推出紧密相连。专项债的靠前发力是稳定2022年下半年基建发展的一大原因，另一大原因源于政策性开发性金融工具的鼎力相助。除了为基建投资增速的稳步上行“保驾护航”以外，还有基建类贷款需求指数的上行、基建类开工率的升高为金融工具的发力“留痕”。可见金融工具为实物工作量的落地以及基建融资需求的攀升提供了莫大帮助。本周高频数据显示：供需两端景气表现分化。需求端汽车零售同比转正，暑期电影票房同比高增，高温及台风影响下的人流量依旧不弱，货运继续维持恢复态势。新房销售略有回升，二手房并无明显改观。供给端建筑业生产节奏有所加快，汽车业和纺服业生产均放缓。猪价明显回升，工业品价格普涨。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）

### 宏观点评 20230730：地产政策最新调整的五个关键问题

自7月政治局会议定调“适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势”以来，部委和多地对于房地产政策的表态“忽如一夜春风来”。如图1所示，7月27日住建部的适时发声给各地落实新一轮房地产政策优化调整吃下“定心丸”，尤其是四个一线城市中，北京、广州、深圳均结合住建部的表态及时跟进。这在2017年以来历次地产政策松绑中是十分罕见的。那么，当前这轮房地产政策放松究竟何去何从？我们列出了与之相关的五个关键问题。问题一：如何看待这轮地产政策调整在下半稳经济中的作用？我们早在5月底的报告中就指出，为应对年中经济的下行压力，稳地产将成为下半年托经济的主要抓手。今年以来我们一直强调，在中美科技竞争从“快战”转为“慢战”的背景下，中国在刺激经济、财政可持续和科技竞争上存在着一个“不可能”三角（图2），因此短期对于财政纪律的强调，意味着无论是中央还是地方都不会大幅加杠杆。因此，下半年在政策组合拳上不会出现所谓的中央政府发消费券或特别国债，这也意味着全年为确保5%左右目标的实现，房地产政策的优化调整在逻辑上是必然的结果。问题二：房地产政策的定调发生重大转变了吗？是的，也许还有人质疑政治局会议不提“房住不炒”是权宜之计，须要看到，声明是用“适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势”替



代了“房住不炒”，什么是新形势？即“眼下市场低迷，市场上已经没有投机性炒房者，连刚需都不敢入市”。可见在这一新形势下，当务之急是通过政策调整让刚需和改善性需求入市，尤其是一线城市，由于过热阶段陆续出台的政策一直存在，这两大需求迟迟未能释放。因此，我们认为放松一线城市是这轮地产政策优化调整的题中之义，这与“房住不炒”并不矛盾，什么时候刚需和改善性需求都入市了，投机性炒房客又回来了，再提“房住不炒”也不迟。问题三：一线城市的政策调整是“挤牙膏”还是“一步到位”？我们认为“挤牙膏”式的调整已是缓不济急，虽然房地产调整的事权在地方，但鉴于住建部已经要求“大力支持刚性和改善性住房需求”，如果一线城市仅采取“挤牙膏”式地调整，很可能会促使上面出台新一轮的指导意见。当然，在“因城施策”下，指望四个一线城市“一步到位”式地全部放开也是不现实的。我们认为更可能的情况是，为有效释放刚需和改善性需求，各地在取消“认房又认贷”、调整“非普通住宅认定标准”、降低“二套房首付比例”等方面会选择性地出台一揽子措施，并且很可能与试点“一区一策”相结合。问题四：需要担心一线城市房价再度上涨吗？房地产市场历来“买涨不买跌”，既然当务之急是加快刚需和改善性需求的释放实现房地产市场的良性循环，我们认为在这一轮房地产政策的优化调整中，高层对于房价的上涨的容忍度是提升的，尤其是前期二手房价跌幅较大的一线和热点二线城市。如果一线城市房价回暖能够对此前低迷的二线城市和三线城市销售有示范效应，应该也是高层乐见其成的。当然存在另一种情况，即一旦一二线城市房价的上涨导致周边三四线城市的需求向其转移，产生所谓的虹吸效应，我们认为这也是在这轮房地产政策优化调整中高层会密切关注的。问题五：数据越差，政策力度会越大吗？很可能是的。从整体上看，“我国房地产市场供求关系发生重大变化”集中表现在地产销售的量价齐跌，这说明当前地产需求的疲软要更甚于行业去杠杆带来的供给收缩：下半年以来，地产需求端延续低迷，30城口径商品房成交面积是近五年以来的最低同期水平，其中二、三线城市拖累较大；而作为经济信心重要“温度计”的房价则继续边际转弱，6月70城新房房价环比整体转负，其中一线城市也降温至0%。一线城市无疑将是本轮地产政策变化的“风向标”，政策力度排序可能是广深>北京>上海。我们认为本轮政策的改变将会受到数据表现的影响——数据越差，力度越大的可能性越高。从地产销售的量价来看，广州和深圳的压力无疑更大，而如果剔除2022年数据的特殊性，上海地产的韧性相对更高，这可能也是上海市在地产政策上表态相对滞后的重要原因。风险提示：海外货币政策收紧下外需回落，海外经济提前进入显著衰退，严重拖累我国出口。地产政策出台速度不及预期。

（证券分析师：陶川 证券分析师：邵翔）

### 宏观深度报告 20230730：一文读懂工业企业去库周期

积极的信号似乎在不断出现：7月政治局会议的论调无疑是积极的，政策对于稳增长的诉求在上升，除此之外6月PPI可能阶段性见底、工业企业利润的同比跌幅明显收窄，我们可能正在接近困扰今年经济的主动去库存的尾声，那么经济和市场会如何向下一阶段切换呢？本文梳理了2000年以来历次库存周期中主动去库向被动去库转变过程的经济背景，作为本轮库存周期的借鉴。我们发现在多轮周期中，需求端或供给端刺激政策的推出可促进主动去库向被动去库的过渡。历史上主动去库周期平均维持时间约为11个月，而现在所处的主动去库已长达13个月，内外需偏弱的环境下或许总量政策的适量、适时推出才能加快此轮库存周期中向被动去库的过渡。去库周期的转

化与多项经济指标息息相关。在几轮库存周期中，金融危机时期和疫情时期推出的总量政策体量较大，这也使这两轮周期不仅工业企业利润增速的回升幅度大、去库速度较快、PPI 步入企稳回升通道以及新增人民币贷款规模扩大，而且宏观经济景气、消费者和企业信心的恢复更加“强势”。总体而言，宏观经济景气指数随库存周期转变较为明显，由主动去库向被动去库转变时，宏观经济景气指数通常呈上升趋势。同时 PPI 同比步入筑底阶段，而消费者信心与企业景气指数的反弹往往略滞后于库存周期切换的时点。为了助力制造业更好地渡过主动去库周期，信贷投放力度在主动去库时期也会更强。出口金额的上升也有利于库存周期逆转，但出口的企稳略显“波折”。库存周期在一定程度上代表了经济景气度，也与资产价格的走势息息相关。通过对历史的复盘，我们发现当库存周期从主动去库过渡到被动去库后，股市涨势会更加显著、10 年期国债收益率逐渐步入企稳、商品价格上行趋势显现。此外，结合历史平均趋势来看，股市、债市、大宗商品市场拐点出现的先后顺序为：股票>大宗>债券。不过大类资产的走势并不仅仅和库存周期相关，还受长周期、政策、极端情况下的市场情绪波动等因素影响，所以在部分去库周期阶段资产价格变化与此趋势存在背离。纵观历次去库周期，上游原料加工以及中游装备制造业往往引领着工业盈利的复苏。通过复盘 2000 年以来历史上的六轮库存周期，我们发现上游的非金属矿物制品，中游的通用设备制造业、专用设备制造业、电子制造业、水生产，下游的汽车制造业、造纸业营收增速率先触底反弹的可能性更高。不过工业企业利润结构走向更多由政策驱动，比如 2016 年的供给侧结构性改革使煤炭、黑色金属等上游行业的营收跌幅明显收窄。这一轮有何不同？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。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。相比之下，中游行业的表现更加“亮眼”：其中中游装备制造业的复苏与国家对科技创新领域的支持息息相关；公用事业板块（尤其是电热生产）的复苏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，同时还和煤价下跌、气温上升相关。风险提示：政策推进不及预期，工业企业复苏不及预期，疫情二次冲击风险对出口造成拖累。

（证券分析师：陶川 证券分析师：邵翔）

## 固收金工

### 固收点评 20230801：星球转债：国内石墨设备领先者

事件 星球转债（118041.SH）于 2023 年 7 月 31 日开始网上申购：总发行规模为 6.20 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于高性能石墨列管式换热器及石墨管道产业化项目和锂电池负极材料用石墨匣钵及箱体智能制造项目。当前债底估值为 72.99 元，YTM 为 3.12%。星球转债存续期为 6 年，联合资信评估股份有限公司资信评级为 A+/A+，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%、1.00%、1.80%、2.50%、3.00%，公司到期赎回价格为票面面值的 114.00%（含最后一期利息），以 6 年 A+ 中债企业债到期收益率 8.79%（2023-07-31）计算，纯债价值为 72.99 元，纯债对应的 YTM 为 3.12%，债底保护一般。当前转换平价为 94.23 元，平价溢价率为 6.12%。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 04 日至 2029 年 07 月 30 日。初始转股价 33.12 元/股，正股星球石墨 7 月 31 日的收盘价为 31.21 元，

对应的转换平价为 94.23 元，平价溢价率为 6.12%。转债条款中规中矩，总股本稀释率为 15.26%。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 33.12 元计算，转债发行 6.20 亿元对总股本稀释率为 15.26%，对流通盘的稀释率为 35.84%，对股本有一定的摊薄压力。观点 我们预计星球转债上市首日价格在 108.77~121.33 元之间，我们预计中签率为 0.0016%。综合可比标的以及实证结果，考虑到星球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 22%左右，对应的上市价格在 108.77~121.33 元之间。我们预计网上中签率为 0.0016%，建议积极申购。

南通星球石墨股份有限公司，中国大型石墨化工设备研发生产基地，主营业务为石墨设备的研发、生产、销售及维保服务，主要产品为石墨合成炉、石墨换热器、石墨塔器等各型号石墨设备及相关配件。公司在行业内的地位突出，先后被评为国家首批专精特新小巨人企业、国家知识产权示范企业、高新技术企业、国家火炬计划项目实施企业。2018 年以来公司营收波动增长，2018-2022 年复合增速为 11.60%。自 2018 年以来，公司营业收入总体呈现增长态势，同比增长率“V 型”波动，2018-2022 年复合增速为 11.60%。2022 年，公司实现营业收入 6.51 亿元，同比增加 26.57%。与此同时，归母净利润也不断浮动，2018-2022 年复合增速为 29.96%。2022 年实现归母净利润 1.42 亿元，同比增加 16.28%。公司营业收入 2020 年主要来源于换热器与合成炉业务，2021 年后主要来自于新增的石墨设备与部件业务。产品结构 2020-2021 年度变化较大，2021 年后基本不变，各项占比基本稳定。公司销售净利率和毛利率维稳，销售费用率断崖式走低后恢复稳定，财务费用率始终持平，管理费用率略有波动。2018-2022 年，公司销售净利率分别为 12.37%、25.46%、27.09%、23.68%和 21.76%，销售毛利率分别为 47.34%、50.63%、45.40%、41.56%和 39.77%。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)

### 事缓则圆（上）

经济下行是触发刺激政策的核心要素，政策手段及侧重随发展阶段对应调整。货币政策方面，为了打通信用派生堵点，在降准、降息基础上，央行开始采用各类结构性货币政策工具；财政政策方面，财政政策的抓手由“地产+基建”转变为“新基建+新兴产业”。而“风险缓释”是刺激政策发挥作用的前提，当前的刺激政策传导受阻。从居民、企业和政府三个部门的杠杆率角度进行观察，新冠疫情以来三个部门加杠杆谨慎，杠杆率较疫情前上升幅度放缓。居民方面，节假日数据显示人均消费倾向降低，且举债意愿低；企业方面，工业企业盈利缓慢修复，房地产库存去化压力大，房企拿地和开工意愿弱，且商业银行净息差已存在低于 1.8%的警戒线的情况；政府方面，风险向财政蔓延。同时，从周期角度看，2022 年 5 月起，我国进入第 6 轮库存周期的“主动去库存”阶段，至今已持续 14 个月，大幅超过了历次均值。PPI 同比通胀领先库存周期 1 季度左右，内需不足背景下，PPI 同比或延续向下，“主动去库存”阶段延长，经济复苏进程减缓。在风险未解除的情况下，已有货币政策和财政政策的效果减弱。货币方面，已有宽货币政策造成资金“脱实向虚”风险，质押式回购成交量攀升，且信贷与社融口径下的新增人民币贷款差异在部分月份加大；财政方面，已有宽信用包括房地产和促消费等政策作用有限。可行政策包括政策性金融工具、高端制造业投资和消费，以及“一带一路”出口。

10年期国债收益率随库存周期走势波动：在主动去库存阶段中，10年期国债收益率总体呈下行走势，进入被动去库存阶段后，由于利率具有刚性，因此利率在复苏阶段仍将在一段时间内维持下行，在复苏期达到低点后出现回升。由于需求恢复的缓步性，库存周期转向“被动去库存”阶段的时间或将延后，债券收益率的上行风险点也将推迟。“货币—信用—经济”链条传导的效率以及迭代次数引导收益率曲线走向“牛平”。风险提示：经济恢复不及预期，地缘政治风险，货币/财政政策超预期调整，预测值不够精准。

(证券分析师：李勇 证券分析师：徐沐阳)

### 固收点评 20230731：东宝转债：药用辅料领域龙头企业

事件 东宝转债(123214.SZ)于2023年7月31日开始网上申购：总发行规模为4.55亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于新型空心胶囊智能化扩产项目、补充流动资金。当前债底估值为72.09元，YTM为2.89%。东宝转债存续期为6年，中证鹏元资信评估股份有限公司资信评级为A+/A+，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%、1.00%、1.50%、2.00%、2.50%，公司到期赎回价格为票面面值的113.00%（含最后一期利息），以6年A+中债企业债到期收益率8.77%（2023-07-28）计算，纯债价值为72.09元，纯债对应的YTM为2.89%，债底保护一般。当前转换平价为99.7元，平价溢价率为0.30%。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05日至2029年07月30日。初始转股价6.67元/股，正股东宝生物7月28日的收盘价为6.65元，对应的转换平价为99.70元，平价溢价率为0.30%。转债条款中规中矩，总股本稀释率为10.31%。下修条款为“15/30, 90%”，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6.67元计算，转债发行4.55亿元对总股本稀释率为10.31%，对流通盘的稀释率为11.71%，对股本有一定的摊薄压力。观点 我们预计东宝转债上市首日价格在113.15~126.31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，考虑到东宝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20%左右，对应的上市价格在113.15~126.31元之间。我们预计网上中签率为0.0017%，建议积极申购。东宝生物技术股份有限公司是一家专业的生物制品国家级高新技术企业。拥有胶囊用明胶、食品添加剂明胶、胶原蛋白、磷酸氢钙等国家级、自治区级授权的生产许可证书，主营“金鹿”牌明胶、“圆素”牌胶原蛋白及“白云”牌磷酸氢钙均被评为自治区名牌产品。2018-2022年公司营收总体呈现上行趋势，年复合增速为20.15%。2022年，公司实现营业收入9.43亿元，同比增加54.11%。与此同时，归母净利润也不断浮动，2018-2022年复合增速为33.97%。2022年实现归母净利润1.09亿元，同比增加199.96%。公司的主要营收构成在2021-2022年出现战略性调整，核心业务仍为明胶产品及其副产品。2022年，公司明胶产品及其副产品收入占营业收入61.74%，与此同时胶囊业务飞速增长至30.2%，主要原因是控股子公司益青生物在2021年11月30日进行合并，2021年合并报表数据仅包括子公司益青生物2021年12月财务数据，2022年合并期为2022年全年12个月。公司销售净利率和毛利率维持稳定、销售费用率和管理费用率均呈现下降状态，财务费用率2020年增加后呈现回落趋势。2018-2022年，公司销售净利率分别为7.50%、7.24%、4.05%、5.85%和12.24%，销售毛利率分别为21.95%、19.00%、15.54%、15.71%和24.74%。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

### 推荐个股及其他点评

#### 芯源微 (688037): 发布 2023 年股票激励计划，利好中长期发展

事件：公司发布 2023 年限制性股票激励计划（草案）。股权激励范围较为广泛，充分调动员工积极性利好中长期发展。本激励计划拟向激励对象授予 160 万股限制性股票，约占本激励计划草案公告时公司股本总额的 1.16%，其中首次授予 128 万股，约占本激励计划草案公告时公司股本总额的 0.93%，首次授予部分占本次授予权益总额的 80%；预留 32 万股，约占本激励计划草案公告时公司股本总额的 0.23%，预留部分占本次授予权益总额的 20%。本激励计划首次授予部分涉及的激励对象共计 162 人，约占公司全部职工人数 880 人（截至 2022 年底）的 18.41%，覆盖范围较为广泛。中国大陆半导体产业的高速发展，技术人才是重要竞争力，本次股权激励覆盖面进一步下沉，可以更好地激励人才，有效地将公司利益和激励对象紧密捆绑，利于公司中长期发展。考核目标驱动业绩持续快速增长，成本摊销费用影响可控。公司分 2023-2026 年四个会计年度进行业绩考核并行权，具体来看：1) 收入端：对各考核年度的营业收入累计值定比基数（2022 年营业收入值）的年度累计营业收入增长率（A）、各考核年度营业收入同比增长率（B）进行考核。（1）若  $A \geq$  对标企业营业收入增长率平均水平，且  $B > 0$ ，则各年度公司层面归属比例为 100%；（2）若  $0.8 \leq A <$  对标企业营业收入增长率平均水平，且  $B > 0$ ，则各年度公司层面归属比例为 80%；（3）若  $A <$  对标企业营业收入增长率平均水平 \* 0.8 或  $B \leq 0$ ，则各年度公司层面归属比例为 0。2) 费用端：若假设授予日为 2023 年 8 月底，则预计摊销的总费用约 1.24 亿元，其中 2023-2027 年分别为 2218、5442、2607、1509 和 635 万元。虽然该费用摊销对净利润有所影响，但同时此次限制性股票激励计划实施后，将有效激发骨干员工的积极性，从而提高经营效率，给公司带来更高的经营业绩和内在价值。前道 Track 国产替代快速突破，化学清洗机进一步打开成长空间。公司积极布局前道涂胶显影设备领域，产品体系不断完善，国产化进程快速推进，同时化学清洗机进一步打开成长空间。1) 前道涂胶显影：公司 Off-line、I-line、KrF 机台等均已实现批量销售，浸没式机台已陆续获得国内多家知名厂商订单，超高温 Barc 机台也成功实现了客户导入。此外，2022Q4 公司首台浸没式高产能涂胶显影机在国内某知名客户处完成验证，已顺利实现验收。日本 TEL 在涂胶显影领域具备全球主导地位，我们看好公司国产替代加速推进。2) 清洗设备：公司前道 Spin Scrubber 单片式物理清洗机已较为成熟，2021 年募投项目加码市场空间更大的单片式化学清洗机，有望成为第二成长曲线。盈利预测与投资评级：考虑到公司在手订单充足，我们维持 2023-2025 年营业收入预测分别为 20.18、28.45 和 37.91 亿元，当前市值对应动态 PS 分别为 10、7 和 5 倍，维持“增持”评级。风险提示：半导体行业投资下滑，新品研发&产业化不及预期等。

(证券分析师：周尔双 证券分析师：罗悦)

好孩子国际 (01086.HK): 服务全球育儿家庭，欧洲地区需求持续强

### 劲增长

**投资要点** 好孩子国际是全球领先的婴儿推车及汽车安全座椅品牌商。好孩子国际创立于1989年，公司以婴儿推车起家，拓展至儿童汽车安全座椅和非耐用品等婴童用品市场，2010年于港交所上市，通过自建和收购的方式由代工制造商转型为拥有自主品牌品牌商，三大战略品牌 gb/Cybex/ Evenflo 分别服务中国/欧洲/北美市场，另有 OEM 品牌组成蓝筹业务。2022年 Cybex/gb/Evenflo/蓝筹业务分别实现收入 33/15/23/9 亿港元，随着 2023 年出行消费的逐渐恢复，公司多品牌销售有望修复。 欧美需求稳中有升，亚太需求有望反弹：1) 品牌势能强，公司市占率高。婴童产品存在功能性强、复购率低等特点，公司据优质供应链向品牌端稳步延伸。gb/Cybex/ Evenflo 品牌知名度高，占据品牌高地向下渗透，2018-2020 年集团在婴幼儿推车和安全座椅的全球市占率约为 11%和 6%。2) 短期来看，欧美地区稳中有升，亚太地区需求有望见底反弹。2019-2022 年公司在美洲/欧非中东/亚太地区营收 CAGR 为+6.35%/+9.14%/-13.2%，欧美地区营收稳中有升，亚太地区需求因生育率下降及疫情影响销售渠道等有所下降，随着亚太地区疫后市场恢复，需求有望见底反弹。3) 长期来看，童车及安全座椅市场规模稳定增长，中国儿童安全座椅使用率有望提升。欧美新生儿数量维持 700 万人以上，中国新生儿总体数量虽然呈现下降趋势，但中高端婴童耐用品仍受更多消费者青睐，2017-2022 年婴幼儿推车市场/儿童安全座椅销售额 CAGR 达 5.23%/5.39%，婴童耐用品全球市场规模呈现出不断扩大的趋势。随着中国儿童安全座椅法规的颁布和完善，儿童安全座椅在中国未来仍有较大的发展空间。 盈利预测与投资评级：好孩子国际作为儿童耐用品行业龙头，多元品牌满足不同市场消费者的需求，随着欧美市场的稳定增长和亚太市场的触底反弹，公司盈利能力有望逐步改善。我们预测好孩子国际 2023-2025 年归母净利润分别为 0.80/1.50/2.19 亿港元，对应 PE 估值为 12/6/4 倍，相比疫情前估值区间为合理偏低，且显著低于可比公司，首次覆盖给予“增持”评级。 风险提示：国内线下销售恢复不及预期风险，行业规模扩张不及预期的风险等。

(证券分析师：吴劲草)

### 欧科亿 (688308)：中标汽车行业大订单，高端领域国产替代有望进一步加速

**投资要点** 中标汽车行业大订单，彰显公司整包方案竞争优势：2023 年 8 月 1 日公司发布公告，于近日收到“新晨动力宝马曲轴刀具管理服务项目”的《中标通知书》。新晨动力机械（沈阳）有限公司，是华晨宝马曲轴和连杆供应商，为新晨中国动力控股有限公司（01148.HK）的全资控股公司。此次项目时间跨度为 4 年（2024.1.1-2027.12.31），公司提供的主要产品为刀具整包方案。丰富产品种类，布局刀具整包方案是公司未来发展的核心战略之一，此次中标宝马曲轴刀具管理服务项目充分彰显公司在刀具整包业务方面的竞争优势。汽车为外资传统优势领域，国产替代持续加速： 模具加工、汽车行业、通用机械、航天军工等为刀具行业主要下游，目前国产替代主要集中于通用机械和模具加工等领域，航天军工领域受自主可控因素影响，也在逐步进行国产替代。而汽车作为外资传统优势领域，目前仍主要被山特维克、肯纳等欧美龙头所占据。此次公司中标新晨动力宝马曲轴项目，拥有良好的示范性作用，标志着国产刀具厂商成功迈进汽车领域，高端刀具领域国产替代有望进一步加速。此外，汽车领域刀具均价及毛利率水平普遍较高，进军汽车领域有望对公司业绩产生积极影响。 IPO 项目+产业园项目落地，军工资质认证打开高端需

求： 1) IPO 项目：4000 万片高端数控刀具项目产能快速爬坡，截至 2022 年年底产能释放约 90%，贡献净利润约 0.38 亿元。2) 产业园项目：公司成功定增募资 8 亿元用于投建产业园项目，该项目提前启动建设，有望提前释放产能。公司测算两大项目达产后将合计贡献年收入 9.6 亿元。 2022 年 9 月，欧科亿公告收到北京天一正认证中心颁发的《武器装备质量管理体系认证证书》，有望迎双重利好：1) 获得高端领域试刀机会：军工领域刀具长期被欧美和日韩企业垄断。欧科亿获得军工领域资质认证，有望获得高端军工领域试刀机会，从而提升自身产品性能。2) 打开高端刀具市场需求：市场担忧公司快速释放的高端产能能否顺利拓展市场，若公司能够进军军工领域，有望打开高端刀具市场需求。 盈利预测与投资评级：考虑到下游通用制造业逐步复苏，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 3.15(维持)/4.10(维持)/5.21(维持)亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 21/16/13 倍，维持“增持”评级。 风险提示：下游需求不及预期、新品研发不及预期、原材料价格波动。

(证券分析师：周尔双 证券分析师：罗悦)

### 锦波生物 (832982)：功能蛋白一体化龙头，薇旎美快速放量驱动增长，敷料护肤前景可期

**投资要点** 国内功能蛋白领先，重组人源化胶原蛋白代表企业：公司是我国领先的功能蛋白企业，涉及重组胶原蛋白和抗 HPV 生物蛋白产品的生产和销售。2022 年公司实现营收、归母净利润分别为 3.9 亿元、1.1 亿元，2020~2022 年公司营收、归母净利润规模增速 CAGR 分别为 56%/85%，营收、业绩高速增长。2020~2022 年，公司毛利率从 80.0%提升至 85.4%，净利率从 20.0%提升至 27.9%，盈利水平明显提升。 重组胶原蛋白应用场景丰富，抗 HPV 生物蛋白前景广阔：(1) 重组胶原蛋白：2021 年重组胶原蛋白产品市场规模为 108 亿元，在胶原蛋白产品市场渗透率为 37.7%，长期随着重组胶原技术和规模化进步，渗透率有望持续提升。重组胶原蛋白的应用领域包括医美针剂、敷料、护肤、生物医用材料等。(2) 抗 HPV 生物蛋白：根据广州标点统计，2020 年我国抗 HPV 生物蛋白敷料销售额达 3.32 亿元，在我国抗 HPV 感染药品及医用制品中占比 14.6%，是治疗 HPV 感染的主流手段之一，市场潜力较大。 重组胶原三类械快速放量未来可期，一体化布局产品力强劲：(1) 产品：实现重组 III 型人源化胶原蛋白原料工业化生产，持续开发抗病毒类功能蛋白，在国内率先获批注射级别重组胶原蛋白 III 类医疗器械，以多功效性护肤品牌布局修复抗衰领域，开发出应用于皮肤科、外科、妇科等领域的敷料产品。(2) 研发：自主研发和产学研合作相结合，持续推动基础研究和产业化进展，研发费用率较高，研发团队实力雄厚。(3) 渠道：包括 OBM 和 ODM 模式，2022 年 OBM 模式营收占比超八成，其中线下直销增速最快。(4) 产能：2022 年重组 III 型胶原蛋白和酸酐化牛  $\beta$ -乳球蛋白的产能利用率均超 80%，公司在建工程涉及锦波产业园多条原料和终端产品产线，产能布局保障业务开拓。(5) 募投：募投用途包括重组人源化胶原蛋白新材料及注射剂产品的研发、品牌市场推广和补充流动资金，募投资金共计 4.7 亿元。 盈利预测与投资评级：公司是我国领先的功能蛋白企业，一体化布局重组胶原蛋白产品和抗 HPV 生物蛋白产业链，重组胶原蛋白针剂快速放量，敷料和功能性护肤产品空间较大，在研储备丰富。我们预计 2023~25 年分别实现归母净利润 2.13/3.68/5.23 亿元，分别同比增长 95.1%/72.6%/42.3%，当前市值对应 2023~25 年 PE 为 40x/23x/16x，首次覆盖给予“增持”评级。 风险提示：行业竞争加剧，宏观经济下滑风险，产品推广不及预期，北

交所流动性风险。

(证券分析师: 吴劲草 证券分析师: 张家璇  
证券分析师: 朱国广 证券分析师: 冉胜男)

**药明康德 (603259): 2023 中报点评: 常规业务加速恢复, 订单储备充足**

**投资要点** 事件: 公司 2023 上半年实现营收 188.7 亿元 (+6.3%); 常规业务收入增长 27.9%; 归母净利润 53.13 亿元 (+14.6%), non-IFRS 净利润 50.95 亿元 (+18.5%)。分季度看, 公司 Q2 实现总营收 99.08 亿元 (+6.7%), non-IFRS 净利润 27.5 亿元 (+22.4%), 业绩符合预期。Q2 各业务板块良好, 常规业务恢复高增, 订单维持高增: 2023Q2 公司 1) 化学业务实现收入 70.34 亿元 (+2.6%); 剔除新冠业务后, 常规业务增速为 51.6%, 对比 Q1 再加速。2) 测试业务收入 16.4 亿元 (+23.6%)。3) 生物学业务 2023 上半年实现收入 6.6 亿元 (+17.5%)。4) ATU 业务实现收入 3.89 亿元 (+22.9%)。5) DDSU 实现收入 1.76 亿元 (-17.9%), 降幅收窄。公司订单储备丰富, 2023 上半年新增常规订单 25%, 其中新分支 TIES 订单+188%; 老客户持续放量, 实现收入 186.5 亿元, 剔除新冠后收入+30%。常规业务维持高增长, TIDES 持续贡献: 2023 上半年公司化学业务实现收入 134.67 亿元 (+3.8%), 其中 D&M 端收入 96.7 亿 (+2.1%); 剔除新冠业务后, 常规业务增速为 36.1%。公司 2022H1~2023H1 合计完成 42 万个定制化合物, CDMO 分子管线新增 583 个分子, 总计 2819 个, 包括 56 个商业化和 59 个临床 III 期项目。R 到 D&M 转化了 120 个分子 (+21%)。新分子业务 (TIDES) 收入 13.3 亿元 (+37.9%), 预计全年增速超过 70%; D&M 服务客户数量 121 个 (+25%), 服务分子数量 207 个 (+46%)。公司产能和研发实力储备丰富, 公司共建设 27 条寡核苷酸生产线, 超过 10000 升多肽固相合成仪, 1000 人研发团队。测试业务稳定增长, 安评、器械测试等业务维持高增速: 2023 上半年公司测试业务收入 30.9 亿元 (+18.7%)。拆分来看, 1) 实验室分析及测试服务收入 22.5 亿元 (+18.8%), 其中安评业务收入同比增长 24%; 2) 临床 CRO&SMO 业务收入 8.5 亿元 (+18.3%) 其中 SMO 收入+34.3%, 业务从疫情中恢复; 其中 CRO 业务帮助客户获得临床申请批件 8 个, 申报递交 3 项上市申请; SMO 赋能 25 个项目。生物和 ATU 业务稳步提升, DDSU 业务下滑: 生物学业务 2023 上半年实现收入 12.3 亿元 (+12.3%), 累计交付了 260+个 ADC 药物项目, 新分子种类相关收入同比增长 51%, 占比 25.4%。ATU 业务实现收入 7.1 亿元 (+16.0%); 合计拥有的 69 个项目中, III 期项目均为 7 个。完成一项生产重磅商业化 CAR-T 产品的技术转让, 预计将在 2024 年下半年 FDA 获批后进入商业化生产。2023 年 6 月, 签订一项商业化 CAR-T 产品的 LVV 生产订单, 预计将在 2024 年上半年开始生产。DDSU 实现收入 3.42 亿元 (-24.9%), 业务下降因为公司主动迭代升级, 集中做更优秀的项目。盈利预测与投资评级: 我们维持公司 2023-2025 年归母净利润预期 97/119/147 亿元, 当前市值对应 2023-2025 年 PE 分别为 22/18/14 倍, 公司作为 CRO 平台化龙头, 常规业务维持高增速, 估值性价比凸显, 维持“买入”评级。风险提示: 行业增速放缓, 竞争加剧, 产能过剩风险等。

(证券分析师: 朱国广 证券分析师: 周新明  
证券分析师: 徐梓煜)

**路德环境 (688156): 2023 年中报点评: 酒糟资源化量利双增, 新增金沙项目爬坡可期**

**投资要点** 事件: 2023H1 公司营收 1.25 亿元, 同减 16.87%, 归母净利润 0.12 亿元, 同减 36.73%, 扣非归母净利润 0.09 亿元, 同减 40.70%。



2023H1 酒糟资源化收入占比增至 59%，古蔺项目量利双增，金沙项目爬坡可期。2023 年上半年公司白酒糟生物发酵饲料业务实现营收 0.74 亿元，同增 26.73%，占总收入的 59.45%，同增 20.45pct，毛利率 30.04%，同增 0.40pct。2023H1 公司白酒糟生物发酵饲料产销量创历史新高，销量达到 3.46 万吨，同增 25.90%。其中，1) 古蔺项目：2023H1 产品销量 3.19 万吨，同增 16.30%，平均销售单价 2173.12 元/吨，同增 35.15 元/吨，较 2022 年全年平均售价 2168 元/吨高 4.81 元/吨，毛利率 32.71%，同增 2.98pct，成本管控和规模效应显现；2) 金沙项目：2023 年 4 月金沙一期 10 万吨/年建成投产，2023H1 销量 0.27 万吨，新增产能的达产和规模化销售尚需时间，公司积极推进大客户开发工作，把握经济复苏及养殖端需求回升带来的市场机遇。工程泥浆业务平稳推进，碱渣治理业务投产在即。1) 河湖淤泥：实现营收 0.19 亿元，同减 72.26%，毛利率 36.43%，同增 5.77pct，主要系部分运营项目上年度已完工，新增项目处于筹建期和运营初期，收入贡献较少；2) 工程泥浆：受益于基建复苏，实现营收 0.31 亿元，同增 36.60%；3) 工业渣泥：2023 年 5 月，公司新增连云港碱渣治理运营服务项目，合计金额超 6 亿元，服务期 5 年，预计 8 月中旬正式投产运营，将进一步提升无机固废处理业务收入和利润。拟发行 4.39 亿元可转债，保障酒糟资源化产能扩张。公司拟向不特定对象发行可转债，募集资金总额不超过 4.39 亿元，主要用于遵义、亳州、永乐等生物发酵饲料在建项目，上述三个在建项目规划年产能合计 30 万吨，投资总额 6.29 亿元，其中拟投本次可转债募集资金 3.74 亿元。酒糟资源化龙头规划产能 52 万吨超 7 倍扩张，技术&渠道&产品优势巩固地位。公司已在古蔺、金沙、遵义、亳州、仁怀进行产业布局，规划酒糟饲料产能 52 万吨，较 2022 年产能实现 7 倍以上扩张。1) 深耕研发专利丰富，技术产业化已见成效。2) 区域卡位&渠道绑定，占据产业先发优势。a. 储备稀缺土地资源;b. 上游直采酒糟，签署长协保障来料;c. 下游客户遍布全国，进入大客户供应商名录稳定合作。3) 高性价比&功能价值，饲料产品价格&市场渗透率提升空间大。盈利预测与投资评级：公司积极布局酒糟生物发酵饲料项目扩大在手规模，将提升远期盈利，考虑产能爬坡和新项目建设进度，我们将公司 2023-2025 年归母净利润从 1.00/1.96/2.89 亿元调整至 0.74/1.49/2.42 亿元，对应 36、18、11 倍 PE，维持“买入”评级。风险提示：河湖淤泥订单不及预期，原材料价格波动，扩产低于预期。

(证券分析师：袁理 证券分析师：陈致文)

**迈瑞医疗 (300760)：收购海外知名 IVD 品牌德赛，加速全球化布局**  
**投资要点** 事件：2023 年 7 月 31 日，公司发布公告，拟收购 DiaSys Diagnostic Systems GmbH (中文简称“德赛诊断”) 的 75% 股权，收购价预计约 1.15 亿欧元。交易完成后，标的公司及其下属子公司将纳入公司合并报表范围。加上交割完成后公司向德赛诊断出资用于支持其未来业务发展的 3000 万欧元，上述交易总额合计约 1.45 亿欧元。收购海外知名 IVD 品牌德赛诊断，完善 IVD 产品海外供应链布局：德赛诊断是全球知名 IVD 品牌，深耕 IVD 业务 30 余年。2022 财年 (21 年 10 月 1 日至 22 年 9 月 30 日) 营收 7,277 万欧元 (剔除新冠收入后约为 6700 万欧元)，净利润 470 万欧元。通过收购德赛，公司将逐步导入和完善化学发光等全线 IVD 产品在海外供应链平台，补强 IVD 产品的质控品和校准品配套，从而实现海外中大样本量客户群的全面突破，加速公司 IVD 业务国际化进程。此外，通过此次收购，公司将收获优秀的 IVD 国际化人才，加强海外拓展能力。23Q2 国内诊疗活动快速恢复，带动国内 IVD 和影像业务快速反弹：根据国家卫健委

的数据，2023年3月，全国医疗卫生机构诊疗人次同比提高13.6%，环比提高27.8%。国家医保局近期披露的2023 1-5月基本医疗保险和生育保险运行情况也印证常规诊疗活动的持续复苏。得益于国内常规诊疗活动的强劲复苏，医院试剂消耗和超声常规采购得以快速恢复，推动公司IVD和医学影像业务在二季度的增长实现了显著反弹。我们对于实现二季度和全年的业绩增长目标充满信心。盈利预测与投资评级：我们维持公司2023-2025年归母净利润为117/140/169亿元，当前市值对应PE分别为31/26/21倍，维持“买入”评级。风险提示：地缘政治风险、新产品推广不及预期风险、带量采购政策超预期风险。

（证券分析师：朱国广）

### 瀚川智能（688022）：2023年半年报点评：Q2业绩超预期，“汽车电子设备+锂电设备+换电设备”三轮驱动

**投资要点** 订单验收加速，Q2业绩同比大幅提升：2023上半年公司实现营收7.1亿元，同比+97%，归母净利润0.45亿元，同比-9.4%，扣非后归母净利润0.30亿元，同比+172.27%。Q2单季度来看，实现营收5.3亿元，同比+101%，环比+192%；归母净利润0.88亿元，同比+82%，环比+306%。其中分产品看，2023H1汽车电子生产线收入4.6亿元，同比+174%，占比65%，充换电设备处于兑现业绩的初期阶段，实现营收1.2亿元，同比-8%，占比17%，锂电设备收入1亿元，同比+127%，占比14%，其他业务实现营收0.4亿元。盈利能力环比大幅改善，规模效应初现：2023上半年公司毛利率为28.8%，同比-2.9pct，其中汽车电子生产线毛利率32.9%，同比-4.7pct，换电设备毛利率21.5%，同比-2.9pct，锂电设备毛利率19.5%，同比-7.2pct。公司2023H1净利率为6.1%，同比-7.1pct，期间费用率为27.6%，同比-1.1pct，其中销售费用率为10.3%，同比+1.3pct，管理费用率（含研发）为16.1%，同比-2.7pct，财务费用率为1.1%，同比+0.2pct。其中Q2单季度毛利率为29.4%，同比-3.9pct，环比+2.2pct，净利率16.9%，同比-0.95pct，环比+42.4pct，盈利能力环比大幅改善。在手订单充沛，保障业绩稳步增长：截至2023Q2末，公司合同负债为1.8亿元，同比-25%，存货为8.8亿元，同比+21%。截至2023年7月末，公司在手订单28.8亿元(含税)，其中锂电设备15亿元，占比52%，换电设备10.5亿元，占比36%；汽车电子生产线3.3亿元，占比11.5%。换电设备产能快速提升，打开新成长空间：我们预计2025年建设换电站数量将超16000座，对应新增设备投资额超300亿元。瀚川在设备行业先发优势明显，我们预计2023年公司换电设备新接订单有望达20亿元。目前公司现有诸暨、苏州基地换电设备产能达680套，且新建宁夏换电设备生产基地逐渐产能爬坡，我们预计2023年底产能有望达1500台、2024年有望近3000台产能，保障业绩高增。盈利预测与投资评级：随着换电业务逐渐放量，我们维持公司2023-2025年归母净利润分别为2.0/3.4/5.0亿元，当前股价对应动态PE为28/17/12倍，维持“增持”评级。风险提示：下游扩产不及预期，新品拓展不及预期。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：刘晓旭  
研究助理：李文意）

### 道森股份（603800）：复合铜箔一体机首批订单落地，传统+复合铜箔设备双轮驱动

**投资要点** 事件：近日洪田科技研发的“一步法”复合铜箔真空镀膜成套设备“真空磁控溅射一体机”顺利通过客户测试验证，并正式签订首批订单合同，合同金额约为7000万人民币。公司复合铜箔设备

进展顺利，有望推动更多订单落地。道森于 2023 年 4 月发布复合铜箔真空磁控溅射一体机，首台套客户为汉崧新材，此次首批订单落地标志公司完成了客户的反复验证，具备了量产条件，我们判断此次订单合同对应 1 台真空磁控溅射一体机及 1 台真空磁控溅射蒸发一体机，均为道森的首台套。后续道森将继续加大客户意向订单的落实，积极扩充复合铜箔设备产能，加快推进真空磁控溅射蒸发一体机的出样、交付进程。

(1) 真空磁控溅射一体机：线速度为 4m/min (双面各镀 1 微米铜)，幅宽约为 1.3m，相较于两步法的前道镀 30nm 的实际速度 10m/min，速度提升明显，纯磁控成本约 6 元/平。

(2) 真空磁控+蒸镀一体机：目前线速度为 12m/min (双面各镀 1 微米铜，目标 15m/min)，幅宽为 1.3m，我们预计 2023Q4 推出，该种方案经济性更好，成本有望达到 3-4 元/平。

合作方诺德股份布局复合集流体，道森有望充分受益。2022 年 7 月公司与诺德达成战略合作关系，持有公司 5% 股份，双方共同在锂电铜箔领域开展铜箔设备研发、3 微米等极薄铜箔产品和复合铜箔产品的技术研发等领域全面深度合作；2023 年 7 月 6 日，诺德股份拟不超 7000 万元设立控股子公司，将专注于复合集流体研发生产，道森有望充分受益。积极扩充产能，保障复合铜箔设备交付能力。子公司洪田科技与江苏省南通港闸经济开发区管委会签订投资合作协议，拟投资 10 亿元建设新能源高端装备制造项目，建设年产真空磁控溅射设备 100 套、真空蒸镀设备 100 套、复合铜箔一体机成套设备 100 套，其中真空磁控溅射和真空蒸镀设备下游应用广泛，包括光伏、泛半导体等多领域。

盈利预测与投资评级：暂不考虑收购洪田科技剩余 49% 股权&复合铜箔设备业绩贡献，仅考虑传统铜箔设备业务，我们维持 2023-2025 年归母净利润为 2.1/3.2/4.2 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 30/19/14 倍，维持“增持”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)

### 诺禾致源 (688315)：2023 年半年报点评：降本增效成果显著，海外业务有望持续高增长

投资要点 事件：2023 年 7 月 31 日晚诺禾致源发布 2023 年半年度报告，2023H1 公司营收 9.30 亿元 (+9.44%)，归母净利润 7503 万元 (+32.34%) 扣非归母净利润 5837 万元 (+24.43%)；单 Q2 营收 4.89 亿元 (+5.66%)，归母净利润 5253 万元 (+38.87%)，扣非归母净利润 3845 万元 (+11.37%)。

海外业务与测序建库平台业务保持高增长：分地区来看，2023H1 国内业务营收 4.66 亿 (-5.7%，剔除核酸检测业务同比+3.19%)，海外业务营收 4.63 亿 (+30.8%)，单 Q2 国内营收 2.57 亿 (-7.8%，剔除核酸检测业务同比持平)，海外营收 2.33 亿 (+25.2%)。分业务来看，建库测序平台服务营收 4.45 亿元 (+24.2%)，生命科学基础科研服务营收 3.0 亿元 (+14.9%)，医学研究与技术服务营收 1.33 亿元 (+6.6%)。

降本增效成果显著，海外业务增速有望持续：2023H1 公司海外业务占比已提升至 49%，连续 8 个季度海外业务增速均大幅高于国内业务。考虑到海外较低的外包渗透率与公司全球龙头的竞争优势，我们认为海外业务有望继续保持高增长。此外受益于较强的规模优势与 Falcon 系统的降本增效，公司在短期下游竞争趋于激烈，毛利率相对较低的建库测序平台服务业务占比提升的情况下毛利率仍然稳定，单 Q2 扣非归母净利率同比环比均有提升，我们认为也显示了公司龙头地位稳固，拥有较强竞争优势。随着下游需求逐步恢复以及测序平台更换阵痛期结束，公司业绩有望重返高增长。

盈利预测与投资评级：考虑到下游需求恢复弱于预期，我们将公司

2023-2025 年营收由 25.4/33.0/42.1 调整为 21.5/27.6/34.7 亿元，归母净利润由 2.80/3.80/5.01 调整为 2.20/2.93/3.84 亿元，当前股价对应 PE 分别为 48/36/27x，维持“买入”评级。风险提示：市场竞争加剧，海外外包渗透率提升不及预期等。

(证券分析师：朱国广 证券分析师：周新明  
研究助理：张坤)

### 绿城管理控股 (09979.HK)：2023 年中报点评：新拓项目稳健增长，客户结构持续优化

**投资要点** 事件：公司发布 2023 年中期业绩公告。2023 年上半年公司实现营收 15.5 亿元，同比增长 23.1%；归母净利润 4.7 亿元，同比增长 31.3%，业绩超出市场预期。归母净利润同比高增 31.3%，规模效应叠加成本管控毛利率再度提升。2023 年上半年公司营收同比增长 23.1%。分业务板块看：其中商业代建收入 10.6 亿元，同比高增 39.2%；政府代建收入 4.0 亿元，同比增长 3.6%；其他服务收入 0.9 亿元，同比降低 20.9%。利润方面：2023 年上半年毛利率 52.0%同比提升 1.6pct；主要是因为商业代建加强成本控制和绩效考核，毛利率同比提升 1.8pct 至 51.5%；同时政府代建产生规模效应提升管理效率，毛利率同比提升 2.6pct 至 42.2%。2023 年上半年销管费率 17.7%同比降低 3.9pct；归母净利润达 4.7 亿元，同比增长 31.3%。新签约代建费同比增长 26.3%，全国化布局，行业持续领先。公司 2023 年上半年新拓代建项目建面达 1730 万方，同比增长 30.6%；新拓代建项目代建费预估 51.2 亿元，同比增长 26.3%；单位面积代建费 296 元/平保持稳定。公司市占率连续 7 年保持 20%以上。截至 2023 年 6 月 30 日，公司合约项目总建筑面积达 1.136 亿方，同比增长 20.4%；代建项目覆盖全国 123 个城市。整体可售货值 8228 亿元，其中主要经济区域项目货值 6303 亿元，占比高达 76.6%。持续优化多元客户结构，积极拓展业务类型。公司顺应行业形势变化，不断深化政府、国有企业、金融机构等业务机会。2023 年上半年新拓代建项目建面中，政府、国企和金融机构委托方的占比高达 79.9%。截至 2023 年 6 月 30 日，按合约项目建面测算，政府、国有企业、私营企业和金融机构的占比分别为 28.1%、30.5%、34.1%、7.3%。公司创新类业务持续突破，新拓业务类型除住宅以外，还覆盖产业园区、文化综合体、学校、直播基地、城中村改造等，为后续业绩增长奠定基础。盈利预测与投资评级：绿城管理控股作为代建龙头企业，市占率稳居行业第一。公司新拓项目稳健增长，同时不断优化多元客户结构，积极拓展业务类型。各项业务形成规模效应后有望进一步提升管理效能和利润率。我们维持其 2023/2024/2025 年归母净利润预测 9.5/12.0/14.8 亿元，对应的 EPS 分别为 0.47/0.59/0.74 元，对应 PE 分别为 13.5X/10.7X/8.6X，维持“买入”评级 风险提示：代建行业竞争加剧，疫情影响项目开工及交付，委托方及供应商风险。

(证券分析师：房诚琦 证券分析师：肖畅 证  
券分析师：白学松)

### 安井食品 (603345)：2023 年半年度报告点评：利润贴近业绩预告上限，稳中求进

**投资要点** 事件：公司发布 2023 年半年度报告：2023H1 实现营收 68.94 亿元，同比+30.7%；归母净利润 7.35 亿元，同比+62.14%；扣非净利润 6.95 亿元，同比+82.65%。C 端高基数下显现压力，整体平稳。1) 分产品：23H1 米面、肉类、鱼糜、菜肴制品分别实现收入 12.7/11.8/19.6/22 亿元，同比+11.1%/22.5%/20.8%/58.2%。23Q2 分别同比+4.2%/16.8%/13.6%/54.4%。2) 分渠道：23H1 经销、商超、特通、

新零售、电商渠道分别同比+33.9%/-14.7%/+67.5%/-11.3%/+275%。23Q2 分别同比+28.8%/-33.5%/+103.1%/-24.1%/+255.7%。C 端渠道整体呈现较大压力。3) 分地区: 23H1 华东/华中/华北/华南/东北/西南/西北区域销售同比+22%/+60%/67%/14%/+52%/+44%/+108%。23Q2 分别同比+13%/36%/41%/32%/33%/31%/59%。经销商数量截止 23H1 末 1872 个, 平均单个经销商创收 156.34 万元, 同比+18.93%。Q2 经销商环比变化较大主因发展团餐渠道新开拓和自然淘汰部分经销商。收缩费用政策延续, 净利率保持双位数水平。整体看, 公司 23Q2 归母净利率为 10.09%, 同比+1.60pct。具体看毛利率 19.86%, 同比-0.13pct。环比下降或因小龙虾占比提升; 同比下降或因去年 Q2 居家消费旺盛, C 端调味小龙虾收入占比和盈利水平都更高。销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.93%/2.16%/0.57%/-0.9%, 分别同比-0.75/-1.81/-0.22/-0.05pct, 费效提升明显。行稳致远, 集团“5+1”品牌布局, 战略规划清晰。目前公司形成 5+1 品牌矩阵, 包括安井主品牌, 新柳伍、新宏业收购品牌, 预制菜安井小厨、冻品先生以及高端鱼副产品安仔。主业锁鲜装+虾滑将作为超级大单品, 锁鲜装 4.0 新品陆续面世。预制菜布局清晰, 大单品陆续跑出, 安井小厨首年就在小酥肉单品上实现突破。冻品先生酸菜鱼大单品打造成效明显。安仔主营鱼副和高端鱼糜产品, 对低值原料高值利用。盈利预测与投资评级: 我们维持公司盈利预测, 预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 15.0/18.5/22.1 亿元, 同增 36%/23%/20%, EPS 分别为 5.12/6.30/7.55 元, 对应当前 PE 为 30x、24x、20x, 维持“买入”评级。风险提示: 预制菜行业竞争加剧; 预制菜新品开发、推广、销售不及预期; 原材料价格大幅波动; 食品安全事件。

(证券分析师: 汤军 研究助理: 罗頔影)

## 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>