

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2023-08-07

宏观策略

2023年08月07日

宏观点评 20230801：地产放松“鸣哨”，哪些城市可能“领跑”？

房地产新一轮放松已是“箭在弦上”，不过政策以怎样的形式落地仍有悬念。通过观察政治局定调后各部委及地方响应中的表述，我们认为本轮地产放松主要聚焦三个方向：①降低首房利率；②存量房贷下调；③“认房又认贷”解绑；那么在政策出台以“因城施策”为主的背景下，哪些城市的地产调控空间更大？风险提示：政策定力十足，地产政策出台不及预期。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。政策及数据统计不完全。

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 20230804：科顺转债：防水行业头部企业

我们预计科顺转债上市首日价格在118.73~132.22元之间，我们预计中签率为0.0075%。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

环保行业点评报告：新疆发布碳达峰实施方案，向双碳目标进一步迈进

重点推荐：蓝天燃气，新奥股份，洪城环境，景津装备，美埃科技，盛剑环境，仕净科技，高能环境，龙净环保，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，天壕能源，英科再生，九丰能源，宇通重工。建议关注：重庆水务，兴蓉环境，鹏鹞环保，三峰环境，再升科技，卓越新能。最新研究：蓝天燃气深度：河南“管道+城燃”龙头，高分红具安全边际。龙净环保深度：矿山绿电、全产业链储能，紫金优势凸显。全国生态环境保护大会召开，延续污染防治生态保护要求，新增强化双碳部署。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。

推荐个股及其他点评

科拓生物(300858)：2023年半年度业绩点评：复配业务边际改善，益生菌业务低于预期

考虑到公司23Q2食用益生菌业务增长低于预期，下调公司23-25年收入预期至4.2/5.6/7.3亿元(此前预期为4.6/6.2/8亿元)，同比+14%/34%/30%，下调23-25年归母净利润预期至1.29/1.84/2.51亿元(此前预期为1.5/2.2/2.9亿元)，同比+17%/43%/36%，对应PE分别为33/23/17x，维持“增持”评级。风险提示：原材料价格大幅上涨、行业竞争加剧、消费复苏不及预期、客户集中度较高、新客户开拓不及预期。

固生堂(02273.HK)：2023半年报业绩预告点评：公司业绩增长势头强劲，内生外延稳步增长

事件：2023年8月3日，公司发布2023年上半年正面盈利预告，预期集团2023年H1净利润约9000-9500万元，同比增加约68%至77%；经调

整溢利净额同比增加约 55%-65%。公司疫后业绩恢复快，老店新店齐发力。2023 年 Q1 公司体现出较强的业绩韧性，恢复高增长，Q2 依然实现同比高增、环比增长。基于公司规模效应的提升，公司利润端增速快于收入端。以 2023 年 Q1 和 Q2 的恢复增长趋势来看，2023 年业绩有望实现高增长。新店拓展方面，2023 年上半年公司共新增 6 家新店，包括新进入城市武汉以及原有城市上海、佛山、苏州、无锡的同城加密。目前公司线下门店 56 家，覆盖 15 个城市，线上覆盖 340 个城市，服务网的拓宽为公司长期的增长奠定稳定基础。广深地区作为相对成熟地区，渗透率仍处于个位数水平，业务天花板高。股权激励落地，激发核心医生及员工的积极性。2023 年 7 月 18 日，公司发布三项股权激励计划公告。公司向管理层、专家授出购股权，共计占总股本的 1.36%。股权激励更加深度地绑定了专家及核心团队人员，有利于绑定和留住人才。此外，公司积极搭建医联体合作，医生可通过多点执业提升阳光化收入，公司对名医的吸引力有望进一步提升。盈利预测与投资评级：考虑到公司业绩增长势头强劲，我们将 2023-2025 年经调整归母净利润由 2.70/3.51/4.50 亿元上调到 2.81/3.80/4.96 亿元，对应当前市值的 PE 为 36/26/20X。维持“买入”评级。风险提示：核心医生人才流失的风险，并购整合风险，医保控费收紧风险等。

爱美客 (300896)：2023H1 业绩预告点评：业绩超预期，濡白天使保持快速放量

事件：2023 年 8 月 3 日，公司公告，预计 2023 年上半年公司实现归母净利润 9.35 - 9.95 亿元，同比增长 60%-70%；扣非归母净利润：9.08 - 9.68 亿元，同比增长 61%-71%。公司 2023Q1 季度归母净利润 4.14 亿元、同比增长 51.17%，扣非归母净利润 3.87 亿元、同比增长 45.78%；则预计 2023Q2 季度公司实现归母净利润 5.21-5.81 亿元，同比增长 68%-87%；扣非归母净利润 5.21-5.81 亿元，同比增长 71%-90%。我们此前预计公司上半年收入增速 55%-60%，业绩超出我们预期。盈利预测与投资评级：维持预计 2023-2025 年公司归母净利润为 19.67/28.05/39.44 亿元，对应当前市值的 PE 分别为 49/34/25 倍。维持“买入”评级。风险提示：新产品市场推广或不及预期；研发进展或不及预期；疫情反复加剧的风险。

爱旭股份 (600732)：2023 年中报业绩快报点评：电池盈利坚挺，ABC 即将放量

盈利预测与投资建议：基于公司 ABC 电池组件产能落地并推向市场，叠加大尺寸 PERC 电池盈利坚挺，我们维持盈利预测，我们维持 2023-2025 年归母净利润 30/44/60 亿元，同增 30%/44%/37%，维持“买入”评级。风险提示：竞争加剧，政策不及预期等。

亿纬锂能 (300014)：2023Q2 业绩预告点评：Q2 电池盈利略有下降，2H 旺季出货量预期高增

盈利预测与投资评级：考虑到竞争加剧，我们下修 23-25 年归母净利润为 52.9/74.7/105.6 亿元（原预测 63.5/90.7/141.5 亿元），同增 51%/41%/41%，对应 23/16/11xPE，考虑到下半年出货改善明显，我们给予 23 年 35x，目标价 90.6 元，维持“买入”评级。风险提示：电动车销量不及预期、原材料价格波动、竞争加剧超预期。

百济神州-U (688235)：2023 年中报点评：产品收入继续维持高增速，核心产品海内外放量超预期

公司 2023 年上半年，公司产品收入达 9.64 亿美元（同比+70%），泽布替

尼全球销售额 5.19 亿美元 (同比+123%),其中美国销售达 3.62 亿美元 (同比+132%),欧洲等其他地区销售额 0.61 亿美金 (同比+818%),替雷利珠中国销售额达 2.644 亿美金 (同比+37%)。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。

宏观策略

宏观点评 20230801：地产放松“鸣哨”，哪些城市可能“领跑”？

房地产新一轮放松已是“箭在弦上”，不过政策以怎样的形式落地仍有悬念。通过观察政治局定调后各部委及地方响应中的表述，我们认为本轮地产放松主要聚焦三个方向：①降低首房利率；②存量房贷下调；③“认房又认贷”解绑；那么在政策出台以“因城施策”为主的背景下，哪些城市的地产调控空间更大？本轮地产放松的可能走向：7月14日央行发布会表态“地产过热阶段出台政策有调控空间”结合7月27日住建部的响应、8月1日央行再提“调整存量房贷”，勾勒出本轮调控重点：降首套利率、减存量利率、与松绑二套房认定；而月底的国常会再提“不同需求、不同城市”也基本坐实政策主要集中在地方层面出台。降低首套房贷利率，哪些城市或率先行动？我们认为各地主要根据央行首套房贷利率动态调整机制来决定下调房贷利率的必要性，二线城市中的沈阳、贵阳、福州及厦门，一线城市中的广州、深圳在6月房价均明显回落。（城市能级根据国家统计局70大中城市名单分类，下同）另外，房价持续疲软指向需求转弱，或使财政依赖土地出让及地产交易程度更高的城市政策调控压力加大。以此为线索，我们认为二线城市中的贵阳、厦门，一线城市中的广州在下半年进一步下调首套房贷利率的可能性较大。存量按揭利率下调，哪些城市最易松动？存量房贷降息自二季度初的“提前还贷潮”时已有预期，8月1日召开的央行下半年工作会议中进一步明确了“指导商业银行调整存量个人住房贷款利率”，我们认为各银行即将根据不同城市情况着手存量房贷降息。如何确定“存量”的时间区间？2018-2021年房贷的利率与新增规模维持高位，而2020年3月开始央行降存量贷款利率定价转为浮动，则将2018-2019年房贷利率作为“存量利率”更加合适。考虑到存量房贷降息的下限最多是最新的首套房贷利率，由此我们判断2018-2019年与目前房贷利率加点的“势能差”越大，存量房贷下调的压力越大。二线城市存量与新发房贷加点利差普遍较高，其中南宁、武汉、郑州逼近160bp，这些城市近期的存量房贷调整动态值得关注。“认房又认贷”解绑，哪些城市还有空间？作为最具代表性的“地产过热阶段出台”的限购措施，“认房又认贷”已在多地地产下行时期放松或取消，而目前15个仍继续施行该政策的城市（11个二线、4个一线）优化空间较大，我们认为其中除一线城市核心地带以外的地区均有限购解绑可能，以释放刚需与改善型需求，其中二线城市中的西安、南宁、厦门，一线城市中的广州、深圳受二套房认定放松带来的利率与首付比例下降受益最大。风险提示：政策定力十足，地产政策出台不及预期。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。政策及数据统计不完全。

（证券分析师：陶川 证券分析师：邵翔）

固收金工

固收点评 20230804：科顺转债：防水行业头部企业

事件 科顺转债（123216.SZ）于2023年8月4日开始网上申购：总发行规模为21.98亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于安徽滁州防水材料扩产项目、福建三明防水材料扩产项目、重庆长寿防水材料扩产项目、智能化升级改造项目与补充流动资金。当前债底估值

为 95.74 元，YTM 为 3.15%。科顺转债存续期为 6 年，联合资信评估股份有限公司资信评级为 AA/AA，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%、1.80%、2.00%，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 3.92%（2023-08-01）计算，纯债价值为 95.74 元，纯债对应的 YTM 为 3.15%，债底保护较好。当前转换平价为 99.51 元，平价溢价率为 0.49%。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 10 日至 2029 年 08 月 03 日。初始转股价 10.26 元/股，正股科顺股份 8 月 1 日的收盘价为 10.21 元，对应的转换平价为 99.51 元，平价溢价率为 0.49%。转债条款中规中矩，总股本稀释率为 15.40%。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 10.26 元计算，转债发行 21.98 亿元对总股本稀释率为 15.40%，对流通盘的稀释率为 19.22%，对股本有一定的摊薄压力。观点 我们预计科顺转债上市首日价格在 118.73~132.22 元之间，我们预计中签率为 0.0075%。综合可比标的以及实证结果，考虑到科顺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 26% 左右，对应的上市价格在 118.73~132.22 元之间。我们预计网上中签率为 0.0075%，建议积极申购。科顺防水科技股份有限公司是一家集建筑防水材料研发、制造、销售、技术服务和防水工程施工于一体的国家级高新技术企业。产品涵盖防水卷材、防水涂料、刚性防水材料、止水堵漏材料、干粉砂浆、防排水板等六大类 100 多个品种，是产品最齐全的防水企业之一，可以为客户提供“一站式”建筑防水解决方案。2018-2022 年公司营收整体呈上升趋势，复合增速为 25.41%。2022 年，公司实现营业收入 76.61 亿元，同比减少 1.42%，主要系受房地产行业调控影响，公司对部分风险地产客户控制发货导致。与此同时，近年来公司归母净利润波动较大，呈现先升后降的趋势，2018-2022 年复合增速为 -0.97%。2022 年公司实现归母净利润 1.78 亿元，同比减少 73.51%。公司的主要营收构成变动较小，核心产品及业务为防水卷材、防水涂料和工程施工，其他主营产品包括减隔震类产品等。自 2018 至 2022 年，核心产品及业务占营业收入的比重维持在 95% 以上。2022 年，公司新增减隔震类产品并且占营收 3.41% 系将丰泽股份纳入合并报表范围。公司销售净利率和毛利率波动较大，销售费用率 2020 年大幅下降后保持稳定，财务费用率和管理费用率保持稳定。2018-2022 年，公司销售净利率分别为 5.98%、7.81%、14.27%、8.66% 和 2.32%，销售毛利率分别为 31.40%、33.53%、36.94%、28.51% 和 21.21%。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

环保行业点评报告：新疆发布碳达峰实施方案，向双碳目标进一步迈进

投资要点 重点推荐：蓝天燃气，新奥股份，洪城环境，景津装备，美埃科技，盛剑环境，仕净科技，高能环境，龙净环保，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，天壕能源，英科再生，九丰能源，宇通重工。建议关注：重庆水务，兴蓉环境，鹏鹞环保，三峰环境，再升科技，卓越新能。

国家发展改革委发布 2023 年度碳达峰碳中和课题委托研究征集公告，聚焦七大方向。7 月 27 日，国家发展改革委发布了 2023 年度碳达峰碳中和课题委托研究征集公告，申报截止时间为 2023 年 8 月 11 日。研究题目及要点：1) 落实“双碳”目标任务中锻造新的产业竞争优势路径研究，2) 碳预算管理制度研究，3) 绿色低碳先进技术分类识别及支持政策研究，4) 产品能耗标准与碳排放标准协同模式研究，5) 重点产品碳足迹管理体系研究，6) 工业生产过程碳排放统计核算制度研究，7) 碳减排市场化机制研究。2023 年“无废城市”建设工作推进会在杭州召开，加快推动城市绿色低碳转型、实现高质量发展。会议强调 1) 提高政治站位，加快构建党委领导、政府主导、企业主体、社会组织和公众共同参与的工作格局。2) 坚持问题导向，聚焦解决难点堵点痛点问题，扎实推动各领域重点任务取得实效。3) 发挥有效市场和有为政府作用，拓宽投融资渠道，加快工程项目落地。4) 加大宣传教育力度，营造浓厚“无废”文化氛围。环保 3.0 时代！模式改善+优质技术，助力国家高质量发展。行业经历粗放 1.0 时代（资金+政策驱动）、2.0 时代（杠杆驱动），进入高质量发展 3.0 时代（真实现金流+优质技术驱动），估值体系重塑！1、优质资产价值重估：环保需求刚性稳定。进入运营期后资产负债表优化，现金流改善+定价&支付模式理顺。a、水：自由现金流改善提分红，价格改革 c 端付费接轨海外成熟市场估值存翻倍空间。【洪城环境】稳健增长，承诺 2021-2023 年分红率 50%+，股息率 ttm 5.3%，2023 年 PE 9X（估值日 2023/7/28）。b、天然气：气量回暖，顺价机制理顺，估值底部反弹。【蓝天燃气】省输盈利稳定；2022 年分红超 80%，股息率 ttm 7.1%（估值日 2023/7/28），2022 年加权 ROE 18%。【新奥股份】龙头城燃，2023 年 PE 9X（估值日 2023/7/28），拥有低价海气长协。2、高质量发展中的环保独角兽：各产业高质量发展，配套环保需求进阶，产品壁垒铸就龙头地位和持续增长！a、压滤机：【景津装备】沙漠之花。显著护城河压滤机龙头。设备一体化+出海贡献新增长，2023 年 PE 17X，PEG 0.6（估值日 2023/7/28），2022 年加权 ROE 23%，现金流优。b、半导体治理：刚需高壁垒，国产化率提升+突破高端制程。【美埃科技】洁净室过滤器，高端制程突破+耗材占比提升。【盛剑环境】废气在线处理，2021 年国产化率 10%+。3、双碳加速推进：CCER 重启在即，新政强化供给约束，长期碳市场向非电扩容。【仕净科技】最经济的水泥碳减排；【高能环境】再生资源；【龙净环保】紫金绿电+储能；【瑞晨环保】节能设备。最新研究：蓝天燃气深度：河南“管道+城燃”龙头，高分红具安全边际。龙净环保深度：矿山绿电、全产业链储能，紫金优势凸显。全国生态环境保护大会召开，延续污染防治生态保护要求，新增强化双碳部署。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 证券分析师：陈孜文）

推荐个股及其他点评

科拓生物 (300858)：2023 年半年度业绩点评：复配业务边际改善，益生菌业务低于预期

投资要点 公司发布 2023 年半年报：23H1 公司实现营业总收入 1.40 亿元，同比-10.8%；实现归母净利润 0.40 亿元，同比-10%；实现扣非归母净利润 0.32 亿元，同比-12.5%。23Q2 公司实现营业总收入 0.68 亿元，同比-4.2%；实现归母净利润 0.20 亿元，同比-5.1%；实现扣非归母净利润 0.14 亿元，同比-16%。业绩低于预期。下游需求回暖，

复配业务边际改善：23H1 公司复配食品添加剂实现收入 0.42 亿元，同比下滑 48%，我们认为 23H1 复配业务收入下滑较多主因下游常温酸需求疲软+复配原材料涨价后下游客户需求进一步萎缩。渠道调研反馈，23Q2 下游常温酸需求较 23Q1 有所回暖，我们预计 23Q2 公司复配业务收入同比降幅较 23Q1 收窄。 益生菌业务 23Q2 环比减速，低于预期：23H1 公司食用益生菌业务收入 0.86 亿元，同比+61%，占收入比重达到 62%，占比超过复配添加剂，成为公司收入占比最大、盈利能力最强、市场竞争优势最明显的业务板块。我们预计 23Q2 公司食用益生菌收入同比持续高增，但或受下游需求环比减弱影响，23Q2 食用益生菌业务收入环比下滑，低于预期。 产品结构升级，公司盈利能力提升：23H1 公司实现毛利率 51.9%，同比+1.1pct，其中复配/食用益生菌业务毛利率分别为 31%/65%，同比-14.4/+0.7pct。我们认为 23H1 公司复配业务毛利率同比下降较多主因复配原材料价格上涨叠加下游客户压价，23H1 公司复配业务吨价和吨成本分别同比-12%/+11%。公司益生菌业务技术壁垒较高，议价能力较强，毛利率稳定高位，收入占比提升推动公司毛利率改善。23H1 公司销售/管理/研发/财务费用率分别同比+3.9/+0.3/+3.8/-6.7pct，销售费用率同比提升较多主因 23H1 公司加大了广宣力度。产品结构升级叠加费用优化，23H1 公司归母净利率 28.82%，同比+0.25pct。 盈利预测与投资评级：考虑到公司 23Q2 食用益生菌业务增长低于预期，下调公司 23-25 年收入预期至 4.2/5.6/7.3 亿元（此前预期为 4.6/6.2/8 亿元），同比+14%/34%/30%，下调 23-25 年归母净利润预期至 1.29/1.84/2.51 亿元（此前预期为 1.5/2.2/2.9 亿元），同比+17%/43%/36%，对应 PE 分别为 35/25/18x，维持“增持”评级。 风险提示：原材料价格大幅上涨、行业竞争加剧、消费复苏不及预期、客户集中度较高、新客户开拓不及预期

（证券分析师：汤军 证券分析师：王颖洁 证券分析师：李昱哲）

固生堂 (02273.HK)：2023 半年报业绩预告点评：公司业绩增长势头强劲，内生外延稳步增长

投资要点 事件：2023 年 8 月 3 日，公司发布 2023 年上半年正面盈利预告，预期集团 2023 年 H1 净利润约 9000-9500 万元，同比增加约 68%至 77%；经调整溢利净额同比增加约 55%-65%。 公司疫后业绩恢复快，老店新店齐发力。2023 年 Q1 公司体现出较强的业绩韧性，恢复高增长，Q2 依然实现同比高增、环比增长。基于公司规模效应的提升，公司利润端增速快于收入端。以 2023 年 Q1 和 Q2 的恢复增长趋势来看，2023 年业绩有望实现高增长。新店拓展方面，2023 年上半年公司共新增 6 家新店，包括新进入城市武汉以及原有城市上海、佛山、苏州、无锡的同城加密。目前公司线下门店 56 家，覆盖 15 个城市，线上覆盖 340 个城市，服务网的拓宽为公司长期的增长奠定稳定基础。广深地区作为相对成熟地区，渗透率仍处于个位数水平，业务天花板高。 股权激励落地，激发核心医生及员工的积极性。2023 年 7 月 18 日，公司发布三项股权激励计划公告。公司向管理层、专家授出购股权，共计占总股本的 1.36%。股权激励更加深度地绑定了专家及核心团队人员，有利于绑定和留住人才。此外，公司积极搭建医联体合作，医生可通过多点执业提升阳光化收入，公司对名医的吸引力有望进一步提升。 盈利预测与投资评级：考虑到公司业绩增长势头强劲，我们将 2023-2025 年经调整归母净利润由 2.70/3.51/4.50 亿元上调到 2.81/3.80/4.96 亿元，对应当前市值的 PE 为 36/26/20X。维持“买入”评级。 风险提示：核心医生人才流失的风险，并购整合风险，

医保控费收紧风险等。

(证券分析师：朱国广 证券分析师：冉胜男)

爱美客(300896)：2023H1业绩预告点评：业绩超预期，濡白天使保持快速放量

投资要点 事件：2023年8月3日，公司公告，预计2023年上半年公司实现归母净利润9.35-9.95亿元，同比增长60%-70%；扣非归母净利润：9.08-9.68亿元，同比增长61%-71%。公司2023Q1季度归母净利润4.14亿元、同比增长51.17%，扣非归母净利润3.87亿元、同比增长45.78%；则预计2023Q2季度公司实现归母净利润5.21-5.81亿元，同比增长68%-87%；扣非归母净利润5.21-5.81亿元，同比增长71%-90%。我们此前预计公司上半年收入增速55%-60%，业绩超出我们预期。二季度嗨体实现加速增长，濡白天使保持快速放量。2023年上半年，公司利润端实现高增长，考虑公司股权激励费用等影响，我们根据公司业绩公告预估公司2023H1收入端有望实现60%-65%同比增长。拆分产品来看，我们预计2023H1嗨体系列产品有望实现超30%同比增长，相比于Q1季度显著加速。濡白天使仍在快速放量增长期，我们预计2023H1濡白天使预计同比增长250-300%增长，二季度实现环比继续增长、同比高速增长。公司业绩呈现疫后快速复苏增长趋势，高端产品濡白天使尤其保持快速放量节奏。如生天使7月新品发布上市，为2024年业绩加速，有望贡献未来业绩新增长点。公司于2023年7月27日进行“如生天使”新品发布，如生天使：1) 成分为左旋乳酸-乙二醇共聚物微球(18%)、交联透明质酸钠(81.7%)、盐酸利多卡因(0.3%)；2) 定位于浅层注射，在抗衰基础上实现轮廓提升和紧致，兼具填充与童颜再生效果；3) 在浅层注射上与濡白天使形成区隔与互补，能与濡白天使联合使用达到更高的求美者满意度；4) 基于濡白天使的市场认知度和医生口碑客户基础，有望实现快速放量增长。我们认为如生天使产品上市后将有望为公司2024年及以后的业绩贡献新的增长点。盈利预测与投资评级：维持预计2023-2025年公司归母净利润为19.67/28.05/39.44亿元，对应当前市值的PE分别为49/34/25倍。维持“买入”评级。风险提示：新产品市场推广或不及预期；研发进展或不及预期；疫情反复加剧的风险。

(证券分析师：朱国广 证券分析师：吴劲草)

证券分析师：汤军 证券分析师：冉胜男 证券分析师：张家璇)

爱旭股份(600732)：2023年中报业绩快报点评：电池盈利坚挺，ABC即将放量

投资要点 事件：公司发布2023年中报业绩快报，2023H1实现归属于母公司净利润13.1亿元，同增120%，实现扣除非经常性损益后净利润12.7亿元，同增129%。2023Q2实现归属于母公司净利润6.1亿元，同增65%，环减13%，扣除非经常性损益后净利润6.1亿元，同增65%，环减7%，业绩偏预告下限，符合预期。2023Q2电池盈利坚挺，2023Q3起ABC逐步放量。2023H1公司电池组件销量18-19GW；2023Q2销量约9.5-10GW，维持满产满销，同环增约13%/8%；我们预计2023Q2公司单瓦毛利持平，我们测算单瓦净利约6分，环比略降，主要受：1) 2023Q2产业价格下行计提存货减值损失；2) ABC出货仍少但前期费用计入较大。我们预计2023Q3PERC电池维持满产满销，我们测算目前电池环节盈利达1毛+/w，我们预计公司全年出货约35-38GW，2023H2硅料价格跌至底部区间，组件需求逐季提升，电池盈利有望保持坚挺。ABC产能逐步扩张，效率领先享高端溢价。公司珠海已满产6.5GWABC电池，我们预计新增3.5GW电池8月投产，2023Q3末10GW电池组件均可满产，我们预计义乌15GW电池

+组件年底投产。公司 ABC 已逐步放量，我们预计 2023 年 ABC 出货 3-4GW。24 年新增 1-2 个基地，产能有望扩至 40-50GW，出货将达 20-30GW。ABC 电池/组件目前平均量产效率 26.5%/23.7%，公司预计 ABC 电池效率年底可达 27%；M10-72/54 版型组件功率最高达 620W/465W，功率优势明显、定位溢价 15%~30%，公司预计定位地面的组件双面率可达 60%；公司 ABC 电池高效率叠加无银技术降本，公司预计 2024 年中成本有望持平 TOPCon，后续成本有望持平 PERC，进一步贡献业绩增量！ 盈利预测与投资建议：基于公司 ABC 电池组件产能落地并推向市场，叠加大尺寸 PERC 电池盈利坚挺，我们维持盈利预测，我们维持 2023-2025 年归母净利润 30/44/60 亿元，同增 30%/44%/37%，维持“买入”评级。 风险提示：竞争加剧，政策不及预期等。

(证券分析师：曾朵红 证券分析师：陈瑶)

亿纬锂能 (300014): 2023Q2 业绩预告点评: Q2 电池盈利略有下降, 2H 旺季出货量预期高增

投资要点 事件:公司发布 23 年 H1 业绩预告,实现归母净利 20.4~22.4 亿元,同增 50~65%,扣非归母 11.9~13.1 亿元,同增 0~10%,Q2 实现归母净利 9.0~11.0 亿元,同增 7~31%,环降 21~4%,中值 10.0 亿元,同环比+19%/-12%,扣非净利 5.8~7.0 亿元,同降 24~8%,环比-6~+14%,中值 6.4 亿元,同环比-16%/+4%,业绩略低于预期。 Q2 出货预计环增 30%,2H 出货亮眼,全年维持翻番增长预期。出货端,我们预计动力储能电池 Q1 出货 9-10gwh,Q2 出货 12-13gwh,环增 30%,同比翻番,其中储能出货近 7gwh。公司 7-8 月排产大幅提升,Q3 我们预计出货 20gwh,环增 50-60%,我们预计全年动储收入 500 亿元,对应出货 65-70GWh,同比翻番以上,其中储能 35-40gwh,同增 200%+,占比提升至 60%左右。 Q2 电池盈利略有下降、下半年盈利水平预计稳中回升。盈利端,Q2 公司对国内车企价格有所让利,在碳酸锂价格波动的情况下,盈利有所影响;但储能方面,公司规模大、且客户结构优,整体盈利较稳定。我们预计公司 Q2 电池单 wh 利润约 0.03 元/wh,环比微降。下半年公司出货量环比大幅提升,且碳酸锂波动影响减弱,预计盈利水平稳中略有回升,全年单 wh 利润预期 0.03 元/wh,合计贡献 20 亿元左右利润。 Q2 消费电子环比持平、碳酸锂价格影响投资收益。我们预计消费电子 Q2 收入及利润环比持平微增,合计贡献 2-3 亿元利润,思摩尔预计贡献投资收益近 1 亿元,环比持平。Q2 碳酸锂价格波动,预计锂盐加工、与德方合资的铁锂正极等对投资收益均有影响,我们预计产业链投资收益预期环比下降 50%,贡献 0.5-1 亿元。 盈利预测与投资建议:考虑到竞争加剧,我们下修 23-25 年归母净利润为 52.9/74.7/105.6 亿元(原预测 63.5/90.7/141.5 亿元),同增 51%/41%/41%,对应 23/16/11xPE,考虑到下半年出货改善明显,我们给予 23 年 35x,目标价 90.6 元,维持“买入”评级。 风险提示:电动车销量不及预期、原材料价格波动、竞争加剧超预期。

(证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕

证券分析师：岳斯瑶)

百济神州-U (688235): 2023 年中报点评: 产品收入继续维持高增速, 核心产品海内外放量超预期

投资要点 事件:2023 年上半年,公司产品收入达到 9.64 亿美元(同比+70%),泽布替尼全球销售额 5.19 亿美元(同比+123%),其中美国销售达 3.62 亿美元(同比+132%),欧洲等其他地区销售额 0.61 亿美金(同比+818%),替雷利珠中国销售额达 2.644 亿美金(同比+37%)。

公司 2023 年 Q2 取得了强劲的业绩，产品总收入达 5.54 亿美元（同比+82%），泽布替尼全球销售额达 3.08 亿美元（同比+139%，环比+46%），其中美国销售达 2.235 亿美元（同比+152.9%，环比+61%），主要得益于泽布替尼在 CLL/SLL 适应症的放量；替雷利珠在中国的销售额为 1.495 亿美元（同比+42.5%，环比+30%），主要得益于替雷利珠领先的市场份额及市场渗透率的持续提升。百济上半年净亏损 7.295 亿美元，2022 年同期为 10.057 亿美元，亏损连续两个季度同比收窄，产品收入增长超过了经营费用增长，看到盈利信号。目前现金、现金等价物为 35 亿美金，可支撑公司较长时间研发。泽布替尼放量仍保持高速增长，市场范围持续扩大：泽布替尼全球多中心头对头打败伊布替尼，2023H1 已获批跻身 CLL/SLL 一线用药，成为 CSCO/NCCN 指南的双优推荐，CLL/SLL 适应症将为百济 BTK 的海外销售带来持续高速的增长。当前泽布替尼已在美国、中国、欧盟、英国等超过 65 个国家及市场获批，百济的全球开布局况亮眼，泽布替尼成为百济第一个超级重磅炸弹产品。替雷利珠单抗适应症快速拓展，渗透率持续扩大，即将于海外市场获批：替雷利珠单抗目前已获批 11 项适应症，数量成为国内第一，五大一线获批，其中医保纳入 9 项适应症，为国内首位。国内 1L HCC 的 sBLA 正积极沟通，预计将提交 1L SCLC NDA；美国 2L ESCC 的 FDA 查厂已经结束，正在积极推进上市进程，2L ESCC 已获得 EMA CHMP 的积极意见，替雷利珠有望实现欧美上市。替雷利珠单抗国内市场份额有望持续保持领先，伴随美国等全球市场的持续打开，替雷利珠单抗的未来销售收入将保持高增速，天花板将进一步拉高。创新研发管线积极推进：BCL-2 抑制剂 BGB-11417、BTK CDAC BGB-16673 有望与泽布替尼协同夯实血液瘤地位，扩大市场份额；TIGIT、OX40、TIM3、HPK1 等联用替雷利珠单抗，打造多机制联合 IO 网络，继续扩大实体瘤覆盖面和渗透率。百济引进多款创新 ADC 产品，多款双抗产品也在推进中，为百济带来更大的成长空间。盈利预测与投资评级：考虑到核心产品销售额高速增长，我们将公司 2023 至 2025 年营业收入由 139.98、203.02、280.02 亿元上调至 162.62、243.94、317.12 亿元。公司催化剂不断兑现，海外市场进一步打开，成长确定性较高，当前市值有较大增长空间，维持“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）

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>