

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2023-08-18

宏观策略

2023年08月18日

宏观点评 20230815: 降息的宏观“剧本”

最近经济和市场的节奏变化有点快,原本以为拿的是“地产放开,经济市场逆袭”的“剧本”,结果似乎又变成“保汇率还是保房价”的“套路”。毫无疑问,今天上午央行的超预期降息(下调7天逆回购利率以及1年期MLF利率)已经预示了7月经济数据的表现并不理想,但也凸显了政策层对于稳地产、稳经济的决心:尽管“经济恢复是一个波浪式发展、曲折式前进的过程”,但是必要的呵护仍是需要的。一些重要的政策转向往往需要时间,8月的降息是重要的信号,这意味着后续包括一线城市地产明显松绑等一系列政策将会加速出台,我们预计最早8月中下旬就能陆续看到。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。

晨会编辑 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

固收金工

固收深度报告 20230817: 城投挖之掘金江苏系列(七): 走进如皋存续AAA级城投债发行主体

投资建议:针对如皋市存续AAA级城投债的发债主体进行深入分析,并结合该市全部城投平台的机构持仓情况排序结果来看,重点推荐投资者对如皋市经济贸易开发有限公司(如皋经开)予以关注。风险提示:城投政策超预期收紧;数据统计偏差;信用风险发酵超预期。

行业

光伏设备行业点评报告: 太阳井与客户签署GW级异质结铜电镀技术框架合作协议, 电镀铜产业化持续加速

投资建议:图形化环节关注迈为股份、芯碁微装、苏大维格,金属化环节关注迈为股份(启威星)、罗博特科、东威科技。风险提示:研发进展不及预期,下游扩产不及预期。

双碳环保日报: 我国首次发布《中国生态保护红线蓝皮书》

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。

推荐个股及其他点评

福耀玻璃(600660): 2023年中报点评: Q2营收再创新高,业绩超预期
考虑Q2汇兑收益以及毛利率靓丽表现,我们上调公司2023~2025年归母净利润预期,由50.12/59.71/71.36亿元上调为58.10/61.11/72.84亿元,对应EPS分别为2.23/2.34/2.79元,对应PE为17/16/13倍,维持福耀玻

璃“买入”评级。

拓邦股份 (002139): 2023 年中报业绩点评: 业绩逐季改善, 降本增效毛利率稳步提升

业绩逐季改善, 毛利率稳步提升: 23H1 公司实现营收 42.6 亿元, yoy+0.7%, 归母净利润 2.6 亿元, yoy+4.6%, 扣非归母净利润 2.5 亿元, yoy+24.1%, Q2 单季实现营收 22.6 亿元, 环比增长 13.3%, 扣非归母净利润 1.6 亿元, 环比增长 78.3%, 二季度收入、净利润环比一季度明显改善: 1) 工具板块作为公司的基础业务板块, 实现销售收入 16.2 亿元, 同比增长 0.8%; 2) 家电业务销售收入 15 亿元, 同比略降 1%, 主要为公司在原有分散品类的基础上, 转向优势品类聚焦; 3) 新能源板块实现销售收入 9.1 亿元, 同比增长 6.6%, 高于公司整体收入增速; 4) 工业控制板块销售收入 1.4 亿元, 同比增长 1%; 5) 智能解决方案实现销售收入 0.7 亿元, 同比下降 11.1%。公司 23H1 毛利率为 21.6%, yoy+2.5pct。持续加大研发投入, 拓展国际化布局: 费用端 23H1 公司销售/管理/研发费用率分别为 3.4%/4.7%/7.5%, 同比分别上升 0.4/0.9/0.7 pct, 累计总费用率为 14.4%, 同比增加 2.4pct。公司加大国际化投入, 通过多区域化布局和海外办事处与客户亲密合作, 构建了伙伴式客户服务能力, 实现了高品质、差异化的定制解决方案, 提升全球交付能力。公司持续加大对新业务、新市场的投入, 投入多项战略重点项目研发, 如变频控制系统、储能逆变器、充电桩、工商业储能 BMS 等, 以提供更具成本优势和有竞争力的产品, 实现全球范围内的业务拓展。新能源业务持续放量增长, 空心杯电机产品布局迎来机遇: 随着户储、便携式储能、绿色出行需求高增, 新能源业务应用场景不断拓展, 公司面向中小储能及新能源车辆两大应用领域, 加快产能投入, 细分化产能布局。同时, 电机作为“四电一网”技术布局中的重要组成部分, 在机器人浪潮下迎来机遇。公司的空心杯电机率先应用于医疗健康并得到市场认可, 同时不断拓展智能跟随、智能家居、智能制造、工业机器人等领域。如今, 该业务已发展成为国内第一梯队。随着未来人形机器人的商业化落地以及量产, 空心杯电机需求有望显著提升。盈利预测与投资评级: 由于上半年下游需求复苏不及预期, 我们下调盈利预测, 预测 23-25 年归母净利润为 6.6/9/11.9 亿元 (前值为 8.6/11.9/15.4 亿元), 当前市值对应 PE 分别为 21/16/12 倍, 维持“买入”
耐世特 (01316.HK): 2023 半年报点评: 业绩同比实现扭亏, 线控转向商业化加速!

盈利预测与投资评级: 基于 23H1 汇兑损益, 公司业绩短期承压, 考虑到公司在手订单增长, 新项目落地顺利, 我们上调公司 2023-2025 年营收预测为 43.88/48.92/54.68 亿美元 (原 41.53/45.97/50.36 亿美元), 同比分别 +14%/+11%/+12%; 下调 2023 年归母净利润预测为 0.92 亿美元 (原 1.07 亿美元), 上调 2024-2025 年归母净利润预测为 1.38/1.82 亿美元 (原 1.27/1.60 亿美元), 同比分别 +58%/+50%/+32%, 对应 PE 分别为 18/12/9 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 乘用车行业需求复苏低于预期, 汽车智能化进程不及预期, 美国汽车工人联合会 (UAW) 罢工影响加剧。

361 度 (01361.HK): 23H1 业绩点评: 产品及渠道结构优化, 童装及电商增长靓丽

盈利预测与投资评级: 公司为国内领先运动服品牌, 主要定位三线城市及以下市场, 过去三年在疫情环境下注重降本增效提质量, 各季度流水保持正增长。公司高度重视产品竞争力, 未来将不断开发符合市场需求的产

品、力争打造爆款。23H1 在消费弱复苏环境下实现收入较快增长、领先同行，同时受益于产品和渠道结构优化、费用率改善，净利表现好于收入端。7 月至今成人装流水保持双位数同比增长。9 月杭州亚运会开幕，公司已连续四届成为亚运会官方合作伙伴，下半年亚运会相关营销活动有望对销售形成有效拉动。公司维持 23 年收入同比增长目标 15%-20% 不变，我们将 23-25 年归母净利润预测从 9.14/10.80/12.62 亿元上调至 9.21/11.22/13.47 亿元，对应 PE9/8/6X，估值较低，维持“买入”评级。风险提示：消费复苏疲软，库存风险，营销效果不及预期，产品力不足等风险。

德赛西威 (002920): 2023 年半年度业绩点评: 订单储备快速提升, 国际化进程加速!

基于 23H1 汇兑损益, 公司业绩短期承压, 但公司在手订单、在研项目持续增长, 海外战略顺利推进, 我们下调公司 2023 年营收为 192.59 亿元 (原 194.56 亿元), 上调 2024-2025 年营收预测为 246.30/313.32 亿元 (原 238.40/294.14 亿元), 同比分别+29%/+28%/+27%; 下调 2023 年归母净利润预测为 14.48 亿元 (原 15.07 亿元), 上调 2024-2025 年归母净利润预测为 22.91/30.80 亿元 (原 20.04/24.26 亿元), 同比分别+22%/+58%/+34%, 对应 PE 分别为 57/36/27 倍。鉴于后续新项目逐步落地, 公司经营业绩持续向好, 我们维持“买入”评级。

奥特维 (688516): 拟现金 2.7 亿元收购普乐新能源, 完善光伏电池片设备产业链布局

盈利预测与投资评级: 随着组件设备持续景气+新领域拓展顺利, 我们维持公司 2023-2025 年归母净利润 11.3/15.8/21.6 亿元, 对应 PE 为 22/16/12 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。

361 度 (01361.HK): 23H1 业绩点评: 产品及渠道结构优化, 童装和电商增长靓丽

盈利预测与投资评级: 公司为国内领先运动服品牌, 主要定位三线城市及以下市场, 过去三年在疫情环境下注重降本增效提质量, 各季度流水保持正增长。公司高度重视产品竞争力, 未来将不断开发符合市场需求的产品、力争打造爆款。23H1 在消费弱复苏环境下实现收入较快增长、领先同行, 同时受益于产品和渠道结构优化、费用率改善, 净利表现好于收入端。7 月至今成人装流水保持双位数同比增长。9 月杭州亚运会开幕, 公司已连续四届成为亚运会官方合作伙伴, 下半年亚运会相关营销活动有望对销售形成有效拉动。公司维持 23 年收入同比增长目标 15%-20% 不变, 我们维持 23-25 年归母净利润 9.14/10.80/12.62 亿元的预测, 对应 PE10/8/7X, 估值较低, 维持“买入”评级。风险提示: 国内消费复苏不及预期, 终端库存风险, 营销效果不及预期, 产品力不足风险。

香港交易所 (00388.HK): 2023 年中报点评: 投资收益支撑业绩, 双柜台模式行稳致远

盈利预测与投资评级: 港交所基于“稀缺赛道+轻资产”的运营模式, 业绩韧性逐步凸显。我们调整 2023-2025 年股东应占溢利预测至 123.15/134.03/146.11 亿港元 (前值分别为 123.30/135.73/147.74 亿港元), 对应增速分别为 22.23%/8.83%/9.02%, 对应 2023-2025 年 EPS 分别为 9.72/10.57/11.53 港元, 当前市值对应 2023-2025 年 PE 估值分别为 30.84x/28.33x/25.99x。公司中长期成长空间可观, 维持“买入”评级。风

风险提示: 1) 港股市场交投活跃度大幅下滑; 2) 双柜台模式长期运行效果不及预期。

锦泓集团 (603518): 2023 年中报点评: 收入增速提升叠加费用控制优秀, 盈利大幅改善

盈利预测与投资评级: 公司主营中高档品牌服饰, TW 品牌自 17 年收购以来品牌运营梳理见效、在抖音等渠道建立显著优势, 并开始拓展下沉市场、提升市场份额。23 年以来受益疫情放开, 1-4 月流水增速逐月提升, 虽 5-7 月同比增速有所波动但相较 21 年同期复苏力度并未减弱。下半年看 Q3 受基数走高影响、流水恢复预计有所放缓, 但 Q4 又将呈现较强的修复弹性。由于公司直营占比较高, 我们预计收入表现与终端流水较为相近, 同时财务结构不断优化、经营杠杆下利润端增速有望超越收入、释放较大利润弹性。考虑到公司终端流水复苏确定性较强、费用持续优化, 我们将 23-25 年归母净利润预测 2.6/3.1/3.6 亿元提升至 2.8/3.4/4.5 亿元、对应 PE 为 12/10/7X, 维持“买入”评级。

图南股份 (300855): 2023 年中报点评: 归母净利润同比增长 52.40%, 两大产品营收增长

盈利预测与投资评级: 基于公司高温合金领域的领先地位, 我们维持先前对公司的预测, 预计 2023-2025 年归母净利润分别为 3.50/4.70/6.23 亿元; 对应 PE 分别为 37/28/21 倍, 维持“买入”评级。

宏观策略

宏观点评 20230815: 降息的宏观“剧本”

最近经济和市场的节奏变化有点快，原本以为拿的是“地产放开，经济市场逆袭”的“剧本”，结果似乎又变成“保汇率还是保房价”的“套路”。毫无疑问，今天上午央行的超预期降息（下调7天逆回购利率以及1年期MLF利率，下同）已经预示了7月经济数据的表现并不理想，但也凸显了政策层对于稳地产、稳经济的决心：尽管“经济恢复是一个波浪式发展、曲折式前进的过程”，但是必要的呵护仍是需要的。一些重要的政策转向往往需要时间，8月的降息是重要的信号，这意味着后续包括一线城市地产明显松绑等一系列政策将会加速出台，我们预计最早8月中下旬就能陆续看到。而从历史上看，在“以我为主”的货币政策框架内，保汇率往往还是会让步于稳地产和稳房价，这次的选择并不意外，因为在现阶段最终只有稳地产才能稳汇率。

工业生产：天气的扰动？7月工业增加值同比增长3.7%，环比仅增长0.01%，创下有数据以来（即2011年以来）7月最低环比增速。除了内需不足这一核心基本面外，我们可能更倾向认为7月工业生产的季节性反弹受到高温等异常天气的影响，这也导致此前公布的PMI数据中生产和订单-库存数据出现撇叉。而考虑到8月极端天气的影响可能会更大，工业生产的反弹可能还需等待。从具体行业来看，7月工业生产的“动力”格局发生比较明显的变化，黑色冶炼、化学原料和制品行业超越此前的电气机械和汽车，成为7月更重要的驱动力，即使剔除基数的影响，在已经公布的主要行业中，黑色冶炼也是为数不多的两年平均复合增速在加速的行业：一方面，这可能和行业库存周期有关，尽管整体经济尚处于主动去库存的阶段，但是部分行业已经开始出现补库的迹象；另一方面，从出口看由于能源价格和汇率贬值的优势，7月钢材等出口额表现也比较稳健：按累计推单月的口径来计算，同比增速较6月提高了超过14个百分点。

制造业投资：民间投资相对企稳，但是可能不在制造业。7月制造业增速没有延续6月的反弹，当月同比增速下跌至4.25%。我们在此前就开始关注民间投资的变化情况，从5月开始民间投资相对整体投资同比增速的表现就在改善，不过排除地产投资，我们发现民间制造投资至少在6月并未出现更好的相对表现（7月数据尚未公布），我们倾向于认为当前民间投资边际转好的领域可能集中在服务业。从制造业投资的具体产业上看，电气机械、汽车、化工和计算机电子设备是7月的主要支撑力量，但从边际上看，7月除了少数的中下游行业，制造业投资的降温具有一定的普遍性，这与企业中长期贷款大致相符。

基建：交运投资接过“接力棒”。7月广义基建投资同比增速录得5.3%，作为上半年经济增长“动力源”的基建似乎也进入了一个“乏力期”。从数据上来看，7月基建投资中的三大板块同步放缓，其中水利、环境和公共设施投资对基建投资造成的拖累最为明显。不过好消息是交通仓储中的铁路投资“迎难而上”，其43.97%的同比增速是7月基建端的“亮眼项”。其实7月基建投资同比增速的放缓早已“有迹可循”，背后至少有两条逻辑进行支撑：一是在大多数情况下，建筑业PMI的回落与基建投资增速的放缓“如影随形”。7月建筑业PMI刷新了历史同期新低，这也意味着基建投资同比增速的下滑也是在所难免。二是基建项目两大融资来源正迎“逆风”。在无去年同期政策性开发性金融工具“加持”的背景之下，目前专项债发行进度还明显弱于去年同期。新增专项债发行规模拐点往往领先于基建投资3个月左右，今年专项债发行偏慢所

造成的影响已传导至基建投资端。不过我们预计 8-9 月新增专项债发行进度极有可能提速。 地产：延续供需偏弱局面，但下行节奏边际放缓。7 月开工、施工面积同比分别边际收窄至-25.9%及-22.9%，一方面是近期暴雨汛情影响施工，水泥发运率回落至近 5 年低位，另一方面是城市更新可能在年中加速叠加基数的“助攻”；销售面积同比收窄至-15.5%。7 月竣工面积同比因低基数走阔至 33.1%。地产整体信心未见明显好转，7 月地产投资继续回落至-12.2%。 降息释放稳地产的“强信号”，地产放松政策落地期提前或已比较明确。8 月初四大一线城市陆续发文响应地产调控放松后，主要一、二线城市中仅郑州有具体限购放松政策落地。我们认为后续地产重点仍在需求侧的企稳，尤其是当下居民加杠杆意愿回升动能不足（7 月居民中长贷同比再度转负），政治局会议后预期的存量房贷降息及限购解绑或在 8 月中旬加速落地。 消费：边际降温。7 月两年复合同比增速回落至 2.6%。节假日因素消退后的 7 月为年内居民消费相对的淡季，7 月服务业 PMI 环比回落 1.3pct，居民消费在政策出台后短期仍比较平淡。 分项来看，居民出游活动仍是主要支撑：7 月石油制品量涨价跌，餐饮消费在地铁客运量近 5 年同期高位背景下，两年复合同比增速进一步走阔至 6.8%；服装、日用品表现较为疲软；家具及装潢产业链延续低迷。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。

（证券分析师：陶川 证券分析师：邵翔）

固收金工

固收深度报告 20230817：城投挖之掘金江苏系列（七）：走进如皋存续 AAA 级城投债发行主体

观点 如皋市概况：1) 如皋市第二产业占比最大且发展迅速，科技能级持续增强，成为如皋市经济发展的“中流砥柱”，第三产业内部结构正在遵循政府产业布局方向逐步优化。2) 经济财政：2022 年如皋市 GDP 为 1479.31 亿元，综合实力跻身全国百强县（市）第 19 位；一般公共预算收入 73.50 亿元，财政自给率 54.06%，财政自给能力一般，且对上级政府支持有一定依赖性。3) 债务负担：2022 年如皋市地方债务率为 779%，系如皋市政府性基金收入减少的同时城投债余额大幅增加所致，显著高于苏南地区县级市，后续需持续关注如皋市土地使用权出让情况以及城投债化债能力。4) 如皋市城投主体共 9 家，信用资质整体良好，平台发债格局以中期为主，短期融资券发行较少，或与匹配城投平台发债募集资金用途及平台融资能力相关；发行成本处于全省平均水平，略高于南通另一县级市启东市，区域内城投整体融资能力尚可；存量债结构显示如皋市城投偿债负担集中于中短期，未来 3 年内或将持续面临再融资滚续需求的增加。5) AAA 及 AA+评级城投债利差点位均偏低，但 AAA 级城投债后续利差下行空间仍大于 AA+级，故建议关注如皋市存续 AAA 级城投债的发债主体，捕捉利率长期下行预期所带来的投资机会。 如皋 AAA 级城投债发债主体：1) 如皋经开：公司营收规模总体呈逐渐上升趋势，2022 年实现营收 27.11 亿元，销售毛利率 12.80%，工程代建业务是主要收入来源；2023Q1 现金短债比上升至 0.98 倍，货币资金覆盖流动负债的能力显著改善，短期偿债能力较强；2020 年起资产负债率持续下行，长期偿债能力优秀；存续债券主要于 3Y 内到期，下半年或面临一定的集中兑付压力；公司存续债券的利差走势均延续收窄态势，私募债和定向

工具信用利差处于历史极低位置，当前配置性价比低于企业债、超短融、中票、短融 4 类债券，由于 2022-2023 年期间发行的企业债具备较高的债项评级优势、中期票据具备溢价较少的估值优势、超短期融资券具备久期较短的流动性优势，因而建议关注强资质区域适度下沉机会的投资者择优配置以增厚组合收益。2) 如皋高新：公司营业收入逐年增长，2022 年实现营收 8.12 亿元，销售毛利率 22.19%，工程项目建设是主要收入来源，板块业务收入稳定增长；2022 年现金短债比增加至 1.53 倍，短期偿债能力快速提升，2022 年资产负债率因长期借款大规模增加而上升至 62.86%，长期偿债压力有所增加；存续债预计于 2026 年到期，故短期内公司无公开债兑付及再融资压力；公司存续债券仅 1 只企业债个券 19 皋高债，其信用利差自 2023 年 5 月起有小幅走扩态势，而 7 月再度转为收窄，利差呈现横盘震荡态势，目前下行至历史 20.48%分位数水平，利差压缩空间有限叠加估值偏高，投资价值一般。 总结回顾和建议关注：针对如皋市存续 AAA 级城投债的发债主体进行深入分析，并结合该市全部城投平台的机构持仓情况排序结果来看，重点推荐投资者对如皋市经济贸易开发有限公司（如皋经开）予以关注。该平台主体评级 AA+级，目前存量债券规模 150.76 亿元，在如皋市平台中位列第一，且持仓机构数量最多、机构持仓总市值最高，市场关注度较高，头部属性显著；公司基本面表现较好，营收净利均保持稳健增长，各业务板块运营情况平稳，外加财政支持力度较大，经营风险可控；有息债务体量保持稳定，长短端债务结构优化助力公司在改善其短期偿债能力的同时维持较强的长期偿债能力，财务风险不高；尽管存续债券兑付期限集中于中短期，但考虑到公司资产流动性尚可且备用流动性充裕，较强的融资能力或有助于缓释其信用风险；公司存续债券种类较多，其中企业债、中期票据、超短期融资券及短期融资券 4 类存续债较私募债和定向工具具备更多的信用利差压缩空间，故建议投资者根据其组合风险偏好及久期长短相应关注该 4 类债券中估值溢价率较低的个券。 风险提示：城投政策超预期收紧；数据统计偏差；信用风险发酵超预期。

（证券分析师：李勇 研究助理：徐津晶）

行业

光伏设备行业点评报告：太阳井与客户签署 GW 级异质结铜电镀技术框架合作协议，电镀铜产业化持续加速

投资要点 事件：2023 年 8 月 16 日据公司微信公众号，太阳井与客户共同签署 GW 级异质结铜电镀技术框架合作协议。 与客户进一步深化合作，推动电镀铜设备更新迭代：太阳井与客户在前期合作取得良好进展的基础上，开展进一步合作，达成了 GW 级 HJT 电镀铜技术框架合作协议。双方具体约定了前期中试线合作项目中部分指标的进一步提升标准，以及指标按期达成的前提下，太阳井为客户拟提供 GW 级铜电镀整线的具体工序设备清单与设备参数要求，同时约定了设备到货安装完成后的阶段爬坡指标。此外，近期太阳井也与另一家客户签署了关于联合攻关铜电镀技术产业化过程中组件及电站环节的工程技术问题、开展组件户外实证电站等项目的合作意向书。 电镀铜设备进展加速，下游积极验证交付：（1）图形化：芯碁微装、苏大维格积极验证中，芯碁微装 2023 年 4 月太阳能电池光刻设备量产机型 SDI-15H 已经发货至光伏龙头企业，苏大维格 2023 年 7 月自行研发

的高速低成本投影扫描光刻设备已顺利搭建完成，正在与下游客户做相关验证工作。(2) 金属化：2023年1月罗博特科与国电投就铜栅线异质结电池 VDI 电镀技术的解决方案达成战略合作，2月双方技术团队完成第一阶段的设备可行性验证，3月双方进行第二阶段验证，6月又向头部客户交付单体 1GW 电镀设备，Q3 有望推出图形化的非曝光技术路线；东威科技 8 月设备交付国电投。(3) 整线：迈为股份 8 月以低铜 TCO 结合镀铜电极获得了 25.94% 的 ISFH 认证效率，23Q3 交付华晟中试线，2024 年中试线测试，2025 年量产线定型，2026 年量产线稳定出货量；6 月太阳井召开电镀铜说明会，预计 2023 年 GW 级 HJT 电镀线交付，2024 年 8GW HJT 电镀铜产线订单，2025 年 20GWHJT 电镀铜产线订单。电镀铜助力 HJT 降本增效，是抑制银浆价格上涨的重要手段：一方面电镀铜能够提升 0.3-0.5% 效率，未来 HJT+铜电镀组件效率才有可能达到 740W；另一方面，随着光伏装机量提升可能带来银价上涨，存在银包铜成本增加的可能性，电镀铜能够抑制银价上涨，根据我们的测算，当银价上涨超过 43% 时，电镀铜成本低于银包铜，经济性凸显。我们预计电镀铜设备 2023-2024 年以中试线验证测试为主，2025 年有望实现设备定型和稳定量产。投资建议：图形化环节关注迈为股份、芯碁微装、苏大维格，金属化环节关注迈为股份（启威星）、罗博特科、东威科技。风险提示：研发进展不及预期，下游扩产不及预期。

(证券分析师：周尔双 证券分析师：刘晓旭
研究助理：李文意)

双碳环保日报：我国首次发布《中国生态保护红线蓝皮书》

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。构建氢能全产业链标准体系，推动氢能相关技术发展。国家层面首个氢能全产业链标准体系建设指南《氢能产业标准体系建设指南(2023版)》印发，系统构建了氢能制、储、输、用全产业链标准体系，涵盖基础与安全、氢制备、氢储存和输运、氢加注、氢能应用五个子体系。行业跟踪：1) 天然气：欧洲气价阶段性上涨，关注国外转口、国内消费量&价差修复。截至 2023/8/11，美国 HH/欧洲 TTF/东亚 JKM/中国 LNG 出厂/中国 LNG 到岸周环比+8.3%/+21.8%/+1.4%/-0.6%/+9.9%至 0.7/3.0/2.8/2.6/3.1 元/方。2) 生物柴油：原料价格上涨，带动生柴价格上涨。2023/8/4-2023/8/10，生柴均价 7900 元/吨(环比+2.3%)，地沟油均价 5900 元/吨(环比+4.8%)，餐饮业状态不佳加之部分地区降雨影响运输不畅，原料供应偏紧，生柴与地沟油价差收窄。3) 锂电回收：折扣系数稳定，盈利底部。2023/8/7-2023/8/11，三元黑粉折扣系数持平，锂/钴/镍系数均为 74%。截至 2023/8/11，碳酸锂 30.75 万(周环比-0.2%)，金属钴 30.6 万(+4.1%)，金属镍 17.23 万(+3.8%)。根据模型测算单吨废三元毛利-1.26 万(-1.01 万)。4) 电子特气：气体价格略降，氩气价格上涨。2023/8/6-2023/8/12，氩气周均价 5.79 万元/立方米(环比+4.78%)；氦气、氖气价格窄幅下行，周均价分别为 675 元/立方米和 1236.22 元/瓶(环比-2.58%和-3.27%)；氟气周均价 320.71 元/立方米(环比-7.23%)。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ttm5.3%，2023年PE9X（估值日2023/8/6）。b、天然气：气量回暖，顺价机制理顺，估值底部反弹。【蓝天燃气】省盈盈利稳定；2022年分红超80%，股息率ttm7.2%（估值日2023/8/6），2022年加权ROE18%。【新奥股份】龙头城燃，2023年PE9X（估值日2023/8/6），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PE17X，PEG0.6（估值日2023/8/6），2022年加权ROE23%，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：天然气行业点评：欧洲气价迎阶段性高峰，关注国外转口、国内消费量&价差修复。行业月报：关注半导体行业回升动能正积蓄，电子特气国产替代方兴未艾。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）

推荐个股及其他点评

福耀玻璃（600660）：2023年中报点评：Q2营收再创新高，业绩超预期

投资要点 公告要点：公司披露2023年半年报，2023年H1实现营业收入150.31亿元，同比+16.49%；归母净利润28.36亿元，同比+19.07%；扣非后归母净利润27.93亿元，同比+20.89%。2023Q2实现营业收入79.79亿元，同环比分别+25.53%/+13.14%；归母净利润19.22亿元，同环比分别+27.21%/+110.14%；扣非后归母净利润19.15亿元，同环比分别+31.64%/+118.11%，Q2业绩表现超我们预期。单季营收再创新高，毛利率同环比大幅改善，Q2业绩表现靓丽：1）营收维度，2023Q2国内/海外乘用车市场分别实现产量702.6/1512.7万辆，分别同比+25%/+13%，分别环比+13%/+0%，全球尤其是国内汽车产量保持高速增长趋势，驱动福耀营收规模再创单季新高，应收同环比涨幅与国内汽车产量基本趋同。2）毛利率维度，Q2实现毛利率34.97%，同环比分别+2.33/+1.78pct；2023H1汽车玻璃业务毛利率29.37%，同比+0.35%，同环比大幅提升主要系：公司产品量价齐升，Q2汽车行业总产量提振带动福耀产能利用率提升，同时产品结构持续优化，高附加值玻璃占比提升创造显著结构性机会；海运费继续下降，影响Q2成本同比去年同期降低0.52亿元，有效对冲纯碱/天然气成本上涨的影响，分别同比去年提升0.23/0.26亿元。3）费用率维度，Q2公司销管研费用率分别4.24%/7.47%/4.10%，同比分别-0.79/-0.41/-0.40pct，环比分别-0.58/-0.26/-0.17pct，随规模增长，费用摊销显著。4）净利率维度，Q2因人民币贬值带来汇兑收益7.18亿元，同比+11.54%，扣除汇兑后归母净利润12.04亿元，同环比+39%/+16%；Q2实现扣汇兑后净利率15.08%，同环比分别+1.45%/+0.43%。展望未来：长期来看，1）公

司积极拓展“一片玻璃”边界，整合车身多产品，单车 ASP 持续提升：公司加强对玻璃智能、集成趋势的研究，持续推进铝饰件业务，提升单车配套价值量；2) 全球份额保持提升趋势，福耀有望以高质量&高性价比抢占海外市场竞品企业更多的份额。短期来看，2023 年海运费用有望持续下行，能源成本以及纯碱价格下降可期，公司毛利率有望环比不断改善，盈利能力保持持续向上趋势。盈利预测与投资评级：考虑 Q2 汇兑收益以及毛利率靓丽表现，我们上调公司 2023~2025 年归母净利润预期，由 50.12/59.71/71.36 亿元上调为 58.10/61.11/72.84 亿元，对应 EPS 分别为 2.23/2.34/2.79 元，对应 PE 为 17/16/13 倍，维持福耀玻璃“买入”评级。风险提示：能源价格波动超预期；乘用车行业价格战超预期。

(证券分析师：黄细里 证券分析师：杨惠冰)

拓邦股份 (002139): 2023 年中报业绩点评: 业绩逐季改善, 降本增效毛利率稳步提升

投资要点 业绩逐季改善, 毛利率稳步提升: 23H1 公司实现营收 42.6 亿元, yoy+0.7%, 归母净利润 2.6 亿元, yoy+4.6%, 扣非归母净利润 2.5 亿元, yoy+24.1%, Q2 单季实现营收 22.6 亿元, 环比增长 13.3%, 扣非归母净利润 1.6 亿元, 环比增长 78.3%, 二季度收入、净利润环比一季度明显改善: 1) 工具板块作为公司的基础业务板块, 实现销售收入 16.2 亿元, 同比增长 0.8%; 2) 家电业务销售收入 15 亿元, 同比略降 1%, 主要为公司在原有分散品类的基础上, 转向优势品类聚焦; 3) 新能源板块实现销售收入 9.1 亿元, 同比增长 6.6%, 高于公司整体收入增速; 4) 工业控制板块销售收入 1.4 亿元, 同比增长 1%; 5) 智能解决方案实现销售收入 0.7 亿元, 同比下降 11.1%。公司 23H1 毛利率为 21.6%, yoy+2.5pct, 各业务板块毛利率同比均有所提升。持续加大研发投入, 拓展国际化布局: 费用端 23H1 公司销售/管理/研发费用率分别为 3.4%/4.7%/7.5%, 同比分别上升 0.4/0.9/0.7 pct, 累计总费用率为 14.4%, 同比增加 2.4pct。公司加大国际化投入, 通过多区域化布局和海外办事处与客户亲密合作, 构建了伙伴式客户服务能力, 实现了高品质、差异化的定制解决方案, 提升全球交付能力。公司持续加大对新业务、新市场的投入, 投入多项战略重点项目研发, 如变频控制系统、储能逆变器、充电桩、工商业储能 BMS 等, 以提供更具成本优势和有竞争力的产品, 实现全球范围内的业务拓展。新能源业务持续放量增长, 空心杯电机产品布局迎来机遇: 随着户储、便携式储能、绿色出行需求高增, 新能源业务应用场景不断拓展, 公司面向中小储能及新能源车辆两大应用领域, 加快产能投入, 细分化产能布局。同时, 电机作为“四电一网”技术布局中的重要组成部分, 在机器人浪潮下迎来机遇。公司的空心杯电机率先应用于医疗健康并得到市场认可, 同时不断拓展智能跟随、智能家居、智能制造、工业机器人等领域。如今, 该业务已发展成为国内第一梯队。随着未来人形机器人的商业化落地以及量产, 空心杯电机需求有望显著提升。盈利预测与投资评级: 由于上半年下游需求复苏不及预期, 我们下调盈利预测, 预测 23-25 年归母净利润为 6.6/9/11.9 亿元(前值为 8.6/11.9/15.4 亿元), 当前市值对应 PE 分别为 21/16/12 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 下游需求不及预期; 产品价格波动的风险; 毛利率波动风险。

(证券分析师：马天翼 证券分析师：金晶)

耐世特 (01316.HK): 2023 半年报点评: 业绩同比实现扭亏, 线控转向商业化加速!

投资要点 公告要点: 公司公布 2023 年半年报, 业绩略低于我们预期。2023 年 H1 实现营收 21.02 亿美元, 同比+17.5%, 环比+2.7%; 实

现归母净利润 0.34 亿美元，同比扭亏为盈，环比-50.84%。北美业务基石稳固，核心客户产量增长。2023 年 H1 公司北美/亚太地区分别实现收入 11.9/5.4 亿美元，同比+9.1%/+43.7%，环比+3.7%/-7.3%，营收占比 57%/26%。公司核心客户福特/通用 2023H1 北美地区分别实现产量 138.8/126.6 万辆，同比+10.1%/+9.6%，环比+10.7%/+24.0%，共同推动公司营收同环比增长。新项目顺利落地，汇率波动影响业绩。23 年 H1 公司成功投产 32 个新客户项目，核心业务 EPS 实现营收 14.43 亿美元，同环比+17.6%/+3.6%，新项目进展顺利。公司北美合同主要以美元签订，墨西哥比索支付成本，2023 年 H1 美元兑比索贬值 11.7%，叠加人民币+欧元外汇影响共造成了 2500 万美元的汇兑损失，公司业绩短期承压。定位线控转向领导者，订单额持续增加。公司致力于成为线控转向的行业领导者，继 2022 年 H1 获得业内首个大规模订单后，2023H1 新获第二个线控转向订单，并与国内外主机厂签订线控转向开发协议。2023 年 H1 公司新获 28 亿美元订单，其中 98% 来自于新能源客户，89% 为 EPS 业务，新业务进展顺利。盈利预测与投资评级：基于 23H1 汇兑损益，公司业绩短期承压，考虑到公司在手订单增长，新项目落地顺利，我们上调公司 2023-2025 年营收预测为 43.88/48.92/54.68 亿美元（原 41.53/45.97/50.36 亿美元），同比分别+14%/+11%/+12%；下调 2023 年归母净利润预测为 0.92 亿美元（原 1.07 亿美元），上调 2024-2025 年归母净利润预测为 1.38/1.82 亿美元（原 1.27/1.60 亿美元），同比分别+58%/+50%/+32%，对应 PE 分别为 17/11/9 倍，维持“买入”评级。风险提示：乘用车行业需求复苏低于预期，汽车智能化进程不及预期，美国汽车工人联合会（UAW）罢工影响加剧。

（证券分析师：黄细里 证券分析师：谭行悦
证券分析师：卞学清）

361 度 (01361.HK): 23H1 业绩点评: 产品及渠道结构优化, 童装及电商增长靓丽

投资要点 公司公布 23H1 业绩: 23H1 收入 43.12 亿元/yoy+18%、归母净利润 7.04 亿元/yoy+27.7%。净利增长好于收入主因毛利率略升、费用率下降、以及其他损益影响（如 23H1 政府补助 1.1 亿元、22H1 为 1960 万元）。中期每股派息 6.5 港仙、派息比率 17.6%。成人装鞋类产品量价齐升，童装保持快速增长。23H1 成人装/童装收入分别同比+14.6%/+33.4%，占整体收入比重分别从 22H1 的 80%/19%变化为 77%/21%。1) 成人装: 23H1 鞋类/服装/配饰收入分别同比+28.4%/-1.4%/+52.4%（收入分别占比 44%/32%/1.6%），其中销量分别同比+24%/-3%/+154.5%、ASP 分别同比+3.5%/+1.7%/-40.2%。具体来看：①销量方面，鞋类受益于公司持续提升开发创新能力、推出更多高功能质产品、实现销量较快增长，服装因国内消费复苏偏弱销量小幅下滑，配饰由于推出多款 ASP 较低的新产品带动销量翻倍以上增长；②价格方面，鞋服 ASP 均提升主因生产成本上升及 ASP 较高的新产品 & 电商渠道销售占比提升，配饰 ASP 下降主因低价配饰产品销售增多。2) 童装: 保持快速增长，其中鞋服产品销量/单价分别同比+13.4%/+17.6%，量的增长来自加大营销推广、推出多样化产品以覆盖不同年龄的青少年群体，价的提升来自推出采用新技术及舒适原材料的新品、带动产品结构升级。线上保持高增，线下延续净开店+渠道升级趋势。23H1 线上/线下收入分别同比+38%/+12.6%、收入占比分别从 22H1 的 21%/79%变化为 25%/75%。1) 线上: 高度重视电商平台在渠道建设和品牌推广方面的双重效能，线上销售产品以专供品为主，注重“高颜值、高科技、高价值”特点，618 期间电商全渠道流

水同比增长 43%。2) 线下: 截至 23H1 末共 8858 家门店及销售网点 (其中国内 7671+国际 1187 家)、较 22H1 末净增 680 家 (国内 610+国际 70 家)、对应同比+8.3% (国内+8.6%&国际+6.3%), 估算平均店效约同比+4%, 我们判断店效提升主要来自渠道结构和产品结构的优化 (23H1 国内成人九代店占比同比提升 20pct 至 56.4%、童装四代店占比同比提升 19.2pct 至 79.2%)。截至 23H1 国内成人装/童装网点分别为 5642/2448 家、较 22H1 末净增 277/351 家、对应同比+13%/+17%。净利率小幅提升、库存周转改善、账上资金充沛。1) 毛利率略升: 23H1 同比+0.2pct 至 41.7%, 主因高毛利鞋类产品收入占比提升 (23H1 鞋/服/配饰毛利率分别为 43.5%/40.1%/31.3%)。2) 费用率下降: 23H1 广告宣传/员工成本/研发开支费用率分别同比-0.4/-1.2/+0.1pct 至 8.8%/7.1%/3.2%, 主因加强运营费用管控。3) 净利率提升: 23H1 同比+1.2pct 至 16.3%。4) 库存周转改善: 23H1 末存货 12.2 亿元/yoy+34.2%, 存货周转天数同比-5 天至 86 天。5) 账上资金充沛: 23H1 经营活动现金流净额 223 万元/yoy-90.5%, 主因为增强供应商合作减少应付款项、存货及应收款增加, 截至 23H1 末货币资金 35.5 亿元、现金充沛。盈利预测与投资评级: 公司为国内领先运动服品牌, 主要定位三线城市及以下市场, 过去三年在疫情环境下注重降本增效提质量, 各季度流水保持正增长。公司高度重视产品竞争力, 未来将不断开发符合市场需求的产品、力争打造爆款。23H1 在消费弱复苏环境下实现收入较快增长、领先同行, 同时受益于产品和渠道结构优化、费用率改善, 净利表现好于收入端。7 月至今成人装流水保持双位数同比增长。9 月杭州亚运会开幕, 公司已连续四届成为亚运会官方合作伙伴, 下半年亚运会相关营销活动有望对销售形成有效拉动。公司维持 23 年收入同比增长目标 15%-20%不变, 我们将 23-25 年归母净利润预测从 9.14/10.80/12.62 亿元上调至 9.21/11.22/13.47 亿元, 对应 PE9/8/6X, 估值较低, 维持“买入”评级。风险提示: 消费复苏疲软, 库存风险, 营销效果不及预期, 产品力不足等风险。

(证券分析师: 李婕 证券分析师: 赵艺原)

德赛西威 (002920): 2023 年半年度业绩点评: 订单储备快速提升, 国际化进程加速!

投资要点 公告要点: 公司公布 2023 年半年报, 业绩符合我们预期。2023 年 H1 实现营收 87.2 亿元, 同比+36.2%, 环比+2.3%; 实现归母净利润 6.1 亿元, 同比+16.5%, 环比-8.4%; 实现扣非归母净利润 5.3 亿元, 同比+6.2%, 环比-2.2%。2023 年 Q2 实现营收 47.4 亿元, 同比+45.2%, 环比+19.0%; 实现归母净利润 2.77 亿元, 同比+36.2%, 环比-16.3%; 实现扣非归母净利润 2.4 亿元, 同比+25.2%, 环比-18.8%。下游客户产量环比提升, 推动公司营收实现高增长。2023 年 H2 公司智能座舱业务实现营收 62.5 亿元, 同比+19.2%, 自动驾驶业务实现营收 18.4 亿元, 同比+113%。2023 年 Q2 公司核心客户吉利汽车/广汽集团/一汽大众/长城汽车/奇瑞汽车等合计实现产量 165.8 万辆, 环比+23.3%, 自动驾驶业务核心客户理想汽车实现产量 8.6 万辆, 环比+63.3%, 共同推动公司营收实现环比+19.0%的增长。汇率波动影响公司成本, 定位长期发展坚持研发投入。2023 年 Q2 人民币相对于美元贬值 5.6%, 公司成本中约一半由美元采购芯片, 同时 Q2 存货为 35.0 亿元, 较 Q1 的 34.7 亿元略微增加, 芯片采购对公司毛利率带来一定影响 (环比-0.80pct)。受到订单储备和在研项目的持续增加推动, 公司 Q2 研发费用为 4.85 亿元, 研发费用率达到 10.22%, 环比+0.13pct, 共同导致公司的归母净利润率有所下降 (环比-2.5pct)。产品线持续丰富, 加速推动国际化进程。公司智能座舱/智能驾驶/智能网联业务全

面覆盖，丰富产品组合满足客户的差异化需求。同时，公司的国际化战略全方位持续推进，加速海外研发制造基地的建设与扩产，投入更大资源开拓国际业务。报告期内，欧洲公司第二工厂的产能逐步提升，3D 实验室建设有序开展，研发及服务配套进一步强化，新收购的天线测试和认证公司 ATC 已融入公司经营体系。盈利预测与投资评级：基于 23H1 汇兑损益，公司业绩短期承压，但公司在手订单、在研项目持续增长，海外战略顺利推进，我们下调公司 2023 年营收为 192.59 亿元（原 194.56 亿元），上调 2024-2025 年营收预测为 246.30/313.32 亿元（原 238.40/294.14 亿元），同比分别 +29%/+28%/+27%；下调 2023 年归母净利润预测为 14.48 亿元（原 15.07 亿元），上调 2024-2025 年归母净利润预测为 22.91/30.80 亿元（原 20.04/24.26 亿元），同比分别 +22%/+58%/+34%，对应 PE 分别为 57/36/27 倍。鉴于后续新项目逐步落地，公司经营业绩持续向好，我们维持“买入”评级。风险提示：下游乘用车需求复苏不及预期，汽车安全业务修复不及预期，乘用车价格战超出预期

（证券分析师：黄细里 证券分析师：谭行悦）

奥特维（688516）：拟现金 2.7 亿元收购普乐新能源，完善光伏电池片设备产业链布局

投资要点 事件：公司拟以现金 2.7 亿元收购普乐新能源（蚌埠）有限公司 100% 股权。拓展光伏电池片镀膜设备，形成一体化设备布局：奥特维光伏电池片设备目前布局了丝网印刷整线及光注入退火炉，无真空镀膜设备，而普乐新能源具备 LPCVD 等太阳能电池真空镀膜设备的设计和工艺能力，此次奥特维以现金 2.7 亿元收购普乐新能源 100% 股权，能够丰富奥特维在电池片设备领域的产品结构，进一步形成硅片端单晶炉-电池片端镀膜&丝印设备-组件端串焊机的一体化设备布局；奥特维也能够推动普乐发展，进一步提高其业务能力和商业运营能力，具有较好协同效应。普乐新能源具备丰富的真空镀膜技术和经验：普乐新能源（蚌埠）有限公司由孙嵩泉博士创建于 2006 年 4 月，其技术及管理团队来自美国硅谷，有 20 多年在美国半导体工艺、技术及装备和太阳能领域生产制造、研发管理的工作经验，据公司官网显示，其业务领域主要涵盖三个方面（1）装备：独立设计、制造各类半导体工艺设备及真空镀膜设备，主要包括等离子体增强化学气相沉积系统(PECVD)、卷对卷磁控溅射镀膜系统(Roll-to-Roll)、离子束溅射镀膜系统(IBM)、ITO 连续溅射镀膜系统(PVD)、低压化学气相沉积系统(LPCVD)、原子层沉积系统(ALD)等；显示技术中缺陷检测系统设备；硅基薄膜及铜铟镓硒 CIGS 薄膜全套生产线。（2）光伏产品及组件：IBC/MWT 背接触组件用的导电集成背板的生产和研发、硅基薄膜光伏组件、弱光硅基薄膜半导体光电传感器。（3）光伏电站投资与建设：集中式、分布式、离网储能光伏系统。成长为横跨光伏&锂电&半导体的自动化平台公司：（1）光伏：a.硅片：子公司松瓷机电推出新品低氧单晶炉，已获晶科、合盛硅业等大单；b.电池片：子公司旭睿科技负责丝印整线设备，此次收购的普乐新能源负责 LPCVD；c.组件：主业串焊机龙头市占率 70%+，有望受益于 0BB 技术迭代。（2）半导体：封测端铝线键合机已获中芯绍兴、通富微电订单，金铜线键合机、装片机、倒装封装等设备也在研发中，硅片端引入日本团队成立合资公司布局 CMP 设备。（3）锂电：目前主要产品为模组 pack 线，叠片机研发中。盈利预测与投资评级：随着组件设备持续景气+新领域拓展顺利，我们维持公司 2023-2025 年归母净利润 11.3/15.8/21.6 亿元，对应 PE 为 22/16/12 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)

361度 (01361.HK): 23H1 业绩点评: 产品及渠道结构优化, 童装和电商增长靓丽

投资要点 公司公布 23H1 业绩: 23H1 收入 43.12 亿元/yoy+18%、归母净利润 7.04 亿元/yoy+27.7%。净利增长好于收入主因毛利率略升、费用率下降, 以及其他损益影响 (如 23H1 政府补助 1.1 亿元、22H1 为 1960 万元)。中期每股派息 6.5 港仙、派息比率 17.6%。成人装鞋类产品量价齐升, 童装保持快速增长。23H1 成人装/童装收入分别同比+14.6%/+33.4%, 占整体收入比重分别从 22H1 的 80%/19%变化为 77%/21%。1) 成人装: 23H1 鞋类/服装/配饰收入分别同比+28.4%/-1.4%/+52.4% (收入分别占比 44%/32%/1.6%), 其中销量分别同比+24%/-3%/+154.5%、ASP 分别同比+3.5%/+1.7%/-40.2%。具体来看: ①销量方面, 鞋类受益于公司持续提升开发创新能力、推出更多高性能优质产品、实现销量较快增长, 服装因国内消费复苏偏弱销量小幅下滑, 配饰由于推出多款 ASP 较低的新产品带动销量翻倍以上增长; ②价格方面, 鞋服 ASP 均提升主因生产成本上升及 ASP 较高的新产品&电商渠道销售占比提升, 配饰 ASP 下降主因低价配饰产品销售增多。2) 童装: 保持快速增长, 其中鞋服产品销量/单价分别同比+13.4%/+17.6%, 量的增长来自加大营销推广、推出多样化产品以覆盖不同年龄的青少年群体, 价的提升来自推出采用新技术及舒适原材料的新品、带动产品结构升级。线上保持高增, 线下延续净开店+渠道升级趋势。23H1 线上/线下收入分别同比+38%/+12.6%、收入占比分别从 22H1 的 21%/79%变化为 25%/75%。1) 线上: 高度重视电商平台在渠道建设和品牌推广方面的双重效能, 线上销售产品以专供品为主, 注重“高颜值、高科技、高价值”特点, 618 期间电商全渠道流水同比增长 43%。2) 线下: 截至 23H1 末共 8858 家门店及销售网点 (其中国内 7671+国际 1187 家)、较 22H1 末净增 680 家 (国内 610+国际 70 家)、对应同比+8.3% (国内+8.6%&国际+6.3%), 估算平均店效约同比+4%, 我们判断店效提升主要来自渠道结构和产品结构的优化 (23H1 国内成人九代店占比同比提升 20pct 至 56.4%、童装四代店占比同比提升 19.2pct 至 79.2%)。截至 23H1 国内成人装/童装网点分别为 5642/2448 家、较 22H1 末净增 277/351 家、对应同比+13%/+17%。净利率小幅提升、库存周转改善、账上资金充沛。1) 毛利率略升: 23H1 同比+0.2pct 至 41.7%, 主因高毛利鞋类产品收入占比提升 (23H1 鞋/服/配饰毛利率分别为 43.5%/40.1%/31.3%)。2) 费用率下降: 23H1 广告宣传/员工成本/研发开支费用率分别同比-0.4/-1.2/+0.1pct 至 8.8%/7.1%/3.2%, 主因加强运营费用管控。3) 净利率提升: 23H1 同比+1.2pct 至 16.3%。4) 库存周转改善: 23H1 末存货 12.2 亿元/yoy+34.2%, 存货周转天数同比-5 天至 86 天。5) 账上资金充沛: 23H1 经营活动现金流净额 223 万元/yoy-90.5%, 主因为增强供应商合作减少应付款项、存货及应收款增加, 截至 23H1 末货币资金 35.5 亿元、现金充沛。盈利预测与投资评级: 公司为国内领先运动服品牌, 主要定位三线城市及以下市场, 过去三年在疫情环境下注重降本增效提质量, 各季度流水保持正增长。公司高度重视产品竞争力, 未来将不断开发符合市场需求的产品、力争打造爆款。23H1 在消费弱复苏环境下实现收入较快增长、领先同行, 同时受益于产品和渠道结构优化、费用率改善, 净利表现好于收入端。7 月至今成人装流水保持双位数同比增长。9 月杭州亚运会开幕, 公司已连续四届成为亚运会官方合作伙伴, 下半年亚运会相关营销活动有望对销售形成有效拉动。公司

维持 23 年收入同比增长目标 15%-20% 不变，我们维持 23-25 年归母净利润 9.14/10.80/12.62 亿元的预测，对应 PE10/8/7X，估值较低，维持“买入”评级。风险提示：国内消费复苏不及预期，终端库存风险，营销效果不及预期，产品力不足风险。

(证券分析师：李婕 证券分析师：赵艺原)

香港交易所 (00388.HK)：2023 年中报点评：投资收益支撑业绩，双柜台模式行稳致远

投资要点 事件：香港交易所发布 2023 年中期业绩，公司 23H1 实现收入及其他收益 105.75 亿港元，同比增长 18.33%，实现股东应占溢利 63.12 亿港元，同比增长 30.52%，业绩符合预期。投资收益驱动业绩高增，投资回报率显著回暖：23H1 面对外部环境变化，港交所业绩彰显良好韧性，收入及其他收益同比+18.33%至 105.75 亿港元，股东应占溢利同比+30.52%至 63.12 亿港元，其中公司投资收益同比大幅增长 2,907%至 26.76 亿港元，是驱动公司业绩高增的主要原因。得益于美元持续加息背景下的高利率市场环境，23H1 港交所投资回报率较上年同期大幅改善，公司资金/香港结算所保证金/香港结算所基金的年化投资净回报率分别达到 4.80%/2.70%/2.70% (22H1 分别为-2.20%/0.59%/0.15%)。交投活跃度下行，现货业务相对承压：23H1 香港股票交易市场交投情绪仍待回升，联交所日均成交额同比下滑 16%至 1,155 亿港元，港股 IPO/再融资规模分别同比-10%/-40%至 179/571 亿港元。受此影响，23H1 港交所现货分部收入同比-11%至 42.01 亿港元，其中现货分部交易费/结算费/上市费/存管托管及代理人服务费收入分别同比-4%/-8%/-11%/-13%至 15/4/13/5 亿港元。衍生品业务延续扩张势头，分部收入大幅增长：23H1 香港衍生品市场延续扩张趋势，港交所衍生产品合约（所有期货及期权合约，包括股票期权）日均成交张数同比+5%至 139 万张，其中恒生指数期货期权、恒生国企指数期货期权、恒生科技指数期货期权三只产品合计平均每日成交合约张数达到 39,947 张，同比增幅超 170%。受此推动，港交所 23H1 股本证券及金融衍生品分部收入同比+40%至 33.64 亿港元。双柜台模式平稳起步，后续增量可期：自 2023 年 6 月 19 日正式推出以来，港币-人民币双柜台模式运行相对顺畅。截至 2023 年 8 月 16 日，24 只双柜台证券合计日均成交额 1.12 亿港元，占其港币+人民币柜台总成交额的比重约 0.6%。得益于市场庄家持续提供流动性，截至 8 月 16 日收盘，经当日汇率换算后，24 只双柜台证券人民币柜台与港币柜台之间收盘价差均小于 1.5%。当前阶段双柜台模式仅面向香港本地或海外投资者，待后续加入港股通机制后，双柜台模式有望凭借消除汇兑风险的特点进一步吸引南下资金，逐步提升港股市场流动性与活跃度。盈利预测与投资评级：港交所基于“稀缺赛道+轻资产”的运营模式，业绩韧性逐步凸显。我们调整 2023-2025 年股东应占溢利预测至 123.15/134.03/146.11 亿港元（前值分别为 123.30/135.73/147.74 亿港元），对应增速分别为 22.23%/8.83%/9.02%，对应 2023-2025 年 EPS 分别为 9.72/10.57/11.53 港元，当前市值对应 2023-2025 年 PE 估值分别为 30.84x/28.33x/25.99x。公司中长期成长空间可观，维持“买入”评级。风险提示：1) 港股市场交投活跃度大幅下滑；2) 双柜台模式长期运行效果不及预期。

(证券分析师：胡翔 证券分析师：朱洁羽 证券分析师：葛玉翔)

锦泓集团 (603518)：2023 年中报点评：收入增速提升叠加费用控制优秀，盈利大幅改善

投资要点 公司公布 2023 年中报：23H1 营收 21.11 亿元/yoy+14.33%、

归母净利润 1.43 亿元/yoy+302.56%、扣非归母净利润 1.34 亿元/yoy+652.04%，落于此前预告中枢，盈利同比改善明显，已超 21 年同期水平，主因：①疫情放开后流水增速提升，带动收入增速提升；②运营质量及效率提高，销售及财务费用率得到有效控制。分季度看，23Q1/Q2 营收分别同比+8.05%/+23.17%、归母净利分别同比+149.32%/扭亏、扣非归母净利分别同比+148.91%/扭亏。TW 表现较为靓丽，各品牌 Q2 收入增速进一步提升。23H1 分品牌看 TW/VG/云锦收入分别同比+15.6%/+6.9%/+163.4%、分别占比 77.0%/21.5%/0.9%。TW 实现双位数增长、VG 持续恢复，主要受益于疫后客流回暖、消费持续复苏，带动线下单店收入提升，门店数量同比分别-8.8%/-6.9%；云锦定位高净值人群、目前体量较小、线下渠道仅 1 家门店，基数较低、增速较快。Q2 单季度看各品牌随国内消费逐渐恢复后收入增速较 Q1 均进一步提升，净利率持续修复、TW/VG/云锦净利率同比分别+4/+3/+20pct 至 6%/6%/25%。线上增速靓丽、加盟门店持续拓展。23H1 线上/线下收入分别同比+22.8%/+9.4%、占比 37.3%/61.8%。线上持续发力，TW 女装 618 蝉联抖音首位、天猫/京东平台排名持续提升，童装开设线上独立店以打造直播矩阵；线下中直营/加盟收入分别同比+6.7%/+71.6%、占比 57.9%/4.0%，加盟渠道增速亮眼。23H1 末共 1347 家门店（直营 1109+加盟 238 家）、较 22 年末净-83 家（直营-137&加盟+54 家）、同比-8.5%（直营-14.9%&加盟+40.8%），直营下滑主要系门店数量减少，加盟提升中门店效率优化及门店数量增长均有贡献。加大库存处理力度致毛利率略下降，期间费用率管控较好促净利率提升。1) 毛利率：23H1 同比-0.38pct 至 68.96%，分季度看 23Q1/Q2 毛利率分别为 69.38%/68.44%、同比+0.24/-1.18pct，毛利率下降主因公司对去年因疫情造成积压的春夏产品促销所致。2) 期间费用率：23H1 期间费用率为 59.41%/yoy-7.76pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比-5.60/-0.06/+0.15/-2.37pct 至 50.28%/3.88%/2.60%/2.66%，公司费用管控较好、销售费用率明显下降，财务费用率下降主要系债务置换及偿还部分本金后利息费用下降。3) 归母净利率：虽毛利率略下降同时政府补助等非经常损失同比减少 1200 万元，但费用率大幅下降促 23H1 归母净利率 6.79%/yoy+4.86pct。4) 存货：23H1 末存货 9.20 亿元/yoy-4.9%、库存规模小幅下降，22H1 存货周转天数同比-33 天至 283 天、库存消化较为顺利。5) 现金流：23H1 经营活动现金流净额 3.77 亿/yoy+52.8%，现金流表现较好。盈利预测与投资评级：公司主营中高档品牌服饰，TW 品牌自 17 年收购以来品牌运营梳理见效、在抖音等渠道建立显著优势，并开始拓展下沉市场、提升市场份额。23 年以来受益疫情放开，1-4 月流水增速逐月提升、虽 5-7 月同比增速有所波动但相较 21 年同期复苏力度并未减弱。下半年看 Q3 受基数走高影响、流水恢复预计有所放缓，但 Q4 又将呈现较强的修复弹性。由于公司直营占比较高，我们预计收入表现与终端流水较为相近，同时财务结构不断优化、经营杠杆下利润端增速有望超越收入、释放较大利润弹性。考虑到公司终端流水复苏确定性较强、费用持续优化，我们将 23-25 年归母净利润预测 2.6/3.1/3.6 亿元提升至 2.8/3.4/4.5 亿元、对应 PE 为 12/10/7X，维持“买入”评级。风险提示：消费疲软、渠道拓展不及预期、抖音渠道流量红利消退等。

（证券分析师：李婕 证券分析师：赵艺原 研究助理：郝越）

图南股份(300855): 2023 年中报点评: 归母净利润同比增长 52.40%，两大产品营收增长

事件：公司发布 2023 年中报。2023 年上半年实现营收 6.90 亿元，同

比增长 49.49%，实现归母净利润 1.79 亿元，同比增长 52.40%。受益于各业务线的大幅改善，业绩表现好于此前市场预期。 投资要点

下游客户需求增长，2023 年上半年营收增长 49%：铸造高温合金和变形高温合金两大产品营业收入大幅增长，2023 年 H1 实现营业收入 6.90 亿元，同比增长 49.49%。2023 年 H1 实现归母净利润 1.79 亿元，同比增长 52.40%。从盈利能力来看，2023 年 H1 公司毛利率为 37.21%，受本期营业收入影响，直接材料、人工、制造费用等主营业务成本相应增加，同比增长 0.85pct。下游客户需求增长，业务订单增加，为保证及时交付，2023H1 末存货同比增长 17.10%。2023H1 公司销售费用同比增长 12.08%，研发费用同比下降 1.30%，财务费用受银行借款增加产生的利息支出增加影响，同比增长 129.46%。 沈阳全资子公司投入建设，助力公司产品多样化：在航发集团“小核心大协作”的整体发展思路下，公司设立全资子公司沈阳图南部件及图南智造，主营航空用中小零部件。2022 年 12 月 26 日，公司在沈阳子公司投资建设年产 1000 万件航空用中小零部件自动化产线项目，于 2023 年 5 月收到项目备案证明，项目建成达产后，可形成年产各类航空用中小零部件 1000 万件的生产能力，有望进一步夯实核心竞争力及拓展行业市场。 高温合金系列产品重要供应商，全产业链优势显著：历经多年发展，公司目前已经成为国内高温合金生产企业里少数同时具备生产铸造高温合金母合金、精密铸件、变形高温合金产品的全产业链工业化生产能力的企业。高温合金系列产品解决用户需求的能力相对较强，能够满足用户配套工程的需求，用户的粘性增强，优势显著。 盈利预测与投资评级：基于公司高温合金领域的领先地位，我们维持先前对公司的预测，预计 2023-2025 年归母净利润分别为 3.50/4.70/6.23 亿元；对应 PE 分别为 37/28/21 倍，维持“买入”评级。 风险提示：1) 客户集中度较高；2) 许可资质丧失；3) 军品市场开发难度较大。 (证券分析师：苏立赞 证券分析师：许牧)

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>