

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2023-08-21

宏观策略

2023年08月21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 曾朵红

执业证书：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

固收金工

固收点评 20230818: 荣23转债: 绿色环保新模式, 产能蓬勃成长

我们预计荣23转债上市首日价格在123.68~137.79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，考虑到荣23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25%左右，对应的上市价格在123.68~137.79元之间。我们预计网上中签率为0.0017%，建议积极申购。

固收点评 20230818: 易瑞转债: 食品安全快速检测行业龙头企业

我们预计易瑞转债上市首日价格在138.66~154.48元之间，我们预计中签率为0.0009%。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

汽车行业月报: 新能源8月月报: 7月新能源渗透率达36%

投资建议：聚焦且坚定拥抱汽车【AI智能化+出海】两条主线！3月我们明确提出：2023是汽车切换之年，破旧立新；6月我们明确聚焦：AI智能化+出海两条主线。站在汽车全覆盖比较视角下，我们认为今年汽车行情值得重视的点：电动化逻辑的权重在降低，Q1行情提升了出海逻辑的权重，Q2至今的行情正提升了智能化逻辑的权重。主线一【拥抱AI+汽车智能化】：战略看多H+A股整车板块！优选智能化先发优势者（特斯拉+小鹏汽车+华为合作伙伴（赛力斯+江淮等）），智能化加速跟进（理想汽车/蔚来汽车+比亚迪+长安汽车等）。零部件优选智能化核心产业链：域控制器（德赛西威+均胜电子+华阳集团+经纬恒润）+冗余执行（耐世特+伯特利+拓普集团）+软件算法/检测（中国汽研等）等。电动化零部件核心看大客户绑定：T链（拓普集团+旭升集团+新泉股份+爱柯迪+岱美股份等），一体化/车灯/座椅（文灿股份+星宇股份+继峰股份）。主线二【拥抱汽车出海大时代】：优选技术输出的客车板块（宇通客车+金龙汽车），其次高性价比的重卡板块（中集车辆+中国重汽）+两轮车（雅迪控股/爱

玛科技/春风动力)。风险提示：价格战持续时间和幅度超出预期；新能源渗透率提升低于预期；地缘政治不确定性超出预期等。

人形机器人深度报告：人工智能的终极载体，开启十年产业大周期

投资建议：人形机器人未来十年产业大趋势，短期主题热点长期大成长空间，优选进入 Tesla 供应链核心优质标的或者具备相关技术正在积极切入的公司：1) 总成 | 旋转关节+线性关节：推荐三花智控、拓普集团、汇川技术；2) 手关节：推荐鸣志电器，关注江苏雷利（鼎智科技），3) 减速器&丝杠：推荐双环传动、绿的谐波、秦川机床、贝斯特、恒立液压，4) 无框伺服电机：推荐禾川科技、雷赛智能，关注步科股份、伟创电气等。风险提示：量产进展不及预期；产业链降本不及预期；行业关键技术突破不及预期；市场竞争加剧

推荐个股及其他点评

杭叉集团 (603298)：2023 年中报点评：Q2 归母净利润同比+84%符合预期，锂电化+全球化逻辑兑现

盈利预测与投资评级：公司海外市场拓展提速，我们调整公司 2023-2025 年归母净利润预测为 14（原值 13）/17（原值 16）/20（原值 18）亿元，当前市值对应 PE 为 16/14/11 倍，维持“增持”评级。风险提示：行业竞争格局恶化；原材料价格波动；地缘政治冲突风险

龙净环保 (600388)：2023 年中报点评：紫金入主盈利质量提升，绿电&储能实现从 0 到 1 突破

盈利预测与投资评级：紫金矿业的绿电运营商，全产业链布局的储能新星。我们维持 2023-2025 年公司归母净利润 11.19/16.78/23.35 亿元，同比增速 39%/50%/39%，当前市值对应 2023-2025 年 PE16/10/8x(2023/8/18)，维持“买入”评级。风险提示：紫金矿业可再生能源转型节奏不及预期，紫金矿业矿山扩产进度不及预期，电化学储能竞争加剧。

昊帆生物 (301393)：2023 年半年报点评：业绩短期承压，多肽合成试剂龙头高成长逻辑未变

考虑到公司经营环境的变化，我们将公司 2023-2025 年收入预期由 6.41/9.39/13.68 亿元调整为 5.37/7.15/9.58 亿元，归母净利润由 1.85/2.71/3.90 亿元调整为 1.55/2.04/2.72 亿元，当前股价对应 PE 分别为 59/45/33x，公司作为多肽合成试剂龙头具备较强成长性，维持“买入”评级。

文灿股份 (603348)：2023 年半年报点评：核心客户产销恢复增长，一体化压铸持续拓展！

公司公布 2023 年半年报，业绩符合我们预期。2023 年 H1 实现营收 25.6 亿元，同比+4.9%，环比-8.1%；实现归母净利润 0.14 亿元，同比-89.8%，环比-86.3%；实现扣非归母净利润 0.10 亿元，同比-91.9%，环比-91.8%。2023 年 Q2 实现营收 12.9 亿元，同比+7.6%，环比+1.4%；实现归母净利润 0.11 亿元，同比-80.0%，环比+347.9%；实现扣非归母净利润 0.08 亿元，同比-84.8%，环比+218.1%。

富创精密 (688409)：2023 年中报点评：业绩符合预期，半导体设备零部件国产化提速

盈利预测与投资评级：考虑到公司扩产成本前置、股权激励费用计提等因素，我们调整 2023-2025 年归母净利润预测为 3.0（前值 3.4）/4.6（前值 5.3）/6.5（前值 7.9）亿元，当前市值对应 PE 57/37/26 倍，维持“增持”

评级。风险提示：行业周期波动风险、原材料价格波动、地缘政治冲突等。

盛弘股份 (300693): 工商储+充电桩双轮驱动, 开启公司新纪元

盈利预测与投资评级: 我们预计 2023-2025 年公司归母净利润为 4.4/6.6/8.7 亿元, 对应 PE 为 23/16/12 倍, 考虑到充电桩、储能行业正处于高速发展阶段, 公司将充分受益高增, 同时公司产品、研发、渠道上具有多方优势, 盈利弹性较大, 2023 年我们给予公司 35 倍 PE 作为估值依据, 目标价 49.9 元, 首次覆盖给予“买入”评级。风险提示: 储能行业发展不及预期, 境外政策不确定, 行业竞争格局恶化。

春风动力 (603129): 2023 年半年报点评: 两轮+四轮齐驱, 公司盈利能力持续改善

盈利预测与投资评级: 摩托车业务依托出色的产品力+品牌力成功把握国内消费升级新趋势, 借全地形车经验及渠道, 出海重启; 研发+产品+渠道三轮驱动全地形车全球市占率逐年攀升。我们维持公司业绩预期, 预计公司 2023-2025 年营业总收入 135/170/213 亿元, 归属母公司净利润 10/13/20 亿元, 同比+41%/+36%/+52%, 对应 PE 为 22/16/11 倍。鉴于公司摩托车业务布局完善+品牌力强劲, 全地形车业务研发+渠道优势赋能产品, 我们维持“买入”评级。风险提示: 全球贸易环境不稳定风险; 新车型上量不及预期风险; 运价/汇率等波动风险等。

聚和材料 (688503): 聚和材料 23 年中报点评: N 型占比持续提升, 享受量价双升 α

投资评级: 基于公司正面银浆的领先地位, 有望充分受益于 N 型迭代下全球光伏装机需求的高速发展, 我们维持公司盈利预测, 我们预计公司 2023-25 年归母净利润为 5.9/8.2/10.2 亿元, 同增 51%/38%/25%。基于公司团队、技术、渠道方面的优势, 我们给予公司 2023 年 30xPE, 对应目标价 107.3 元, 维持“买入”评级。风险提示: 竞争加剧, 政策不及预期等。

达达集团 (DADA): 2023 二季报点评: 首次季度扭亏为盈, 全年盈利目标有望实现

公司 Q2 顺利实现扭亏为盈, 在供给端和流量端持续发力下, 我们看好公司在盈利前提下继续保持稳健增长。我们维持预测公司 23-25 年经调归母净利润 0.21/7.72/9.26 亿元, 对应 PE 506/14/11 倍, 维持“买入”评级 (人民币兑美元汇率取 2023/8/17 数据 1 美元=7.3103 人民币)

晶升股份 (688478): 2023 年中报点评: 业绩高增长, 股权激励彰显成长信心

23H1 业绩高增长, 股权激励彰显成长信心。23H1, 公司实现营收 1.14 亿元, YoY+76%, 归母净利润 0.15 亿元, YoY+447%; 23Q2, 公司实现营收 0.76 亿元, YoY+57%, 归母净利润 0.13 亿元, YoY+222%, 销售收入增加与成本管控带来规模效应。公司同时发布 2023 年限制性股票激励计划 (草案), 涉及员工范围较广, 包括董事、高管、核心技术人员等共 80 人, 拟授予限制性股票总量为 130 万股, 占总股本的 0.94%, 公司层面业绩考核目标以 22 年营收为基数, 23-25 年营收增长率不低于 80%/170%/270%, 营收高增长目标彰显公司成长信心。1) 碳化硅单晶炉: 国产衬底厂商加速扩产, 碳化硅单晶炉快速放量。23H1, 公司碳化硅单晶炉实现营收 0.7 亿元, 同增 67%。需求端, 根据测算, 23-26 年国内衬底厂商新增产能对应单晶炉市场约 88 亿元。供给端, 公司及北方华

创国内碳化硅厂商采购份额约 30%、50%，公司量产客户包括三安光电、东尼电子、比亚迪等国内龙头衬底厂商，在三安处份额约 80%，并持续配合客户进行晶体性能优化，推进 8 英寸、电阻加热、LPE 单晶炉等新品研发，未来有望深度受益碳化硅高增长。 2) 半导体级单晶炉：国产替代空间广阔，12 英寸单晶炉进入快车道。23H1，公司半导体级单晶炉实现营收 0.13 亿元，同减 41%。需求端，根据测算，23-25 年国内硅片新增产能对应单晶炉市场约 72 亿元。供给端，半导体级单晶炉国产化率仅 30%，公司已实现沪硅产业、立昂微、神工股份等国内龙头硅片厂商的批量供货，同时沪硅产业、立昂微均对公司战略参股，未来公司有望深度受益大尺寸硅片加速国产替代趋势。 3) 其他晶体生长设备：基于技术同源、客户协同性，打开成长天花板。公司根据客户差异化应用需求，研发、供应其他晶体生长设备，其中，自动化拉晶控制系统（软硬件）可应用于光伏电池片制造，同时公司在研碳化硅外延设备、多线切割整机设备等项目，未来有望基于技术同源、客户协同性，打开成长天花板。 盈利预测与投资评级：公司是碳化硅&半导体级单晶炉国内领先供应商，下游需求旺盛背景下，有望绑定大客户、实现快速增长。基于此，我们维持公司的盈利预测，23-25 年归母净利润为 0.7 /1.3 /2.1 亿元，当前市值对应 PE 分别为 84/44/28 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

赛腾股份 (603283): 2023 年中报点评: 业绩超出预告指引, 盈利水平明显提升

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 年公司归母净利润预测为 4.12、5.65 和 7.51 亿元，当前市值对应动态 PE 分别为 19/14/11 倍。考虑到公司在消费电子领域的竞争力，以及半导体领域的成长潜力，维持“买入”评级。 风险提示：减持风险、盈利水平下滑、新业务拓展不及预期等。

科思股份 (300856): 2023 半年报点评: 2023Q2 淡季不淡营收增速亮眼, 盈利能力持续改善

公司是稀缺的化妆品原料全球龙头，需求较为旺盛、新品类推出较快，我们将公司 2023-25 年归母净利润从 5.41/6.83/8.67 亿元上调为 6.85/8.47/10.34 亿元，分别同增 77%/24%/22%，当前市值对应 2023~25 年 PE 为 19x/15x/13x，维持“买入”评级。

科达利 (002850): 2023 年中报点评: 业绩符合市场预期, 盈利能力环比提升

盈利预测与投资评级：考虑行业增速放缓，我们下修 23-25 年归母净利润至 13/18/25 亿元（原预测 15/21/30 亿元），同比+45%/40%/37%，对应 25/18/13xPE，给予 24 年 25xPE，目标价 169.8 元，“买入”评级。 风险提示：需求不及预期，市场竞争加剧。

芒果超媒 (300413): 2023 半年报点评: 多档头部综艺上线, 电商 GMV 高增长

我们看好公司优质内容壁垒和 AI 技术进展，维持 2023-2025 年 EPS 为 1.29/1.56/1.76 元，当前股价对应 2023-2025 年 PE 为 24/20/18 倍，维持“买入”评级。

京东集团-SW (09618.HK): 2023Q2 财报点评: 营收利润双超预期, 业务调整初见成效

由于公司营收及利润高于市场预期且公司结构优化及业务调整进展顺利，因此我们维持 2023-2025 年的 EPS(Non-GAAP)预测为 10.4/12.7/14.4

元，对应 PE 分别为 12.3/10.2/8.9 倍（港币/人民币=0.9204，2023/8/17 数据）。公司将构筑越来越强的竞争优势，我们维持公司“买入”评级。

洪城环境 (600461): 2023 年中报点评: 业绩稳健增长, 优质运营资产迎价值重估

盈利预测与投资评级: 综合环保公用平台稳健发展, 南昌市管网投资&直饮水打开业务空间。我们维持 2023-2025 年归母净利润预测 10.47/11.90/12.71 亿元, 同比+11%/14%/7%, 对应 2023-2025 年 PE 8.6/7.6/7.1 倍 (估值日期: 2023/8/17), 维持“买入”评级。风险提示: 政策风险、市场拓展风险、项目进展不达预期等。

中国海油 (600938): 2023 年半年报点评: 高资本开支推动油气产量增长, 降本增效成果显著

盈利预测与投资评级: 根据公司增储上产&新项目推进情况, 我们调整公司 2023-2025 年归母净利润分别 1421、1348 和 1377 亿元(此前 2023-2025 年预期为 1406、1341 和 1369 亿元), 同比增速分别 0%、-5%、2%, 2023 年 8 月 17 日收盘价对应的 A 股 PE 分别 6.17、6.51 和 6.37 倍。公司盈利能力显著, 成本管控优异, 维持“买入”评级。风险提示: 宏观经济波动; 油价波动; 公司增储上产速度不及预期。

星网宇达 (002829): 2023 年中报点评: 营收盈利双增长, 无人机业务发展亮眼

盈利预测与投资评级: 基于公司无人靶机领域的领先地位, 我们维持先前的预测, 预计 2023-2025 年归母净利润分别为 3.30/4.49/5.44 亿元, 对应 PE 分别为 19/14/12 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

固收点评 20230818：荣 23 转债：绿色环保新模式，产能蓬勃成长

事件 荣 23 转债（113676）于 2023 年 8 月 18 日开始网上申购：总发行规模为 5.76 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于年产 5 亿平方绿色智能包装产业园项目（一期）、绿色智能化零土地技改项目、生物质锅炉项目以及补充流动资金。当前债底估值为 83.65 元，YTM 为 3.09%。荣 23 转债存续期为 6 年，东方金诚国际信用评估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%、0.80%、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 6.25%（2023-08-17）计算，纯债价值为 83.65 元，纯债对应的 YTM 为 3.09%，债底保护一般。当前转换平价为 104.5 元，平价溢价率为-4.32%。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 26 日至 2029 年 08 月 17 日。初始转股价 15.74 元/股，正股荣晟环保 8 月 17 日的收盘价为 16.45 元，对应的转换平价为 104.51 元，平价溢价率为-4.32%。转债条款中规中矩，总股本稀释率为 11.62%。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 15.74 元计算，转债发行 5.76 亿元对总股本稀释率为 11.62%，对流通盘的稀释率为 11.62%，对股本有一定的摊薄压力。观点 我们预计荣 23 转债上市首日价格在 123.68~137.79 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，考虑到荣 23 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 25%左右，对应的上市价格在 123.68~137.79 元之间。我们预计网上中签率为 0.0017%，建议积极申购。深耕行业四十余年，立足平湖，致力于生态造纸、环保热电、绿色包装、实业投资、新能源新材料五大板块，引领长三角核心，倡导绿色低碳发

展。公司主要产品有高档牛皮箱板纸、高强瓦楞原纸、高密度纸板、电商纸板、功能化纸箱、电力、蒸汽等。2018年以来公司营收稳步增长，2018-2022年复合增速为5.24%。2018年以来，公司营业收入缓慢增长，增速呈现“倒V”波动，主要系公司产能进一步释放，产量、销量同步增加。2022年，公司实现营业收入25.63亿元（同比+6.14%）。与此同时，归母净利润下降，2018-2022年复合增速为-5.18%，2022年实现归母净利润1.68亿元（同比-40.89%）。主要系国内宏观经济环境波动以及局部地区物流受限等影响，公司主要原材料、能源等价格持续上涨，从而导致利润下降。公司主要营收构成稳定，原纸为其主要营收来源。2020-2022年，公司原纸占营业收入的比例分别为79.27%，82.99%和84.13%。公司销售净利率和毛利率近年下行，销售费用率持平，财务与管理费用率上升，费用率均低于行业平均水平。2018-2022年，公司销售净利率分别为9.96%、14.87%、13.68%、11.78%和6.56%，销售毛利率分别为13.43%、16.56%、15.69%、15.44%和8.04%。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 20230818：易瑞转债：食品安全快速检测行业龙头企业

事件 易瑞转债（123220.SZ）于2023年8月18日开始网上申购：总发行规模为3.28亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于“食品安全快速检测产业化项目（二期）”、“动物诊断产品产业化项目”、“快检技术研发中心建设项目”及补充流动资金。当前债底估值为73.04元，YTM为3.06%。易瑞转债存续期为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：0.20%、0.40%、0.60%、1.50%、1.80%、2.00%，公司到期赎回价格为票面面值的115.00%（含最后一期利息），以6年A+中债企业债到期收益率8.68%（2023-08-17）计算，纯债价值为73.04元，纯债对应的YTM为3.06%，债底保护一般。当前转换平价为117.1元，平价溢价率为-14.66%。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26日至2029年08月17日。初始转股价12.87元/股，正股易瑞生物8月17日的收盘价为15.08元，对应的转换平价为117.17元，平价溢价率为-14.66%。转债条款中规中矩，总股本稀释率为5.98%。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12.87元计算，转债发行3.28亿元对总股本稀释率为5.98%，对流通盘的稀释率为18.93%，对股本摊薄压力较小。观点 我们预计易瑞转债上市首日价格在138.66~154.48元之间，我们预计中签率为0.0009%。综合可比标的以及实证结果，考虑到易瑞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25%左右，对应的上市价格在138.66~154.48元之间。我们预计网上中签率为0.0009%，建议积极申购。公司作为高新技术企业，在专业人才与研发平台的支持下，承担了多项国家、省、市、区级重点研发项目，始终专注于食品安全快速检测领域和体外诊断领域，并逐步向动物诊断领域拓展。部分产品取得了欧盟CE认证、美国FDA认证、美国分析化学家协会(AOAC)认证等国际认证，是新西兰、白俄罗斯、法国、比利时、波兰、厄瓜多尔等国家认可的中国大陆快检产品。2018年以来公司营收整体呈现上升趋势，2018-2022年复合增速为35.31%。2022年，公司实现营业收入6.87亿元，同比增加14.95%。与此同时，归母净利润也不断浮动，2018-2022年复合增速为2.92%。2022年实现归母净利润0.83亿元，同比减少

64.92%。2022年，公司主营业务未发生重大变化。快速检测技术应用至食品安全和体外诊断领域，逐步向动物诊断领域拓展。食品安全、体外诊断、动物诊断三大业务营收分别占比26.92%、72.71%、0.37%。公司销售净利率和毛利率自2021年后大幅下降，2018-2022年，公司销售净利率分别为36.07%、38.59%、25.32%、39.57%和12.03%，销售毛利率分别为68.38%、72.46%、75.37%、71.63%和56.51%；销售费用率和管理费用率自2021年后呈上升趋势，主要原因是新冠检测产品销售业务大幅下滑的情况下，体外诊断业务团队仍保持较高的位置，导致各项费用高位运行；财务费用率在2022年出现下降原因是汇兑收益较多。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

汽车行业月报：新能源8月月报：7月新能源渗透率达36%

投资要点 行业景气度跟踪：7月零售表现超预期。乘联会口径：7月狭义乘用车产量实现210.1万辆（同比-2.6%，环比-4.3%），批发销量实现206.5万辆（同比-3.2%，环比-7.6%）。交强险口径：7月行业交强险口径销量为172.3万辆，同环比分别+0.2%/-9.9%。中汽协口径：7月乘用车总产销分别实现211.5/210万辆，同比分别-4.3%/-3.4%，环比分别-4.7%/-7.4%。7月整体产批表现符合预期，呈现正常季度波动走势。出口方面：7月中汽协口径乘用车出口32.6万辆，同环比分别为+34.7%/+4.5%。展望2023年8月：汽车消费淡季以及高温影响下我们预计8月行业产量为203万辆，同环比分别-4.0%/-3.4%；批发为209.1万辆，同环比分别-0.3%/+1.2%。交强险零售预计174.1万辆，同环比分别-4.1%/+1.0%。新能源批发预计78.7万辆，同环比分别+24.6%/+6.8%。新能源跟踪：7月新能源汽车批发渗透率35.69%，环比+1.66pct。乘联会口径，7月新能源汽车产量76.2万辆（同比+31.2%，环比+3.6%），批发销量实现73.7万辆（同比+30.7%，环比-3.1%）。交强险口径，7月新能源零售60.7万辆（同比+37.1%，环比-7.3%）。分地区来看，7月非限购地区新能源销量占比上升。7月非限购地区新能源车销量占比为80.74%，环比+2.35pct。分价格带来看，7月10-15万元、20-25万元、25-30万元、40万元以上价格带占比下滑，环比分别-0.85/-2.77/-3.98/-0.48pct。分价格带来看新能源车渗透率，7月20-25万元/25-30万元/40万元以上价格带新能源车渗透率下滑，渗透率绝对值分别为33.99%/38.09%/20.23%，环比分别-3.21/-10.72/-3.67pct。自主崛起跟踪：整体自主批发市占率环比上升。分车辆类型：7月乘用车整体/轿车/SUV市场自主品牌市占率分别为58.64%/51.38%/64.2%，分别环比+4.5pct/+4.0pct/+5.0pct；分技术路线：7月BEV/PHEV市场自主品牌市占率为81.23%/91.07%，分别环比+8.07pct/+0.30pct。投资建议：聚焦且坚定拥抱汽车【AI智能化+出海】两条主线！3月我们明确提出：2023是汽车切换之年，破旧立新；6月我们明确聚焦：AI智能化+出海两条主线。站在汽车全覆盖比较视角下，我们认为今年汽车行情值得重视的点：电动化逻辑的权重在降低，Q1行情提升了出海逻辑的权重，Q2至今的行情正提升了智能化逻辑的权重。主线一【拥抱AI+汽车智能化】：战略看多H+A股整车板块！优选智能化先发优势者（特斯拉+小鹏汽车+华为合作伙伴（赛力斯+江淮等）），智能化加速跟进（理想汽车/蔚来汽车+比亚迪+长安汽车等）。零部件优选智能化核心产业链：域控制器（德赛西威+均胜

电子+华阳集团+经纬恒润)+冗余执行(耐世特+伯特利+拓普集团)+软件算法/检测(中国汽研等)等。电动化零部件核心看大客户绑定:T链(拓普集团+旭升集团+新泉股份+爱柯迪+岱美股份等),一体化/车灯/座椅(文灿股份+星宇股份+继峰股份)。主线二【拥抱汽车出海大时代】:优选技术输出的客车板块(宇通客车+金龙汽车),其次高性价比的重卡板块(中集车辆+中国重汽)+两轮车(雅迪控股/爱玛科技/春风动力)。风险提示:价格战持续时间和幅度超出预期;新能源渗透率提升低于预期;地缘政治不确定性超出预期等。

(证券分析师:黄细里 证券分析师:杨惠冰

研究助理:孟璐)

人形机器人深度报告:人工智能的终极载体,开启十年产业大周期

u 人形机器人开启人工智能应用大未来,未来十年产业大趋势确立:人形机器人的通用性打破工业及服务机器人的限制,近2年国内外资本大举进入,未来20年产业大趋势确立。特斯拉机器人兼具性能与性价比,目标定价2万美金,且进度引领全球,目前处于B样阶段,24年底有望开始小批量,率先与工厂应用,商业化路径将从细分领域突破到通用型,从tob向toc转变,28-30开始大规模放量。我们预测全球25年人形机器人初步商业化,销量2-3万台,30年新增需求100万台,2035年销量有望突破1000万台。u AI加速人形机器人产研,特斯拉引领全球:软件决定人形机器人高度,算法需与硬件匹配,而科技巨头具备超强研发实力及软件技术优势,其中特斯拉凭借FSD算法算力积累、电动车供应链降本优势,遥遥领先。特斯拉将FSD纯视觉+深度学习神经网络嫁接至人形机器人,利用仿真虚拟大模型及自动驾驶积累数据提升算法训练效率,从而提高机器人平衡性能、行走步态、手部抓取等。此外,特斯拉自研的FSD芯片与Dojo超算提供算力支撑。u 特斯拉运控系统最具量产优势,中国供应链受益:特斯拉机器人核心关节包括三大类、40个执行器组成,其中身体14个旋转执行器(谐波减速器方案)、14个线性执行器(滚柱丝杠+梯形丝杠方案),手部12个空心杯模组。目前执行器三花与拓普均已送样,手部关节鸣志电器已送样。目前整机bom成本超30万,大规模量产后将降至10万元。从价值量及技术壁垒综合看,零部件排序为六维/丝杠/减速器/空心杯/无框力矩电机。六维传感器:目前进口价值量高,单个1-2万元,推测手腕或各使用一个,国产技术未完全突破;滚柱丝杠:线性执行器中使用8个左右,目前单个价值量1-2万元,龙头为欧洲厂商,看好速滚柱丝杠国产化的大幅降本;谐波减速器:旋转执行器中使用14个,单个价值量1200元,供应商为绿的,未来随小厂起量,价格有下降空间,同时髋关节或使用新型RV减速器替代,双环已启动研发;空心杯:用量12个,单个价值量1000元,鸣志已送样,后续拓展至集成,提高ASP;无框电机:主要供应商为美企,壁垒接近伺服电机,伺服相关厂家可以切入,且执行器集成商也可自产。u 对标电动车化,人形机器人星辰大海:从股价角度看,电动车行情2010年第一次纯主题炒作,涨幅超1倍;2012年底-2014年产业化前夕的主题投资,主线清晰,特斯拉概念受追捧,涨幅超2倍。因此人形机器人放量行情前的主题投资仍值得参与。从产业角度看,电动车19年底开启的放量行情中,价值高/壁垒高/格局好的环节,如整车、电池、隔膜、电解液等易出10倍股,因此对于机器人投资,优选绑定头部企业、壁垒最高核心环节、单机价值量可提升环节。u 投资建议:人形机器人未来十年产业大趋势,短期主题热点长期大成长空间,优选进入Tesla供应链核心优质标的或者具备相关技术正在积极切入的公司:1)总成|旋转关节+线性关节:推荐三花智控、拓普集团、

汇川技术；2) 手关节：推荐鸣志电器，关注江苏雷利（鼎智科技），3) 减速器&丝杠：推荐双环传动、关注绿的谐波、秦川机床、贝斯特、恒立液压，4) 无框伺服电机：推荐禾川科技、雷赛智能，关注步科股份、伟创电气等。风险提示：量产进展不及预期；产业链降本不及预期；行业关键技术突破不及预期；市场竞争加剧

(证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕
证券分析师：谢哲栋)

推荐个股及其他点评

杭叉集团（603298）：2023年中报点评：Q2 归母净利润同比+84%符合预期，锂电化+全球化逻辑兑现

事件：公司披露 2023 年半年报，业绩与预告中值基本一致，符合市场预期。投资要点 Q2 归母净利润同比+84%符合预期，海外市场增速亮眼 公司 2023 年上半年实现营业总收入 82 亿元，同比增长 9%，归母净利润 7.8 亿元，同比增长 72%，单 Q2 实现营收 43 亿元，同比增长 9%，实现归母净利润 4.9 亿元，同比增长 84%。业绩接近预告中值，符合市场预期。分区域，2023 年上半年（1）国内：实现营收 54 亿元，同比增长 1%，（2）海外：实现营收 27 亿元，同比增长 33%。2023 上半年叉车行业销量同比增长 6%，其中国内增长 5%，海外增长 8%。公司综合实力强劲，且产品结构优于行业，收入相对行业具备明显阿尔法。利润增速远超营收，我们判断系（1）高毛利率的锂电产品占比提升，（2）高毛利率的海外收入占比提升，（3）钢材等原材料价格下降，（3）中策橡胶等联营公司经营改善，投资收益增厚业绩。展望下半年，国内需求同环比有望好转，海外尤其是北美制造业景气度持续，叉车产业升级趋势不变，公司有望保持成长性。受益业务结构优化，盈利能力提升明显 2023 年上半年公司销售毛利率 19.1%，同比提升 3.0pct，销售净利率 10.1%，同比提升 3.5pct，受益于高毛利率锂电产品、出口产品占比提升、原材料价格下降，毛利率提升明显。公司费控能力维持稳定，期间费用率基本持平：2023 年上半年期间费用率为 8.9%，同比提升 0.2pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.2%/2.2%/4.2%/-0.7%，同比分别变动 0.5/0.1/0.1/-0.5pct。展望未来，公司业务结构仍有优化空间，且产能充足，随经营规模扩大，规模效应持续释放，利润率仍有提升空间。锂电化、全球化和后市场逻辑不变，看好叉车龙头成长性 我们看好公司中长期成长性：（1）叉车锂电化仍有空间，2023 上半年我国叉车行业平衡车电动化率约 27%，相对 2022 年提升 1pct，但仍低于海外 43%水平，提升空间较大。锂电叉车价格约油车 2 倍，毛利率高于油车 2-3pct，公司锂电化转型领先行业，将持续受益。（2）2022 年海外叉车市场约 1100 亿元，国产叉车相对海外品牌具备性价比、交期、锂电产业链领先三大优势，2022 年杭叉海外份额仅 4%，提升空间较大。（3）海外龙头厂商后市场服务与租赁收入占比约 40%，并贡献 70%以上毛利。国内叉车厂以设备销售为主，后市场与租赁业务占比仍然较低。随设备保有量提升，远期看后市场业务拓展有望为公司带来业绩增量。盈利预测与投资评级：公司海外市场拓展提速，我们调整公司 2023-2025 年归母净利润预测为 14（原值 13）/17（原值 16）/20（原值 18）亿元，当前市值对应 PE 为 16/14/11 倍，维持“增持”评级。风险提示：行业竞争格局恶化；原材料价格波动；地缘政治冲突风险

(证券分析师：周尔双 证券分析师：罗悦 研究助理：韦译捷)

龙净环保 (600388): 2023 年中报点评: 紫金入主盈利质量提升, 绿电&储能实现从 0 到 1 突破

投资要点 事件: 2023 年上半年公司实现营业收入 49.41 亿元, 同比增长 1.07%; 归母净利润 4.28 亿元, 同比增长 12.09%; 扣非归母净利润 2.94 亿元, 同比下降 9.39%; 加权平均 ROE 同比增长 0.22pct, 至 5.61%。 订单稳定增长&毛利率提升, 绿电首次实现收入。2023H1 公司实现营业收入 49.41 亿元, 同增 1.07%; 归母净利润 4.28 亿元, 同增 12.09%。其中, 环保装备制造及工程业务收入 44.33 亿元, 同比 +1.91%, 毛利率 25.56%; 运营项目实现收入 3.65 亿元, 同减 11.62%, 毛利率 26.95%; 清洁能源业务首次实现收入 1209.22 万元, 毛利率 49.17%。2023 年上半年, 公司签订工程合同共计 59.03 亿元, 同增 7.52%, 期末在手工程合同达到 202.58 亿元。2023 年 6 月公司收回华泰保险股权投资款 14.1 亿元, 历史遗留问题得以解决。 绿电建设加快推进, 储能订单实现突破。1) 绿电: 公司上半年加快风电光伏项目建设进度, 加紧建设新疆克州乌恰县一期 300MW 光伏、黑龙江多铜一期 200MW 风光、塞尔维亚光伏、圭亚那光伏等项目, 并有多个项目计划开建。2) 储能: 公司储能订单首次突破, 签订 4307.75 万元储能系统及设备销售合同。目前储能电芯产线仍处于建设阶段, 储能电池 PACK 与系统集成生产线基本完工。 紫金矿业的绿电运营商, 全产业链布局的储能新星。1) 矿山绿电空间广阔, 紫金自用盈利优异。紫金矿业全面拥抱新能源, 目标 2030 年可再生能源占比不低于 30% (2022 年仅为 16%), 对应绿电装机规模月 7GW (2022 年装机规模仅 0.05GW)。高自发自用比例, 与紫金结算电价盈利优异。我们预计矿业光伏/风电全投资 IRR 分别可达 12%/12%, 单 GW 净利可达 2.4/3.6 亿元。2) 储能新星升起, 协同紫金全产业链布局。结合紫金上游锂资源及锂电材料布局以及龙净中游储能电池与下游销售渠道优势, 储能成为紫金与龙净协同发展的最佳契合点。龙净铁锂储能电芯、PACK、系统集成项目即将投运, 贡献新成长。 盈利预测与投资评级: 紫金矿业的绿电运营商, 全产业链布局的储能新星。我们维持 2023-2025 年公司归母净利润 11.19/16.78/23.35 亿元, 同比增速 39%/50%/39%, 当前市值对应 2023-2025 年 PE16/10/8x (2023/8/18), 维持“买入”评级。 风险提示: 紫金矿业可再生能源转型节奏不及预期, 紫金矿业矿山扩产进度不及预期, 电化学储能竞争加剧。

(证券分析师: 袁理 证券分析师: 任逸轩)

昊帆生物 (301393): 2023 年半年报点评: 业绩短期承压, 多肽合成试剂龙头高成长逻辑未变

投资要点 事件: 2023 年 8 月 17 日晚昊帆生物发布 2023 年半年度报告, 2023 年 H1 公司营收 2.10 亿元 (-22.3%, 括号内为同比, 下同), 归母净利润 5874 万元 (-21.2%), 扣非归母净利润 5551 万元 (-25.4%); 单 Q2 营收 8489 万元 (-43.1%), 归母净利润 2245 万元 (-45.9%), 扣非归母净利润 2155 万元 (-48.8%)。 受产能、新冠产品需求下滑、下游需求疲软等因素影响业绩略有承压: 分业务来看, 2023H1 公司多肽合成试剂营收 1.64 亿元 (-25.3%), 通用型分子砌块业务营收 3982 万元 (+15.1%)。公司业绩有所下滑的主要原因为: ①因产能不足导致部分订单交付时间未达预期; ②与抗新冠病毒药物研发与生产相关的碳二亚胺型缩合试剂、手性消旋抑制剂等产品销售收入相较去年同期下降较大; ③下游需求疲软, 竞争加剧, 也使销售订单增速放缓。 多肽合成试剂龙头, 业绩短期扰动, 高成长逻辑未变: 我们认为①公司上市前就面临产能紧张的问题, 2023H2 安徽二期产能有望验收后试生产, 后续产能规划也较为充沛, 产能不足问题将得到有效解决, 从

而推动公司业绩高增长；②2022年抗病毒药物相关产品销售主要集中于2022H1，我们认为2023H2新冠相关产品对公司收入的扰动较小；③公司作为多肽合成试剂全球龙头，产品线齐全，竞争优势明显，随着下游含酰胺键化药、GLP-1等多肽类药物市场规模的扩容，公司客户管线往后端的推进，产能的逐步投放以及分子砌块与蛋白质试剂业务的拓展，高成长逻辑不变。盈利预测与投资评级：考虑到公司经营环境的变化，我们将公司2023-2025年收入预期由6.41/9.39/13.68亿元调整为5.37/7.15/9.58亿元，归母净利润由1.85/2.71/3.90亿元调整为1.55/2.04/2.72亿元，当前股价对应PE分别为59/45/34×，公司作为多肽合成试剂龙头具备较强成长性，维持“买入”评级。风险提示：委外生产模式的经营风险；抗病毒药物对公司业绩扰动；市场竞争加剧与产能不能及时消化风险等。

(证券分析师：朱国广 证券分析师：周新明
研究助理：张坤)

文灿股份(603348)：2023年半年报点评：核心客户产销恢复增长，一体化压铸持续拓展！

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25.6亿元，同比+4.9%，环比-8.1%；实现归母净利润0.14亿元，同比-89.8%，环比-86.3%；实现扣非归母净利润0.10亿元，同比-91.9%，环比-91.8%。2023年Q2实现营收12.9亿元，同比+7.6%，环比+1.4%；实现归母净利润0.11亿元，同比-80.0%，环比+347.9%；实现扣非归母净利润0.08亿元，同比-84.8%，环比+218.1%。核心客户需求不及预期，营收承压有望实现反转。2023H1文灿本部营收为11.3亿元，同比-0.9%，环比-21.6%，主要系公司核心客户蔚来产量下降，2023H1产量为5.46万辆，同比+7.35%，环比-24.9%。2023年6月蔚来全系车型售价减少3万元，将换电权益与车价剥离，同时在Q2推出4款新车，受到新价格政策以及新车交付双重刺激，蔚来汽车6/7月产量分别为1.07/2.05万辆，环比+74%/+91%，产/销有望持续增长。国内产能投放折旧+海外设备迭代周期，致使盈利承压。2023年Q2公司毛利率为12.1%，同比-5.1pct，环比-2.2pct。国内乘用车价格竞争激烈+部分客户需求不及预期，公司产能利用率下降，叠加公司增设的产能设备开始折旧等因素，导致国内毛利率有所下降。同时，百炼集团墨西哥工厂因为设备处于迭代周期带来质量成本支出上升；墨西哥第三工厂一期厂房处在设备采购阶段，使得其暂时亏损。一体化压铸业务持续拓展，积极推进再融资满足产能布局。2023H1公司一体化结构件良品率稳定在95%及以上，获得3家客户的9个大型一体化车身结构件定点、某客户的汽车电池盒项目定点、某客户包括电机壳在内的22个电机和电控产品定点，2023H2公司将有4个一体化结构件项目陆续量产。为满足发展战略及客户需求，公司将择机启动35亿元的定增再融资事宜。盈利预测与投资评级：基于核心客户需求不及预期造成公司业绩承压，我们下调公司2023-2025年营收预测为56.28/72.86/86.11亿元（前值为64.62/84.50/106.39亿元），同比分别+8%/+29%/+18%；下调2023-2025年归母净利润预测为1.35/2.66/4.11亿元（前值为2.79/3.96/5.15亿元），同比分别-43%/+98%/+54%，对应PE分别为84/43/28倍，鉴于后续客户产销有望持续增长，一体化压铸业务持续放量，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，一体化压铸需求不及预期，铝合金价格上涨超出预期。

(证券分析师：黄细里 证券分析师：谭行悦)

富创精密(688409)：2023年中报点评：业绩符合预期，半导体设备

零部件国产化提速

事件：公司披露 2023 年半年报，业绩与预告中值基本一致，符合市场预期。投资要点 业绩符合预期，国内市场收入增速亮眼 2023 年上半年公司实现营业总收入 8.3 亿元，同比增长 38.6%，归母净利润 0.96 亿元，同比下降 4.8%，扣非归母净利润 0.25 亿元，同比下降 66.1%，业绩近预告中值，符合市场预期。分区域看，2023 年上半年公司实现国内营收 5.3 亿元，同比增长 73.1%，国产化进程提速，海外营收 2.9 亿元，同比增长 1.7%。分业务看，公司产品由定制化单件向模组化转型，①模组：实现营收 3.5 亿元，同比增长 188.9%，成为公司第一大收入来源，②工艺件：实现营收 2.0 亿元，同比增长 11.2%，③结构件：实现营收 2.0 亿元，同比增长 1.8%，④气体产品：实现营收 0.7 亿元，同比下降 23.2%。公司利润增速短期承压，系①南通、北京生产基地建设储备人才和设备，人工成本、折旧摊销费用分别增加 0.24、0.11 亿元，剔除该影响公司归母净利润同比增长 29.9%。②低毛利率的模组产品收入占比提升。③公司增强研发投入，研发费用同比增长 99%。随公司产能释放，利润增速有望修复。受业务结构变动、扩产及股权激励计提费用影响，盈利能力阶段性下滑 2023 年上半年公司销售毛、净利率分别为 27.6%、11.7%，同比分别下降 6.0pct、4.6pct，期间费用率为 23.7%，同比增长 6.1pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.2/10.1/11.1/0.3%，同比分别变动 0.8/2.3/3.4/-0.4pct。公司盈利能力下滑，主要受产品结构调整、扩产后规模效应未发挥、股权激励计提费用影响。未来随生产基地投入使用，经营管理效率提升，盈利能力有望修复。半导体设备零部件龙头，前瞻性扩产打开成长空间 公司是国内纯度最高、规模最大、产品种类最全的半导体零部件供应商，深度受益半导体设备及零部件国产化浪潮，已进入国内外主流半导体龙头设备商供应链，研发实力强劲、客户资源优质。在国内，公司计划建成沈阳、南通、北京三大生产基地，前瞻性布局产能。其中，南通厂处于导入设备、调试阶段，预计 2023 年释放约 30%的产能，2025 年达产后年产值约 20 亿元，北京厂预计 2027 年达产，达产产值约 20 亿元。在海外，公司 2023 年 8 月 5 日发布公告，拟于新加坡建立全资子公司，增强海外市场布局，有望减轻因地缘政治因素对公司海外业务造成的影响。半导体产业链国产替代趋势下，公司随产能扩张、渠道建设持续推进，有望保持成长性。盈利预测与投资评级：考虑到公司扩产成本前置、股权激励费用计提等因素，我们调整 2023-2025 年归母净利润预测为 3.0(前值 3.4)/4.6(前值 5.3)/6.5(前值 7.9) 亿元，当前市值对应 PE 57/37/26 倍，维持“增持”评级。风险提示：行业周期波动风险、原材料价格波动、地缘政治冲突等。

(证券分析师：周尔双 证券分析师：罗悦 研究助理：韦译捷)

盛弘股份(300693)：工商储+充电桩双轮驱动，开启公司新纪元

投资要点 四条主线打造差异化竞争优势，储能及充电桩贡献强劲增长动力。公司作为电力电子平台型公司，起家于 APF、SVG 等传统业务，后紧抓行业发展趋势，进入储能、电动汽车与电池化成与检测市场。近年来公司新能源产品线营收占比逐步扩大，2022 年已达 62.5%，我们认为公司有望在未来一轮储能及充电桩爆发趋势中收获放量。差异化策略助力大储盈利领先，工商业经济性拐点在即有望放量。1) 大储：市场端公司差异化布局：境内主推纯 PCS，境外主推半集成系统，充分发挥优势避免与客户竞争，客户端境外精选高质量客户保证高毛利率；碳酸锂价格跌至 30 万元/吨以内推动储能 IRR 提升，境内外政策推动大储放量，公司加强 IGBT 模块供应下充分受益，我们预

计 2023 年公司储能出货可达到 3GW+。2) 工商储: 境内峰谷价差拉大叠加政策推动工商储拐点初现, 浙江工商储 IRR 可达 23.85%, 经济性凸显, 公司前瞻布局、产品储备丰富, 客户渠道与原业务共用下快速起量, 我们预计 2023 年公司工商储出货可达 400-500MW, 同比翻三倍以上增长。充电桩需求高涨, 定位高端产品, 需求缺口推动快速发力。受益于新能源汽车发展, 境内外充电桩需求高增。产品端, 公司充电桩产品采用有源 APFC 技术, 性能优异, 系统效率达到 95% 以上, 功率因数达 0.99, 同时认证领先; 盈利端, 公司是全国首家在大功率直流充电系统中具备交流侧漏电保护功能的企业, 多年深耕行业, 现有产品定位高端, 毛利率长期领跑行业。公司充电桩业务境内外稳步发展, 并享有优质客户资源, 我们预计 2023 年充电桩业务收入有望达 9.5 亿元。其他业务方面, 电能质量设备定位“现金牛”, 电池化成与检测业务亦稳步增长。综合考虑行业特征及公司实力, 叠加行业进入稳增长阶段, 我们预计公司电能设备板块未来将保持 10-20% 的稳健增速; 公司耕耘电池化成与检测业务十年, 产品相比于业内其他公司具有更多优势, 具有能量高效利用等特性, 深受下游客户青睐, 我们认为公司将继续保持技术领跑者地位, 预计 2023 年公司该业务收入达 3-4 亿元, 同增 50%+。盈利预测与投资评级: 我们预计 2023-2025 年公司归母净利润为 4.4/6.6/8.7 亿元, 对应 PE 为 23/16/12 倍, 考虑到充电桩、储能行业正处于高速发展阶段, 公司将充分受益高增, 同时公司产品、研发、渠道上具有多方优势, 盈利弹性较大, 2023 年我们给予公司 35 倍 PE 作为估值依据, 目标价 49.9 元, 首次覆盖给予“买入”评级。风险提示: 储能行业发展不及预期, 境外政策不确定, 行业竞争格局恶化。

(证券分析师: 曾朵红 证券分析师: 陈瑶 证券分析师: 郭亚男)

春风动力 (603129): 2023 年半年报点评: 两轮+四轮齐驱, 公司盈利能力持续改善

投资要点 公告要点: 公司发布 2023 年半年报, 2023Q2 公司营业总收入为 36.26 亿元, 同环比分别为+37.27%/+25.95%; 实现归母净利润 3.41 亿元, 同环比分别为+70.33%/+62.30%; 实现扣非归母净利润为 3.24 亿元, 同环比分别为+30.21%/+65.25%。实际业绩表现基本与公司业绩预告中值一致。产品结构改善, 成本费用双重利好下公司盈利能力改善明显。1) 营收端: 四轮业务方面公司持续优化产品结构, 高附加值 UZ 系列产品销售持续提升, 2023H1 公司累计销售全地形车 7.93 万辆, 同环比分别为-0.38%/-9.27%, 全地形车单车收入为 4.52 万元, 同环比分别为+22.84%/+1.24%。分区域看, 美国市场增长势能强劲, 上半年新增渠道 31 家, 累计渠道 585 家; 欧洲市场市占率继续保持行业第一。两轮业务方面公司在各排量段均积极推新, XO 狒狒、800NK 等车型陆续上市, 完善公司产品矩阵, 同时渠道数量持续拓展, 截至 2023H1 国内经销商数量超 650 家。此外出口延续高增长, 2023H1 海外新增渠道 275 家, 2023H1 两轮外销 5.08 万辆。推新+出口推动下两轮销量稳步增长, 2023H1 共实现燃油两轮车销量 9.87 万辆, 同环比分别为+52.08%/+22.76%。2) 成本端: 公司在成本端强化管理, 降本增效成果显著。国际海运费较上年同期回落明显, 中国货代运价指数(中国-北美) Q2 约回落 15.2%。2023H1 公司运费为 2.30 亿元, 同环比分别为-37.96%/-48.83%。公司 Q2 整体毛利率为 10.74%, 同环比分别为+0.35/+2.90pct。3) 费用端: Q2 海外去库压力降低, 销售费用率环比回落 3.76pct。此外公司外销占比较高且产品以美元结算为主, Q2 以来美元兑人民币汇率整体处于升值趋势, 升值幅度约为 5.02% (按照

季度末和季度初的汇率进行计算), 公司 Q2 财务费用为-1.15 亿。4) Q2 公司实现归母净利润 3.41 亿元, 同环比分别为+70.33%/+62.30% 盈利预测与投资评级: 摩托车业务依托出色的产品力+品牌力成功把握国内消费升级新趋势, 借全地形车经验及渠道, 出海重启; 研发+产品+渠道三轮驱动全地形车全球市占率逐年攀升。我们维持公司业绩预期, 预计公司 2023-2025 年营业总收入 135/170/213 亿元, 归属母公司净利润 10/13/20 亿元, 同比+41%/+36%/+52%, 对应 PE 为 22/16/11 倍。鉴于公司摩托车业务布局完善+品牌力强劲, 全地形车业务研发+渠道优势赋能产品, 我们维持“买入”评级。 风险提示: 全球贸易环境不稳定风险; 新车型上量不及预期风险; 运价/汇率等波动风险等。

(证券分析师: 黄细里 研究助理: 孟璐)

聚和材料 (688503): 聚和材料 23 年中报点评: N 型占比持续提升, 享受量价双升 α

投资要点 事件: 公司发布 2023 年中报, 实现归母净利 2.69 亿元, 同增 24.71%; 扣非净利 1.99 亿元, 同减 2.21%, 其中 2023Q2 归母净利 1.45 亿元, 同增 29.32%, 环增 17.29%; 扣非净利 1.38 亿元, 同增 37.24%, 环增 126.34%, 业绩符合预期。 N 型占比持续提升, 享受量价双升 α 。2023H1 公司正银出货量 844 吨, 同增 23%, PERC/TOPCON/HJT 占比为 87%/12%/1%; 其中 2023Q2 正银出货 470 吨, 同增约 42%/环增 26%, TOPCON 占比约 15%; TOPCON 加工费当前溢价 200 元+/kg, 受益于 N 型占比提升, 我们测算 2023Q2 单 kg 毛利环比提升。目前公司 PERC 市占率约 45%, 2023Q2 TOPCON 银铝浆市占率 50%+, 背面细栅市占率约 20%, 主栅市占率 35-40%, N 型电池迅速放量、公司快速抢占市场份额。展望 2023Q3, 随 TOCPON 产能进一步投产, 我们预计公司银浆出货 550-600 吨, N 型浆料占比超 30%, 我们预计全年出货量达 2000 吨; N 型渗透率持续提升, 公司享受银浆环节量利双升 α 。 产能扩张+银粉自供, 持续保障增长。公司年产 3000 吨银浆建设项目 (二期) 已投入建设, 拟于 9 月底建成, 届时产能可达 3000 吨; 公司在泰国拟建设年产 600 吨银浆项目, 以满足国际客户交付需求, 提升海外市场份额。同时在日本注册聚和科技研发中心, 加大研发投入, 为全球战略奠定基础。公司已收购江苏连银 100% 股权 (更名聚有银), 部分银粉自供有助于公司降本, 增强竞争力。同时公司拟投资 12 亿建设年产 3000 吨电子级银粉, 强化公司上下游协同, 降低整体经营风险。 围绕浆料研发能力, 打造第二曲线。围绕浆料研发能力, 在非光伏领域公司积极布局第二、第三曲线, 电子浆料已形成 8 大系列, 70 余个 SKU, 产品覆盖射频、片式元器件、电致变色玻璃、LTCC 等多个市场。胶粘剂围绕光伏、动力储能和消费电子等市场, 开发了导热、功能粘接等多个功能系列产品, 其中多个主打产品已通过核心客户验证, 获得稳定订单需求。 费用率持续优化, 经营能力提升。公司 2023Q2 期间费用 0.9 亿元, 同降 8%, 环增 4.6%; 2023Q2 期间费用率 3.8%, 同环降 2.0/1.1pct, 费用率持续优化; 2023Q2 ROE 约 3.1%, 环增 0.4pct, 经营能力提升。 投资评级: 基于公司正面银浆的领先地位, 有望充分受益于 N 型迭代下全球光伏装机需求的高速发展, 我们维持公司盈利预测, 我们预计公司 2023-25 年归母净利润为 5.9/8.2/10.2 亿元, 同增 51%/38%/25%。基于公司团队、技术、渠道方面的优势, 我们给予公司 2023 年 30xPE, 对应目标价 107.3 元, 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)

达达集团 (DADA): 2023 二季报点评: 首次季度扭亏为盈, 全年盈

利目标有望实现

投资要点 事件: 23Q2 公司实现总营收 28.11 亿元, 同比增长 23.2%, 其中达达快送、京东到家分别实现营收 9.80 和 18.30 亿元, 同比增长 20.2%和 24.9%; 经调整净利润率同比改善超过 17pct 达到首次盈利。公司业绩符合我们预期。公司指引 23Q3 总收入将介于 28 亿元至 30 亿元之间, 同比增长 17.6%-26.0%。 Q2 主业保持稳健增长的同时, 盈利能力有所提升。(1) 京东到家: GMV 保持稳定增速, 非商超品类增长亮眼。在高基数以及降低补贴背景下, 京东到家 GMV 仍实现较快增长。截至 2023 年 6 月 30 日的 12 个月内, GMV 同比+29.8%至 708 亿元, 年活跃门店数同比+70%超过 30 万家。23 年以来外出旅游服务消费反弹一定程度上影响实物消费需求, 商超品类 GMV 略微承压; 非商超品类增速亮眼, 便利店/酒类/家居/家电/电脑数码品类 GMV 同比增长接近 3 倍/超 4 倍/超 4 倍/近 100%/70%, 下半年有望继续保持较快增长。受益于补贴减少以及骑手成本下降, Q2 直接利润率环比提升至 1.8%。(2) 达达快送: 23Q2 营收同比+20.2%至 9.804 亿元, 部分受益于承接京东电商订单, 618 期间达达快送配送总单量再创新高, 突破 15 亿单。Q2 订单密度提升及骑士供给充足(季度活跃骑士同比+30%), 推动 KA 单均毛利同环比显著改善至 0.5 元。即时零售平台价值继续显现, 广告货币化率提升驱动收入增长。23Q2 京东到家收入实现 18.302 亿元, 我们测算得整体货币化率约 9.9%, 同比略微提升, 其中佣金和在线营销、履约和其他收入分别实现 11.85 (yoy+32%, 主要是品牌主的广告投入贡献) 和 6.45 亿元 (yoy+14%, 京东到家减免运费活动影响配送收入), 我们测算得在 GMV 中的占比分别为 6.4%和 3.5%。即时零售平台对于品牌主而言仍是重要的增量营销渠道, 未来随着品类拓展合作品牌数扩大(目前已合作约 300 个领先品牌)、与京东主站协同增强以及更多营销产品发布, 广告货币化率有望进一步提升。与京东的合作继续加深, 看好小时达继续贡献增量用户和收入。Q2 为强化京东用户的 O2O 心智, 京东即时零售服务统一更名为“小时达”, 用户感知更加清晰。目前小时达已成为京东到家主要获客渠道, Q2 京东渠道为京东到家贡献超过 60%GMV; 小时达在京东渗透率亦持续提升, 已占中高个位数百分比, Q2 日活同比增长超 100%, GMV 同比增长超 3 倍。通过增加高客单价竞争力商品供给, 减免基础运费等方式, 小时达在京东渗透率有望进一步提高。

盈利预测与投资评级: 公司 Q2 顺利实现扭亏为盈, 在供给端和流量端持续发力下, 我们看好公司在盈利前提下继续保持稳健增长。我们维持预测公司 23-25 年经调归母净利润 0.21/7.72/9.26 亿元, 对应 PE 506/14/11 倍, 维持“买入”评级(人民币兑美元汇率取 2023/8/17 数据 1 美元=7.3103 人民币) 风险提示: 零售恢复和用户增长不及预期, 集团战略变化, 盈利不及预期

(证券分析师: 张良卫 研究助理: 郭若娜)

晶升股份(688478): 2023 年中报点评: 业绩高增长, 股权激励彰显成长信心

事件: 公司发布 2023 年半年报, 及 2023 年限制性股票激励计划(草案) 23H1 业绩高增长, 股权激励彰显成长信心。23H1, 公司实现营收 1.14 亿元, YoY+76%, 归母净利润 0.15 亿元, YoY+447%; 23Q2, 公司实现营收 0.76 亿元, YoY+57%, 归母净利润 0.13 亿元, YoY+222%, 销售收入增加与成本管控带来规模效应。公司同时发布 2023 年限制性股票激励计划(草案), 涉及员工范围较广, 包括董事、高管、核心技术人员等共 80 人, 拟授予限制性股票总量为 130 万股, 占总股本的 0.94%, 公司层面业绩考核目标以 22 年营收为基数, 23-

25 年营收增长率不低于 80%/170%/270%，营收高增长目标彰显公司成长信心。1) 碳化硅单晶炉：国产衬底厂商加速扩产，碳化硅单晶炉快速放量。23H1，公司碳化硅单晶炉实现营收 0.7 亿元，同增 67%。需求端，根据测算，23-26 年国内衬底厂商新增产能对应单晶炉市场约 88 亿元。供给端，公司及北方华创占国内碳化硅厂商采购份额约 30%、50%，公司量产客户包括三安光电、东尼电子、比亚迪等国内龙头衬底厂商，在三安处份额约 80%，并持续配合客户进行晶体性能优化，推进 8 英寸、电阻加热、LPE 单晶炉等新品研发，未来有望深度受益碳化硅高增长。2) 半导体级单晶炉：国产替代空间广阔，12 英寸单晶炉进入快车道。23H1，公司半导体级单晶炉实现营收 0.13 亿元，同减 41%。需求端，根据测算，23-25 年国内硅片新增产能对应单晶炉市场约 72 亿元。供给端，半导体级单晶炉国产化率仅 30%，公司已实现沪硅产业、立昂微、神工股份等国内龙头硅片厂商的批量供货，同时沪硅产业、立昂微均对公司战略参股，未来公司有望深度受益大尺寸硅片加速国产替代趋势。3) 其他晶体生长设备：基于技术同源、客户协同性，打开成长天花板。公司根据客户差异化应用需求，研发、供应其他晶体生长设备，其中，自动化拉晶控制系统（软硬件）可应用于光伏电池片制造，同时公司在研碳化硅外延设备、多线切割整机设备等项目，未来有望基于技术同源、客户协同性，打开成长天花板。盈利预测与投资评级：公司是碳化硅&半导体级单晶炉国内领先供应商，下游需求旺盛背景下，有望绑定大客户、实现快速增长。基于此，我们维持公司的盈利预测，23-25 年归母净利润为 0.7 /1.3 /2.1 亿元，当前市值对应 PE 分别为 84/44/28 倍，首次覆盖给予“买入”评级。风险提示：下游行业发展不及预期；市场竞争加剧风险；主要客户流失风险；产业发展处于起步阶段及经营规模较小；毛利率水平波动的风险。

（证券分析师：马天翼 研究助理：李璐彤）

赛腾股份（603283）：2023 年中报点评：业绩超出预告指引，盈利水平明显提升

事件：公司发布 2023 年中报。Q2 收入端增速有所放缓，合同负债大幅提升 2023H1 公司实现营业收入 14.04 亿元，同比+41%；其中 Q2 实现营收 6.89 亿元，同比+20%，收入增速有所放缓，我们判断主要系部分消费电子设备新品收入确认有所延迟。截至 2023H1 末，公司合同负债和存货分别为 9.58 和 17.31 亿元，分别同比+168%和+29%，均验证公司在手订单充足，下半年业绩有望保持高速增长。展望 2023 年，一方面苹果有望出现较大革新，潜望式摄像头、智能眼镜等催生新一轮消费电子设备需求，另一方面半导体量测设备进入放量期，公司新签订单有望延续高增长。随着相关订单陆续交付，公司收入端有望实现高速增长。规模效应&政府补助大幅增加，利润端表现超出预告指引 2023H1 公司实现归母净利润 1.04 亿元，同比+123%，超过业绩预告指引（0.86-0.98 亿元），其中 Q2 为 0.31 亿元，同比+51%；2023H1 实现扣非归母净利润 0.71 亿元，同比+79%，同样超过业绩预告指引（0.53-0.65 亿元），其中 Q2 为 0.18 亿元，同比+2%。2023H1 公司销售净利率为 7.60%，同比+2.42pct；扣非销售净利率为 5.05%，同比+1.07pct，盈利水平有所提升。1) 毛利端：2023H1 销售毛利率为 40.39%，同比+0.34pct，略有提升。2) 费用端：2023H1 期间费用率为 32.72%，同比-3.04pct，明显下降，主要系规模效应，是净利率提升的主要原因，其中销售、管理、财务和研发费用率分别同比-0.48、-3.39、+0.83、-2.71pct。3) 政府补助：2023H1 计入当期损益的政府补助金额为 4,227 万元，2022H1 为 827 万元，同比+411%，对上半年利润端表

现产生明显积极作用。消费电子设备具备持续扩张潜力，半导体量测设备加速国产替代。作为消费电子设备龙头企业，公司横向拓展半导体、新能源等领域。1) 消费电子设备：2023 年苹果机身有望出现较大革新，潜望式摄像头将催生较大设备需求，叠加智能眼镜放量，公司有望深度受益。2) 半导体量测设备：2019 年并购日本 Optima，正式切入半导体量/检测设备领域，在稳固硅片领域全球竞争力的同时，重点开拓晶圆制造客户群体，有望充分受益国产替代浪潮。3) 新能源设备：2018 年收购菱欧科技，切入汽车自动化产线与电池生产设备，同时布局光伏组件设备，进一步打开成长空间。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 年公司归母净利润预测为 4.12、5.65 和 7.51 亿元，当前市值对应动态 PE 分别为 19/14/11 倍。考虑到公司在消费电子领域的竞争力，以及半导体领域的成长潜力，维持“买入”评级。风险提示：减持风险、盈利水平下滑、新业务拓展不及预期等。

(证券分析师：周尔双)

科思股份(300856)：2023 半年报点评：2023Q2 淡季不淡营收增速亮眼，盈利能力持续改善

投资要点 2023H1 营收同增 45.1%，归母净利润同增 138.7%：2023H1 公司实现营收 11.9 亿（同比+45.1%，下同），实现归母净利 3.5 亿（+138.7%），扣非归母净利 3.4 亿（+145.6%）。单 Q2 看，实现营收 6.0 亿（+47.9%），实现归母净利 1.9 亿（+114.2%），实现扣非归母净利 1.9 亿（+113.9%）。公司业绩超出此前市场预期。2023H1 化妆品原料毛利率同比提升明显，2023Q2 期间费用率有所增加：2023Q2 毛利率/净利率分别为 49.7%/31.6%，分别同比+15.6pct/+9.8pct，环比+0.6pct/+4.3pct。2022Q1 以来，公司毛利率、净利率呈现逐季提升趋势。毛利率同比提升主要系提价政策落地、产能利用率提升以及新产品产能逐步释放等。毛利率分品类看，2023H1 化妆品原料/合成香料毛利率分别为 53.4%/21.9%，较去年同期分别同比+21.1pct/-3.3pct。2023Q2 公司期间费用率同比+2.0pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.5pct/+1.4pct/-0.1pct/+0.2pct。此前发布股权激励计划，高营收目标彰显发展信心，看好公司成长性：此前公司发布股权激励计划，以 2022 年营收为基数，2023~25 年当年营收较 2022 年增速 CAGR 分别不低于 30%/28%/25%，定出营收增长目标，代表公司更强的增长决心，未来连续三年复合高增速目标彰显公司成长性！公司是 A 股上市公司中稀缺的化妆品原料标的，业绩的持续高增来源于高价值产品的比例提升而非单纯的周期涨价，具有较强可持续性，看好公司成长性。盈利预测与投资评级：公司是稀缺的化妆品原料全球龙头，需求较为旺盛、新品类推出较快，我们将公司 2023-25 年归母净利润从 5.41/6.83/8.67 亿元上调为 6.85/8.47/10.34 亿元，分别同增 77%/24%/22%，当前市值对应 2023~25 年 PE 为 19x/15x/13x，维持“买入”评级。风险提示：原材料价格波动、疫情反复、重要客户流失。

(证券分析师：吴劲草 证券分析师：张家璇)

科达利(002850)：2023 年中报点评：业绩符合市场预期，盈利能力环比提升

投资要点 Q2 归母净利润 2.67 亿元，符合市场预期。23H1 收入 49 亿，同增 45%，归母净利 5.09 亿元，同增 48%；扣非 4.96 亿元，同增 53%；毛利率 23%，维持稳定；其中 Q2 收入 25.9 亿，同增 42%，环增 11%，归母净利 2.67 亿，同环比+53%/11%，扣非 2.64 亿，同环比+61%/13%，毛利率 23.8%，环增 1.7pct，归母净利率 10.3%，环降

0.1pct, 符合市场预期。 Q2 收入 26 亿, 全年收入预计近 130 亿元, 同增近 50%。公司 23H1 收入 49 亿, 同增 45%, 其中电池结构件收入 47 亿, 同增 43.7%, 毛利率 23.6%, 贡献主要增量, 公司 Q2 营收 25.9 亿元, 同环比+42%/+11%, 符合市场预期。目前公司占宁德 40%+, 采购比例进一步提升, 且二线及头部储能电池厂中为绝对主供, 增速快于行业, 我们预计全年收入近 130 亿元, 同增 48%, 24 年随着海外产能+大圆柱放量, 收入预计仍可维持 40%+增长。 Q2 毛利率环比微增, H2 预计可维持 10%净利率。 公司 23Q2 毛利率 23.8%, 环比提升 1.7pct, 净利率 10.35%, 环比稳定, 公司 Q2 稼动率提升对冲部分客户小幅降价影响, 叠加自身降本措施, 毛利率小幅提升, 此外 Q2 配合客户开发新产品, 研发费用率提升 1pct, 且计提 0.3 亿元减值损失, 整体盈利质量优秀, 下半年行业格局稳定, 预计价格可维持, 叠加稼动率维持高位, 23 年净利率可维持 10%左右。 海外产能释放带动全球市占率提升, 全面领先竞争对手。 结构件行业格局稳定, 公司在产能、成本等方面全面领先, 与二线盈利差距维持。 公司现有欧洲三大基地, 其中匈牙利开始起量, 到位设备稼动率 7-80%, 德国、瑞典处前期投入阶段, 海外基地全年有望贡献 2-3 亿收入, 24 年预计贡献 10 亿左右, 推动全球市占率进一步提升, 盈利端, H1 海外基地亏损 4000 万+, 预计 H2 亏损显著缩窄, 24 年预计扭亏, 弹性明显。此外, 大圆柱结构件 23 年小批量供货, 后续上量后有望推动公司全球份额再提升。 盈利预测与投资评级: 考虑行业增速放缓, 我们下修 2023-2025 年归母净利润至 13/18/25 亿元 (原预测 15/21/30 亿元), 同比 +45%/40%/37%, 对应 25/18/13xPE, 给予 24 年 25xPE, 目标价 169.8 元, “买入”评级。 风险提示: 电动车销量不及预期, 市场竞争加剧。

(证券分析师: 曾朵红 证券分析师: 阮巧燕
证券分析师: 岳斯瑶 证券分析师: 刘晓恬)

芒果超媒(300413): 2023 半年报点评: 多档头部综艺上线, 电商 GMV 高增长

投资要点 事件: 芒果超媒发布财报, 2023H1 实现营收 66.89 亿元 (YoY-0.37%)、归母净利润 12.51 亿元 (YoY+5.04%), 其中 2023Q2 实现营收 36.33 亿元 (YoY+1.18%)、归母净利润 7.06 亿元 (YoY+3.29%); 23H1 经营性现金流达 10.33 亿元, 现金流情况良好。 广告业务边际改善, 会员用户粘性增强, 运营业务稳健发展。 公司持续上线优质综艺内容, 并不断补强剧集内容。23H1 芒果 TV 上线 39 档综艺节目, 其中《乘风 2023》《声生不息·宝岛季》《大侦探第八季》《女子推理社》等 8 部综艺入选 2023 年上半年网络综艺有效播放 TOP20; 上线剧集 64 部, 其中重点影视剧 19 部、微短剧 45 部。 23H1 广告业务实现营收 17.90 亿元 (YoY-17.23%)。 公司多档头部综艺进行招商, 发力互联网平台、白酒、食品等重点行业头部品牌客户, 实现了广告收入降幅收窄。我们看好公司优质综艺和增量剧集内容, 预计广告业务随消费大盘复苏而恢复增长。 23H1 会员业务实现营收 19.61 亿元 (YoY+5.54%)。 芒果 TV 依托优质 IP 推出点映、抢先看、参与现场录制等会员权益, 提升了用户粘性和长周期用户占比。 会员渠道拓展亦取得新成效, 6 月, 与中国移动合作推出“芒果卡”; 8 月, 与淘宝天猫合作推出 88VIP+芒果 TV 会员年卡。 23H1 运营业务实现营收 13.89 亿元 (YoY+15.18%)。 省外业务方面, 依托与电信运营商的合作, 不断强化分省业务拓展, 深化大屏业务全国布局。 省内业务方面, IPTV 推出“超级大会员”, 增值业务收入稳步提升。 电商 GMV 快速增长, “内容+视频+电商”商业闭环不断完善。 23H1 小芒电商 GMV 已超过 2022 全年值, 继续保持高速增长。 品牌端,

小芒电商先后打造《名侦探学院》“南波万”棒球服、《大侦探》桌游“森林进化论”、《乘风 2023》小凉风 T 恤、《宝岛季》IKF 耳机等热销品。用户端，小芒电商实现内容与电商融合，首档定制综艺《跳进地理书的旅行》豆瓣评分超过 9 分，节目声量与商品销量快速增长。AI、虚拟拍摄、XR 技术已应用于多个节目，助力降本增效和业态创新。公司已将 AIGC 视频自动拆条技术应用于《全员加速中 2023》《爱的勘探法》《我的人间烟火》等节目的短视频制作，大幅提升二创内容生产效率；将 LED XR 技术应用于《声生不息·宝岛季》，将虚拟拍摄与 VR 技术应用于《全员加速中 2023》《超时空寻找》；将 AI 角色应用于《大宋少年志 2》，探索 AI 社交和 AI 聊天功能。盈利预测与投资评级：我们看好公司优质内容壁垒和 AI 技术进展，维持 2023-2025 年 EPS 为 1.29/1.56/1.76 元，当前股价对应 2023-2025 年 PE 为 24/20/18 倍，维持“买入”评级。风险提示：行业政策变化风险，经济周期风险，节目上线不及预期风险。

(证券分析师：张良卫 证券分析师：周良玖
研究助理：张文雨)

京东集团-SW (09618.HK): 2023Q2 财报点评: 营收利润双超预期, 业务调整初见成效

投资要点 营收、利润双超预期，京东零售盈利结构持续改善：京东集团发布 2023 年第二季度业绩，收入 2879 亿元，同比增长 7.6%，彭博一致预期 2791 亿元，高于市场预期；实现 Non-GAAP 归母净利润 86 亿元，同比增长 31.9%，彭博一致预期 77.8 亿元，高于市场预期。预计 7 月份将延续 618 及 Q2 带动的趋势惯性，整体第三季度将实现稳中有生。新增商家数量再创新高，商品零售和服务及其他业务同步增长：2023Q2 商品销售收入 2339 亿元，同比上升 3.5%，彭博一致预期为 2247 亿元，高于市场预期；服务及其他收入 541 亿元，同比增长 30.1%，彭博一致预期为 534 亿元，略高于市场预期。京东成功举办 20 周年庆和 618，并且 618 增速超预期，活动期间强化低价策略，参与百亿补贴的商品数量为 23 年 3 月的 10 倍以上，贡献 Q2 商品销售业绩增量。核心品类维持增势，低价策略强化心智：2023Q2 商品销售收入中电子产品及家用电器净收入 1521 亿元，同比上升 11.4%；日用百货商品销售收入为 817 亿元，同比下降 8.6%。带电品类保持增长优于行业大盘，家电销量复苏主要受 1) 夏季高温天气频繁催化；2) 百亿补贴等下沉策略奏效带动消费电子销量提升；3) 供应链能力持续优化建立优势。市场投入有所增加，降本增效有效推进：2023Q2 履约费用同比上升 2.3%，增至 167 亿元，履约费用率至 5.8%，同比下降 0.3pct，规模优势效应带来履约费用率的持续下降。本季度管理费用率 0.82%，同比下降 0.05pct；研发费用率为 1.41%，同比下降 0.09pct；公司销售费用率为 3.84%，同比上升 0.3pct，主要在于百亿补贴推广活动支出增加，但整体降本增效仍成效显著。盈利预测与投资评级：由于公司营收及利润高于市场预期且公司结构优化及业务调整进展顺利，因此我们维持 2023-2025 年的 EPS (Non-GAAP) 预测为 10.4/12.7/14.4 元，对应 PE 分别为 12.3/10.2/8.9 倍(港币/人民币=0.9204, 2023/8/17 数据)。公司将构筑越来越强的竞争优势，我们维持公司“买入”评级。风险提示：疫情反复风险，商品供应链拓展风险，宏观经济波动风险

(证券分析师：张良卫 证券分析师：张家琦)

洪城环境 (600461): 2023 年中报点评: 业绩稳健增长, 优质运营资产迎价值重估

投资要点 事件：2023H1 公司实现营业收入 38.72 亿元，同增 0.76%，

归母净利润 5.85 亿元，同增 8.95%；加权平均 ROE 较同增 0.39pct 至 7.95%。业绩稳健增长，业务结构改善盈利质量提升。2023H1 公司综合毛利率 31.89%，较上年同期调整后+1.11pct，主要系运营收入占比提升同时工程业务利润率上升所致；归母净利率 15.10%，较上年同期调整后+1.13pct，公司资产盈利能力和质量显著提升。对比上年同期调整前各业务情况来看，1)供水：2023H1 营收 4.43 亿元，同增 10.62%；毛利率同降 0.57pct 至 41.30%。2)污水：2023H1 营收 12.18 亿元，同增 14.74%，毛利率同增 3.17pct 至 43.39%，污水提标转运营带来量价齐升。3)燃气：2023H1 营收 15.84 亿元，同增 1.51%，毛利率同降 2.54pct 至 12.42%，能源成本上涨盈利承压，期待顺价机制落实带来边际改善。4)固废：2023H1 营收 6.71 亿元，毛利率 13.28%，鼎元生态净利润 0.84 亿元，2023 全年业绩承诺约 1.21 亿元。5)水务工程：2023H1 营收 3.72 亿元，同减 47.69%，毛利率同增 26.53pct 至 39.51%，主要系提标扩容改造步入尾声，结算期成本导入较少。经营性净现金流持续向好。2023H1，1)公司经营活动现金流净额 8.18 亿元，同增 4.72%；2)投资活动现金流净流出 14.65 亿元，同增 106.62%；3)筹资活动现金流净额 8.14 亿元，上年同期为-4.18 亿元。稳定增长+优质现金流，低估值+高分红有安全边际，价格改革驱动板块重估。水务运营资产业绩稳健，2022 年公司运营占比提升+资本开支放缓，自由现金流显著改善。公司承诺 2021-2023 年分红 $\geq 50\%$ ，当前股息率 (TTM) 5.3% (对应 2023/8/17)，有安全边际。随着供水提价及污水顺价的推进，资产回报稳定性增强，现金流长期向好支撑分红能力，优质水务资产有望迎价值重估。管网投资+直饮水，打开业务空间。1)厂网一体化：南昌市为彻底解决污水管网建设和改造缺乏系统性等问题，政企联合总投入近 200 亿元，公司借力控股股东水业集团（南昌市水环境治理雨污管网改造工程业主单位）先发优势，积极拓展污水管网工程和运维服务。2023 年以来，公司陆续承接崇仁、安义污水厂网一体化项目，投资合计 11.50 亿元，中标崇仁项目，中标额 4.6 亿元。2)直饮水：供水产业链延伸，打造管道直饮水南昌样板，计划完成南昌 50 个管道直饮水项目。盈利预测与投资评级：综合环保公用平台稳健发展，南昌市管网投资&直饮水打开业务空间。我们维持 2023-2025 年归母净利润预测 10.47/11.90/12.71 亿元，同比 +11%/14%/7%，对应 2023-2025 年 PE 8.6/7.6/7.1 倍 (估值日期：2023/8/17)，维持“买入”评级。风险提示：政策风险、市场拓展风险、项目进展不达预期等。

(证券分析师：袁理 证券分析师：陈孜文)

中国海油 (600938)：2023 年半年报点评：高资本开支推动油气产量增长，降本增效成果显著

投资要点 事件：公司发布 23H1 业绩，实现营业收入 1920.6 亿元，同比-5%；实现归母净利润 637.6 亿元，同比-11%；实现扣非净利润 623.2 亿元，同比-12%。其中 23Q2 单季度，实现归母净利润 316.5 亿元，同比-16%、环比-1%，实现扣非净利润 309 亿元，同比-16%、环比-2%。国际油价震荡走低，23H1 油气净产量创历史新高：2023 年上半年，国际油价震荡走低，布伦特原油期货均价为 79.9 美元/桶，同比下降 24%。本公司的平均实现油价为 73.57 美元/桶，同比下降 29%；平均实现气价为 8.12 美元/千立方英尺，同比基本持平。在此背景下，公司坚持增储上产战略，油气产量稳步增长。2023 年上半年，公司油气总净产量创历史新高，实现总净产量 331.8 百万桶油当量，同比上升 8.9%。其中，中国净产量 231.2 百万桶油当量，同比上升 6.6%，主要得益于垦利 6-1 和陆丰 15-1 等油田产量上升的贡献；海外净产量

100.7 百万桶油当量，同比上升 14.4%，主要由于圭亚那和巴西产量增加。降本增效成果显著：2023 年上半年，公司实现桶油主要成本 28.17 美元/桶油当量，同比下降 7%。其中，桶油作业费用 7.16 美元/桶（同比下降 8%）、桶油折旧、折耗及摊销 14.14 美元/桶（同比下降 3%）、桶油弃置费 0.96 美元/桶（同比上升 1%）、销售管理费 2.19 美元/桶（同比下降 4%）、其他税金 3.72 美元/桶（同比下降 22%）。公司作业费用下降主要是产量增长和汇率变动的影响，其他税金下降主要是油价下降的影响。公司注重分红派息：2023 年上半年，公司拟每股派息 0.59 港元，根据 2023 年 8 月 17 日收盘价，中海油 A 股股利支付率、股息率分别为 41%、2.9%，中海油 H 股股利支付率、股息率分别为 41%、4.6%。资本支出增长，新项目推进顺利：2023 年上半年，公司资本支出为 565.1 亿元，同比上升 36%，主要由于在建项目工作量上升，为增储上产提供充分保障。2023 年上半年，公司共获得 6 个新发现，7 个新项目正在安装。盈利预测与投资评级：根据公司增储上产 & 新项目推进情况，我们调整公司 2023-2025 年归母净利润分别 1421、1348 和 1377 亿元（此前 2023-2025 年预期为 1406、1341 和 1369 亿元），同比增速分别 0%、-5%、2%，2023 年 8 月 17 日收盘价对应的 A 股 PE 分别 6.17、6.51 和 6.37 倍。公司盈利能力显著，成本管控优异，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济波动；油价波动；公司增储上产速度不及预期。

（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）

星网宇达（002829）：2023 年中报点评：营收盈利双增长，无人机业务发展亮眼

事件：2023 年 8 月 18 日，公司发布了 2023 年半年度业绩报告。公司 2023 年上半年实现营收 2.50 亿元，同比增长 1.51%，归母净利润 0.39 亿元，同比增长 12.90%；扣非净利润 0.32 亿元，同比增长 3.90%。

投资要点 营收盈利双增长，公司在手业务量充足。2023 年上半年公司营收 2.50 亿元，同比增长 1.51%，归母净利润 0.39 亿元，同比增长 12.90%；毛利率为 44.69%（同比-0.50pct），归母净利率 15.45%（同比+1.56pct）。其中 Q2 季度营收 1.27 亿元，同比下降 35.60%，归母净利润 0.17 亿元，同比下降 58.84%，扣非净利润 0.13 亿元，同降 67.10%。2023H1 末公司存货 5.64 亿元，同降 1.92%。截止期末，公司在手订单充沛，业务量与去年同期相比有较大增长，在手订单逾 7 亿元，其中无人系统在手订单 56,067 万元；卫星通信在手订单 8,862 万元；信息感知期末在手订单 6,982 万元。无人机业务发展亮眼，已中标大额订单。星网宇达是国内率先发展无人系统的企业之一，产品覆盖无人机、无人车、无人船等不同类型，其中尤为重视拓新无人机业务，持续加大相关技术研发以夯实核心竞争力，无人机业务有望成为公司未来业绩支柱。2023 年 6 月公司发布公告宣布中标签订重大供货合同，合同总金额为人民币 31,789.80 万元，占公司 2022 年营业总收入的 29.59%，其中包括某型无人机 26,601.00 万元、某型训练产品 3,825.80 万元、某型卫通产品 1,363.00 万元，预计将对公司营业收入和利润产生积极影响。下游需求旺盛，主营业务需求有望稳定增加。根据 Marketsandmarkets 统计，预计到 2025 年中国军用无人机市场规模约 98.66 亿美元，2018-2025 年复合增长率约为 29.7%。公司无人机产品主要为无人靶机，随着部队训练实战化、常态化的推进和深化，无人靶机的市场空间将进一步扩大。中国卫星通信行业行业增速有望进一步加快，其中“动中通”系统在军民领域均有较高潜在需求。盈利预测与投资评级：基于公司无人靶机领域的领先地位，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 3.30/4.49/5.44 亿元，对应 PE 分别为 19/14/12 倍，维持“买入”评级。风险提示：1) 下游需求及订单波动；2) 公司盈利不及预期；3) 市场系统性风险。
(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>