

## 东吴证券晨会纪要

## 东吴证券晨会纪要 2023-08-24

## 宏观策略

2023年08月24日

## 宏观点评 20230821: 呼之欲出, 一文读懂特殊再融资债券

8月5年期LPR保持定力, 对于地产来说可能不是好消息, 但是从侧面透露出一个信号, 推进地方化债可能是当前政策更加重视的领域——通过降低银行息差的压力, 保障金融机构支持化债。除了银行等金融机构之外, 其他工具也逐步浮出水面, 而曾经帮助北上广隐债清零的特殊再融资债券的呼声无疑是最高的。自2015年以来, 地方政府共进行过三轮化债, 前两轮以置换债为主要工具, 而后一轮推出了新工具——特殊再融资债。这三轮化债过程如何推进? 而第三轮的特殊再融资债券又充当了怎样的角色? 我们认为目前地方政府一揽子化债方案“如箭在弦”, 特殊再融资债券是在不改变现有政府债务制度安排的情况下最切实可行的债务置换工具, 未来将同政府资产处置、金融机构支持等一起成为“一揽子化债方案”的重要支柱。风险提示: 特殊再融资债券相关政策推进进度不及预期; 政策定力超预期; 出口超预期萎缩; 信贷投放量超预期。

## 宏观点评 20230821: 5年期LPR不降的政策信号

“稳地产”还是“稳银行”, 这是当前政策的一道选择题。地产是稳经济、稳信心的抓手, 银行则是防风险的重要保障。我们认为在地产与银行的选择中, 本次LPR的“降与不降”一方面是稳定银行息差, 缓解提上日程的地方化债对银行的影响; 另一方面或是对存量房贷利率调降让出空间, 意味着新一轮存款降息与存量贷款利率下调即将落地。风险提示: 地产政策定力超预期; 欧美经济韧性超预期, 资金大幅流向海外; 出口超预期萎缩。

## 宏观周报 20230820: 美债利率创新高后, 怎么走?

美债收益率变得有点快: 7月上旬, 快速降温的通胀及就业使10年期美债回落至3.7%左右。而随后鉴于7月下旬大超预期的二季度GDP, 再到8月“二次通胀”和强劲的零售销售, 美债开始从3.7%“一路高歌”连续突破4%、4.2%的大关。本轮上行和去年又有何不同? 回顾来看, 我们不难发现去年美债收益率快速走高的原因在于通胀频频超预期。与此同时, 美联储大幅上调政策利率终值(3.8%升至4.6%), 持续加码的货币紧缩力度推高美债收益率(图1)。而本轮我们认为美债收益率上涨更多反映市场对美联储明年降息预期的调整。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。

## 宏观周报 20230820: 近期流动性“量增价升”反映了什么?

8月中旬扰动资金面的因素有些多: 先是15日意外降息, 再是央行少见连续四天逆回购投放超7000亿元, 本周净投放量为今年2月以来最高, 资金利率同时快速活跃至中枢值以上。应该如何解读当下的资金流动性变局? 我们认为在月中税期影响的因素之外, 近期资金利率升高反映的更多是地方专项债加快发行与实体融资需求的好转。风险提示: 专项债发行进度不及预期; 政策定力超预期; 出口超预期萎缩; 信贷投放量超预期。

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 20230823: 科数转债: 智慧电能行业领跑者

我们预计科数转债上市首日价格在 108.51~120.89 元之间, 我们预计中签率为 0.0054%。

### 固收点评 20230823: 力诺转债: 国产特种玻璃领军者

我们预计力诺转债上市首日价格在 118.09~131.57 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, 考虑到力诺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 118.09~131.57 元之间。我们预计网上中签率为 0.0016%, 建议积极申购。

## 行业

### 环保行业点评报告: 国家发改委等部门印发《绿色低碳先进技术示范工程实施方案》的通知

重点推荐: 洪城环境, 蓝天燃气, 新奥股份, 景津装备, 美埃科技, 盛剑环境, 高能环境, 仕净科技, 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: 昆仑能源, 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

### 当升科技 (300073): 2023 年中报点评: Q2 业绩超预期, 单吨净利明显好于行业平均【勘误版】

盈利预测与投资评级: 考虑公司今年出货量增速放缓, 我们下修公司 2023-2025 年归母净利润预测至 18.06/19.24/23.95 亿元 (原预期为 18.87/23.26/31.34 亿元), 同比-20%/+7%/+24%, 对应 PE 为 12x/12x/9x, 考虑公司海外出货占比高, 我们给予 2023 年 20xPE, 目标价 71.4 元, 维持“买入”评级。 风险提示: 电动车销量不及预期, 上游原材料价格大幅波动。

### 中文在线 (300364): 手握优质数据和头部 IP, 积极拥抱 AI 多模态新时代

盈利预测与投资评级: 考虑到 AI 研发投入对费用端影响, 我们将 2023-2025 年 EPS 预测从 0.22/0.30/0.36 元下调至 0.18/0.24/0.31 元。公司当前股价对应 2023-2025 年 PE 为 83/62/48 倍, 我们看好公司的 IP+AI 业务布局 and 优质内容壁垒, 维持“买入”评级。 风险提示: 海外采集价格上涨风险, 版权诉讼与盗版侵权风险, AI 技术发展不及预期风险。

### 阿特斯 (688472): 阿特斯 2023 年中报点评: 组件新兴市场出货强劲, 储能订单再创新高

盈利预测与投资评级: 基于光伏组件竞争加剧, 我们下调 2023/24 年盈利预测, 我们预计 2023-2025 年公司归母净利润 38.3/53.9/71.3 亿元 (前值 2023/24 年为 40.5/55.5 亿元), 同比增加 78%/41%/32%, 基于公司光储领先地位, 我们给予公司 2024 年 13xPE, 对应目标价 19.0 元, 维持“买入”评级。 风险提示: 政策不及预期, 竞争加剧。

### 名创优品 (MNSO): FY2023Q4 点评: 归母净利润同比+163.3%, 国内开店亮眼, 利润率大幅提升

**盈利预测与投资评级:** 公司是线下品牌连锁零售龙头, 受益于疫情复苏+品牌升级业绩亮眼, 开店超预期有望奠定后续高增。公司聚焦的性价比连锁门店, 在当前消费环境下是景气度较高的赛道。考虑到公司利润率和开店超预期, 我们将公司 FY2024~25 的 Non-IFRS 归母净利润预期从 22.0/25.0 上调至 24.0/27.3 亿元, 预计 FY2026 的 Non-IFRS 归母净利润为 30.8 亿元, FY2024~26 同比+31%/14%/13%, Non-IFRS 归母净利润对应 8 月 21 日收盘价为 19/17/15 倍 P/E, 维持“买入”评级。风险提示: 扩店不及预期, 消费需求不及预期, 海外经营相关风险等

**蓝色光标 (300058): 23 年中报点评: 营收增长迅速, 积极拥抱 AI+营销新机遇**

公司上半年业绩符合我们预期, 考虑到 AIGC 投入、汇兑损益及下半年将产生激励成本, 我们将公司 2023-2025 年归母净利润由 6.9/8.4/9.9 亿元下调至 5.5/5.8/8.2 亿元, 同比增长 125%/7%/41%, 若不计入股权激励成本, 则归母净利润将为 6.2/7.5/8.7 亿元。我们看好公司业务优势, AI 赋能主业, 维持“买入”评级。

**安踏体育 (02020.HK): 23H1 业绩点评: 经营质量改善, 利润率提升超预期**

**盈利预测与投资评级:** 公司为国内多品牌运动服饰龙头, 23H1 随国内消费场景恢复, 安踏品牌收入增长个位数、FILA 增长双位数、其他品牌强劲高增, 同时在折扣、售罄率、店效等经营指标显著改善带动下, FILA 和其他品牌利润率显著提升, 净利实现较好增长、超出市场预期。管理层维持全年安踏品牌与 FILA 收入双位数增长指引、其他品牌增速从 30% 上调为 40%, 中长期预计安踏/FILA/其他品牌 OPM 分别在 20%-25%/25%-30%/25%-30% 区间。我们将 23-25 年归母净利润从 95.48/112.52/131.69 亿元上调至 97.84/113.99/134.43 亿元、对应 PE 为 21/18/15X, 目前估值处于历史较低水平, 维持“买入”评级。风险提示: 居民消费信心恢复较慢、疫情反复、竞争加剧。

**先声药业 (02096.HK): 2023 年中报点评: 营收继续高增长, 创新药收入占比再创新高**

先声药业 2023 年 H1 实现总营收 33.8 亿 (+25.1%), 其中药品收入 30.6 亿 (+25.6%), 创新药收入占比再创新高达 71.4% (2022H1 为 65.3%), 实现 24.1 亿 (+36.6%), 创新品种为先声提供持续增长动能, 先诺欣获得完全批准后可有望带来持续收入增量。公司上半年录得利润为 22.75 亿, 主要包括投资公允价值变动及一次性税前收益, 扣非净利润约为 3.95 亿。研发及销售费用分别占比 23% 和 37%, 运营效率提升, 规模化优势正在凸显。

**川宁生物 (301301): 2023 年中报点评: 业绩略超预期, 合成生物学管线稳定推进**

**盈利预测与投资评级:** 我们维持公司 2023-2025 年归母净利润 5.8/6.3/7.0 亿元的预期, 对应估值为 34/31/28 倍; 基于公司 1) 随着防控放开后抗生素需求恢复; 2) 红没药醇等合成生物学项目落地在即; 3) 合成生物学依托 4 大底盘平台, 后续管线丰富; 首次覆盖, 给予“买入”评级。风险提示: 上游原材料涨价风险、合成生物学项目研发风险、合成生物学项目销售不及预期风险、市场竞争风险、核心技术人员流失风险。

**创世纪 (300083): 2023 年中报点评: 业绩短期承压, 看好产品持续高端化**

**盈利预测与投资评级:** 考虑到通用制造业&3C 行业持续下行的影响, 我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 4.11 (原值 9.26) /5.78 (原值 12.13) /6.91 亿元, 当前股价对应动态 PE 分别为 25/18/15 倍, 维持“增持”评级。风险提示: 3C 行业需求复苏不及预期风险, 通用制造业景气度复苏不及预期风险

**越秀服务 (06626.HK): 2023 年中报点评: 规模利润稳健增长, 首次派发中期股息**

公司背靠国资股东和优质地产开发商, 内外发力在管规模稳健增长, 增值服务持续开拓。我们维持其 2023-2025 年归母净利润 5.1/6.2/7.5 亿元的预测, 对应的 EPS 为 0.34/0.41/0.49 元, 对应的 PE 为 7.8X/6.4X/5.3X, 维持“买入”评级

**老凤祥 (600612): 老凤祥国改梳理: 经营潜力逐步释放, 业绩向上弹性大**

**盈利预测与投资评级:** 老凤祥是我国内资黄金珠宝中的龙头, 有超过 170 年的品牌文化积淀, 截至 2022 年末渠道数量达到 5609 家, 品牌优势和渠道优势突出, 在各个区域内深入扎根, 有较好的加盟商资源, 消费者认知度高。公司过去以批发业务为主, 在国企改革的大背景下, 开店有望持续保持高增, 自上而下的运营效率有望得到提升, 经营潜力有望得到逐步释放, 我们维持公司 2023-2025 年实现归母净利润 21.9 亿元/25.8 亿元/29.5 亿元, 对应 2023-2025 年 PE 为 14/12/11 倍, 给予“买入”评级。

**东鹏控股 (003012): 2023 年半年报点评: 深耕零售优势渠道, 瓷砖业务毛利率显著修复**

深耕零售优势渠道, 瓷砖业务快速增长。分行业看, 23H1 有釉砖/无釉砖/卫生陶瓷/卫浴产品营收分别同比+24.13%/-30.91%/-5.22%/+0.38%, 主要瓷砖产品销售规模迅速增长。23H1 公司继续践行高质量增长, 充分发挥品牌渠道优势, 营业收入和经营现金流净额创历史同期最好水平。公司深耕零售主战场, 2022 年度公司经销渠道 (零售 C 端和小 V) 占比达到 72%, 在行业需求弱复苏背景之下渠道持续发力, 经营表现优于行业整体。产品结构优化、降本增效等多措并举, 毛利率显著修复。23Q1-Q2 公司销售毛利率分别为 24.84%/35.34%。分行业看, 23H1 公司瓷砖业务毛利率 33.46%, 同比提升 5 个百分点; 洁具业务毛利率 23.85%, 同比提升 2.49 个百分点。一方面, 公司深耕零售优势渠道, 持续优化产品结构, 23H1 中大规格高值产品销售占比提升至 29%。另一方面, 公司通过精益运营、降本增效、数字化等项目稳步推进, 全价值链效率和效能提升, 推动毛利率水平回升。期间费用率方面, 23H1 公司期间费用率 17.77%, 同比下降 6.53 个百分点, 销售/管理费用率分别同比变动-3.11/-2.71pct。此外, 23H1 公司计提存货跌价准备 6109 万元, 主要是由于部分库龄较长的存货的市场价格较低, 导致其可变现净值低于成本。经营性现金流同比大幅改善, 收现比提升、付现比下降。2023H1 公司经营活动产生的现金流量净额为 9.38 亿元, 同比增长 571.49%, 主要系本期营业收入增加、降低库存、严控回款所致。1) 收现比: 23H1 公司收现比 125.78%, 同比+9.65pct; 2) 付现比: 23H1 公司付现比 110.05%, 同比-22.24pct, 23H1 末公司存货余额 16.06 亿元, 同比下降 22.46%。盈利预测与投资评级: 公司是国内瓷砖卫浴领军企业, 具有强大的 C 端经销网络, 同时在开拓中小微工程中也具备优势, 经销为主的渠道结构为公司提供了较好的利润与现金流。随着行业出清逐步进入阶段性尾声, 我们预计公司将会持续

迎来收入和业绩端的修复，我们维持预计公司 2023-2025 年归母净利润为 8.22/10.34/12.54 亿元，对应 PE 分别为 16X/12X/10X，维持“增持”评级。风险提示：市场竞争加剧风险、原材料及能源价格大幅波动风险、下游需求波动风险。

**罗博特科 (300757): 2023 年半年报点评: 盈利能力持续改善, 净利润扭亏为盈**

盈利预测与投资评级: 考虑到股权激励费用影响及 ficonTEC 收购进度放缓, 我们预计 2023-2025 年归母净利润为 0.8 (原值 1.0, 下调 16%) /1.4 (原值 1.6, 下调 10%) /1.9 亿元 (原值 2.1, 下调 10%), 对应 PE 为 89/52/40 倍, 给予“增持”评级。风险提示: 下游扩产不及预期, 研发进展不及预期。

**BOSS 直聘 (BZ): 23Q2 业绩前瞻: B 端需求复苏不及预期, 静待市场回暖**

我们依然看好公司的盈利模型韧性、商业模式的效率及难以被复制的竞争力, 考虑到宏观经济影响, 我们将公司 2023-2025 年收入预测由 60/86/107 亿元下调至 57/76/89 亿元, 同比 27%/33%/18%; 将 2023-2025 年 Non-GAAP 净利润由 13/23/33 亿元调整至 13/22/28 亿元, 同比增速为 63%/64%/29%; 对应 2023-2025 年 Non-GAAPPE 为 36/22/17x, 维持“买入”评级。

**三花智控 (002050): 2023 年半年报点评: 汽零成长确定性强, 储能、机器人放量可期**

2023 年 H1 营收同比 23%, 归母净利润 39%, 业绩超市场预期。公司发布 2023 年半年报, 2023H1 营收 125.29 亿元, 同比+23.32%; 实现归母净利润 13.95 亿元, 同比+39.03%。其中 Q2 营收 68.50 亿元, 同比+27.89%, 环比+20.63%; 实现归母净利润 7.93 亿元, 同比+44.22%, 环比+31.97%, 其中 H1 汇兑合计影响 0.5 亿元, 即使剔除汇率波动影响, 业绩仍超市场预期。

**金山软件 (03888.HK): 2023Q2 季报点评: 剑侠 IP 历久弥新, 办公业务稳健增长**

盈利预测与投资评级: 我们维持此前盈利预测, 预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.49/0.83/1.13 元, 对应当前股价 PE 分别为 57/34/25 倍。我们看好公司办公业务受益于信创及 AI 产业趋势, 增长空间广阔, 游戏业务基本盘稳健, 新游有望陆续上线贡献增量, 维持“买入”评级。风险提示: 新游不及预期, 行业监管, 办公业务进展不及预期风险

**吉利汽车 (00175.HK): 2023 半年报点评: H1 业绩符合预期, 极氪+银河整体向好**

我们维持吉利汽车 2023~2025 年营业收入预期为 1783/2353/3009 亿元, 分别同比+20%/+32%/+28%; 归母净利润为 50/80/121 亿元, 分别同比-2%/+60%/+50%; 对应 PE 分别为 17/10/7 倍, 维持吉利汽车“买入”评级。风险提示: 乘用车下游需求复苏低于预期; 价格战超预期。

**创维数字 (000810): 23 年中报点评: 期待下半年订单释放, 布局新赛道有望贡献增量**

受上半年全球消费需求较弱影响, 我们将公司 2023-2025 年归母净利润由 9.6/12.2/15.1 亿元下调至 8.5/10.8/13.1, 同比增长 3%/27%/22%, 我们看好公司作为智能终端龙头具备的技术及渠道壁垒, 后续随海外产品迭代及 AI 赋能, 有望迎来增量, 维持“买入”评级。

**海兴电力 (603556): 2023 年半年报点评: 海外新能源业务蓄势待发, 业绩超市场预期**

2023H1 营收同比+20%, 扣非净利润同比+64%, 业绩超市场预期。公司 2023H1 实现营收 18.78 亿元, 同比+20%; 归母净利润 4.37 亿元, 同比+48%。其中 Q2 实现营收 10.85 亿元, 同比+20%, 环比+37%; 归母净利润 2.61 亿元, 同比+69%, 环比+48%; 23H1 毛利率 38.5%, 同比+3.5pct, 归母净利率 23.3%, 同比+4.5pct; Q2 毛利率 38.3%, 同比+3.2pct, 环比-0.3pct; 归母净利率 24.1%, 同比+6.9pct, 环比+1.9pct。受益于供应链降本+原材料价格下降, 盈利能力提升, 业绩超市场预期。

**保利物业 (06049.HK): 2023 年中报点评: 盈利能力稳中有升, 外拓兼具规模与质量**

盈利预测与投资评级: 公司作为行业龙头, 市场化外拓兼具规模与质量, 聚焦深耕优势非住业态, 毛利率及物管费稳中有升, 我们维持其 2023/2024/2025 年归母净利润预测为 13.6/16.5/19.8 亿元 (同比增速分别为 22%/22%/20%), 对应的 EPS 为 2.45 元/2.98 元/3.58 元, 对应的 PE 为 14.4X/11.8X/9.9X。维持“买入”评级。风险提示: 市场化外拓不及预期; 利润率修复不及预期; 疫情反复影响超预期。

**当升科技 (300073): 2023 年中报点评: Q2 业绩略超预期, 单吨净利明显好于行业平均**

盈利预测与投资评级: 考虑公司今年出货量增速放缓, 我们下修公司 2023-2025 年归母净利润预测至 18.06/19.24/23.95 亿元 (原预期为 18.87/23.26/31.34 亿元), 同比-20%/+7%/+24%, 对应 PE 为 12x/12x/9x, 考虑公司海外出货占比高, 我们给予 2023 年 20xPE, 目标价 71.4 元, 维持“买入”评级。风险提示: 电动车销量不及预期, 上游原材料价格大幅波动。

**爱玛科技 (603529): 2023 年半年报点评: Q2 业绩略低预期, 看好公司长期发展**

盈利预测与投资评级: 由于行业竞争加剧, 我们下调公司 2023-2025 年业绩预期, 我们预计 2023-2025 年公司归属母公司净利润为 20.39/28.80/38.20 亿元 (23.94/29.80/39.53 亿元), 同比+9%/+41%/+33%, 对应 PE 为 12/9/6 倍。维持公司“买入”评级。风险提示: 行业总量增长不及预期; 行业价格战情况超出预期

**汇川技术 (300124): 2023 年半年报点评: 主业表现向好, 新业务加速布局**

2023H1 营收同比+20%、归母净利润+5%, 业绩处于前期预告中值附近, 符合市场预期。公司 23H1 实现营收 124.51 亿元, 同比+19.76%, 归母净利 20.77 亿元, 同比+5.17%。其中 23Q2 营收 76.69 亿元, 同比+36.50%, 环比+60.38%; 实现归母净利 13.30 亿元, 同比+5.75%; 扣非归母净利 12.43 亿元, 同比+18.72%, 业绩符合前期公告。盈利端, 23H1 毛利率 36.27%, 同比-0.10pct, Q2 毛利率 36.12%, 同比-1.78pct, 环比-0.39pct, 主要系低毛利的新能源车&电梯占比提升, 叠加工控毛利率同环比微增 (原材料降价影响+价格端竞争趋稳), 23Q2 扣非归母净利率 16.21%, 同比-2.43pct, 主要系费用率减少, 但信用和资产减值损失增加。

**东华测试 (300354): 2023 年中报点评: PHM&自定义测控分析系统加速放量, 业绩实现大幅增长**

盈利预测与投资评级: 我们维持 2023-2025 年公司归母净利润预测分别

为 2.41、3.32 和 4.54 亿元，当前市值对应动态 PE 分别为 23/17/12 倍。基于公司的高成长性，维持“买入”评级。风险提示：行业竞争加剧，收入季节性较强，新业务进展不及预期等。

**太平鸟 (603877): 23 年中报点评: 业务梳理调整, 经营质量稳步提升**  
**盈利预测与投资评级:** 公司聚焦时尚服饰, 23H1 国内消费场景放开, 公司在组织架构调整下、注重经营质量和效率的提升, 对旗下各品牌进行折扣、优化渠道措施, 虽拖累收入端仍下滑, 但控折扣促毛利率提升、净关店促费用率下降, 带动净利大幅增长、净利率改善明显。流水端 6-7 月高双位数下滑、8 月至今低双位数下滑, 预计 9-10 月冬装上新将体现新组织架构下的商品企划成果, 公司未来将继续提质增效、优化盈利能力及库存健康度, 考虑目前仍处组织架构变革后的调整期, 我们将 23-25 年归母净利从 6.73/8.24/9.63 亿下调至 5.93/7.10/8.57 亿、PE 15/12/10X, 维持“买入”评级。风险提示: 终端消费复苏不及预期、组织变革效果不及预期, 疫情反复。

**中航光电 (002179): 2023 年中报点评: 营收盈利均大幅增长, 有望持续受益于下游高景气**

**盈利预测与投资评级:** 基于十四五期间军工行业高景气, 并考虑公司军用连接器市场领先地位以及下游业务的快速发展, 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 34.56/43.17/52.79 亿元; 对应 PE 分别为 27/22/18 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。

**中直股份 (600038): 2023 年中报点评: 产品交付量提升致业绩转好, 重大资产重组促高质量发展**

**盈利预测与投资评级:** 基于十四五期间军工行业高景气, 并考虑公司在国内直升机产业领先地位, 我们将 2023-2025 年归母净利润预测调整为 6.02 (-2.92) / 9.30 (-2.16) / 10.08 (-3.81) 亿元; 对应 PE 分别为 38/25/23 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 1) 原材料短缺及价格波动; 2) 资源分散导致管理风险; 3) 宏观经济波动风险。

## 宏观策略

### 宏观点评 20230821: 呼之欲出, 一文读懂特殊再融资债券

8月5年期LPR保持定力, 对于地产来说可能不是好消息, 但是从侧面透露出一个信号, 推进地方化债可能是当前政策更加重视的领域——通过降低银行息差的压力, 保障金融机构支持化债。除了银行等金融机构之外, 其他工具也逐步浮出水面, 而曾经帮助北上广隐债清零的特殊再融资债券的呼声无疑是最高的。自2015年以来, 地方政府共进行过三轮化债, 前两轮以置换债为主要工具, 而后一轮推出了新工具——特殊再融资债。这三轮化债过程如何推进? 而第三轮的特殊再融资债券又充当了怎样的角色? 我们认为目前地方政府一揽子化债方案“如箭在弦”, 特殊再融资债券是在不改变现有政府债务制度安排的情况下最切实可行的债务置换工具, 未来将同政府资产处置、金融机构支持等一起成为“一揽子化债方案”的重要支柱。

**“捋一捋”地方政府债券种类。**我国地方政府债券有两种分类方式: 按照偿债资金来源划分, 可以分为一般债券和专项债券; 按照资金用途划分, 可以分为新增债券、置换债券和再融资债券。不过这两大类债券之间又可以进行一一配对, 如置换债又可以分为置换一般债和置换专项债, 分别用于置换地方政府存量的一般债务和专项债务。特殊再融资债实则为“新型置换债”。置换债、传统再融资债、特殊再融资债均是“以时间换空间”的化债利器, 但三者之间却又不完全相同。置换债与传统再融资债有两大区别: 其一是置换债由政府发行, 而传统再融资债可由政府和公司等主体发行; 其二是置换债用于置换存量债务, 而传统再融资债用于偿还到期债务的本金。因此, 由政府发行、用于偿还和置换存量债务的特殊再融资债似乎更像是置换债的“替身”。“特殊版”的再融资债与“传统版”有着诸多不同。除了发行主体和替换债务范围之外, 两者最大区别在于特殊再融资债主要用于隐性债的化解, 而传统再融资债更针对显性债。

**三轮化债从何“启幕”、又从何“落幕”?**从2015年起, 我国共开展了三轮隐性债务置换, 前两轮是以置换债的形式, 后一轮是以特殊再融资债的形式。

**第一轮(2015-2018年): 置换债“登上舞台”。**2008年11月, “四万亿”计划下地方融资平台如“雨后春笋”般涌现, 城投债开始大规模发行, 为地方债隐性化问题埋下伏笔。为将隐性债显性化, 2015年政府开启了第一轮大规模化债。在2015至2018年期间共计发行了12.2万亿元的置换债, 其中经济实力较强(如江苏省)或债务负担较重(如贵州省)获得的置换债支持力度较大。通过将大规模高成本债务转化为期限更长、利率更低的政府债券, 债券发行人也从地方政府融资平台转化为地方政府, 债务违约风险随之降低。

**第二轮(2019年): 置换债“重磅归来”。**在个别地方政府违规举债的背景下, 新一轮隐性债务风险似乎又在路上。2018年8月国务院下达《关于防范化解地方政府隐性债务风险的意见》, 要求在5-10年间将隐性债务化解完毕, 第二轮地方债务置换也提上日程。2019年财政部选取了辽宁、贵州、内蒙古、湖南、甘肃、云南六个省份, 采用竞争性立项的方式选择部分县市开展隐性债务风险化解试点。此轮化债中置换债发行规模约为1579亿元, 虽然整体看来规模不大, 但在一定程度上缓解了部分尾部区域政府的流动性压力。

**第三轮(2020-2022年): 特殊再融资债取代置换债, 成为化债“新角色”。**疫情冲击下, 地方政府债务风险“一波未平、一波又起”。2020年12月江苏省率先行动, 发布了专门用于偿还政府存量债务的再融资专项债券(即现在所称的“特殊再融资债券”), 为隐

性债务化解工作开创了新局面。此轮化债过程可以分为两大阶段：第一阶段（2020年12月至2021年9月）主要目的在于建制县区隐性债务化解试点扩容、辅助高风险地区化债。在这个阶段，全国共有28个省市发行特殊再融资债券，募集资金总规模达6278亿元，其中重庆、天津发行量位居前列。此阶段化债的特点在于上海、广东等经济实力较为雄厚的省份未参与其中。第二阶段（2021年10月-2022年6月）以一线城市为首实施全域无隐性债务试点。不同于第一阶段，这一阶段化债是在经济体量大、财政实力强的地区率先展开。从2021年10月至2022年6月期间，北京、上海、广东三地共发行特殊再融资债券约5041.8亿元。在此次化债工作的积极推动下，北京、广东、上海浦东新区、上海奉贤区等地区已成功实现隐性债务清零计划。不过自2022年6月之后，特殊再融资债就一直处于暂停发行状态。今年特殊再融资债发行空间有多大？由于我国对地方政府债务余额实行限额管理（即余额要控制在限额内，限额与余额之间的差值为限额空间），因此我们可以将地方债限额空间理解为特殊再融资债可发行规模理论上限。根据测算，截至2023年6月末，地方债（含一般债及专项债）限额空间约为2.6万亿元，因此今年特殊再融资债可发行上限约为2.6万亿元。不过，我们认为全额使用限额空间以发行特殊再融资债的可能性较小，主要基于两点原因：1 限额空间的一部分可能还需要预留专项债。今年开年以来基建投资其实并不弱，可经济整体却仍需要动力源去恢复“元气”。为夯实基建“底座”，8-9月新增专项债发行进度很有可能提速。今明两年，基建依旧会是经济的重要抓手，我们预计类似2022年下半年专项债使用限额空间的工具仍有“用武之地”。因此地方债限额空间不大可能全部用于特殊再融资债券的发行，还需要为专项债预留空间。2 以史为鉴，今年推出大规模隐性债务置换的可能性并不大。第一轮地方化债（尤其在2015至2016年）启动大规模债务置换的主因是在新预算法执行之际，需要将经重新审计后属于政府债务的部分“显性化”。但在没有进一步推出新预算法的背景下，第二、三轮地方化债的规模均比较适中。以第三轮特殊再融资债的发行为例，从2020年12月至2022年6月特殊再融资债总发行规模为11320亿元，也就是平均每月发行规模仅约为596亿元。怎么用？中央将统筹对限额空间进行再分配。虽然整体看来地方债限额空间仍较为充裕，但地方政府之间化债资源分布不均的问题表现突出。根据散点图来看，各省特殊再融资债可发行规模与对应的偿债压力之间存在不对等现象：很多偿债压力相对较大的省份对应的特殊再融资债可发行规模较小，而上海、江苏、北京等经济发达之地特殊再融资债发行上限反而更高。基于此，中央或会对地方政府债务限额空间进行统筹再分配，并将限额空间更多地分配给一些经济实力较弱、债务压力较大的地区。风险提示：特殊再融资债券相关政策推进进度不及预期；政策定力超预期；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 20230821：5年期LPR不降的政策信号

下调了MLF利率，却不调整5年期LPR利率，这在历史上还是第一次出现。央行已经连续两周给市场带来了“惊喜”，上周超预期下调MLF利率，今天又在5年期LPR上保持定力、维持在4.20%，为2019年LPR改革后首次5年期利率未跟随MLF利率下调。“稳地产”还是“稳银行”，这是当前政策的一道选择题。地产是稳经济、稳信心的抓手，银行则是防风险的重要保障。我们认为在地产与银行的选择中，本次LPR的“降与不降”一方面是稳定银行息差，缓解提上日程的地

方化债对银行的影响；另一方面或是对存量房贷利率调降让出空间，意味着新一轮存款降息与存量贷款利率下调即将落地。今年以来房贷“再融资”现象持续增加或许已经反映了5年期LPR下调效力的“桎梏”，二季度以来的按揭早偿与潜在的经营贷置换均是证据之一。在没有正式再融资机制情况下，长端LPR利率的进一步下调带来的可能是更多的低息贷款置换而非地产需求端的直接刺激。据我们统计目前多数城市的存量-新增房贷利差仍高达60-100bp，存量降息节省居民利息支出释放的需求或比新发贷款降息来的更为显著，而本次5年期LPR利率不变可能也是基于这一点考量。5年期LPR维持的“定力”，可能反映的是银行利润空间收窄“难言之隐”。此番利率调整后，MLF-LPR利差及LPR期限利差重新走阔。考虑到今年高层对金融稳定防风险的关注，我们认为新一轮存款降息以及预期的降准均有加速落地的必要性。存款和存量贷款降息方面，央行二季度货币政策报告设专栏讨论银行合理利润水平，可见商业银行利润缩减已至央行关注水平，金融监管总局公布的二季度净息差为1.74%，环比虽持平，但往后看下行压力仍大：一方面是6月及8月LPR降息落地后的挤压资产端收益的效应正在逐步显现；另一方面央行上周日再提“统筹考虑增量、存量及金融产品价格关系”，包括按揭在内的多个存量贷款利率均有近期调降可能，驱动银行开启新一轮存款降息稳定负债端成本。降准的诉求进一步增加。我们曾在7月金融数据点评报告中提到降准对于补充流动性、稳预期的必要性，观察这两周的变化，这些降准考量的压力不减反升：上周流动性“量涨价升”，央行逆回购超量投放难抵专项债加速发行对资金面的扰动；8月意外降息后汇率压力进一步增加，降准可发挥总量政策加力的稳预期作用。5年期LPR虽未跟随下调，救地产的紧迫性并未下降。以史为鉴，5年期LPR跨步调降均伴随着地产调控放松，而在如今“房住不炒”缺席的地产供求新形势下，我们认为本次5年期LPR利率意外的不变并不意味着“力度要够”的地产政策有所转向，降息的空间或转交至存量按揭利率，且本轮地产放松的重心会在一线城市。7月国家统计局口径70城房价下跌城市增多，如果8月趋势不变，广州、深圳或将成为符合央行首套房贷利率动态调整机制的下调条件首批一线城市，对于“买涨不买跌”的楼市信心影响较大。加之6月LPR下调后，6月末个人住房贷款利率进一步环比下降3bp至4.11%，已大幅低于2016年首提“房住不炒”时的4.52%，但三季度地产销售继续疲软，救地产的紧迫性并未下降。为什么一线城市可能是后续地产政策发力点？变化主要在于“房住不炒”表述的缺席：政治局强调“地产供求新形势”、央行二季度货币政策报告删除“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，都意味着我们对政府地产调控“稳而不强”的“刻板影响”可能要变一变了。对于当下数月低迷的楼市来说，库存更少、能级更大的一线城市的房价回升是其急需的“示范”。不同的是政策对居民重回加杠杆的思考。参考去年5年期LPR年内累计降幅多达35bp的背景下，地产销售面积仍同比减少超20%，而今年居民收入、理财收益受到进一步扰动，股市及房价波动加大，重回加杠杆之路并非LPR降息能够“一蹴而就”，地产需求刺激落地后房价的企稳回升或是回归正轨的第一步。本次LPR非对称下调或考量到LPR降息并非影响居民加杠杆的核心变量，重点仍在各地预期地产放松政策的兑现与居民资产价格及收入的普遍好转。风险提示：地产政策定力超预期；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)

宏观周报 20230820：美债利率创新高后，怎么走？

同样是面临“政策定力”，国内和国外债市的表现大相径庭。国内 10 年国债正式进入“2.5%”时代，而美联储的政策“定力”导致美债市场“哀鸿遍野”、纷纷刷新年内新高，作为全球市场利率锚的 10 年期美债收益率一度站上 4.3%，全球资产压力山大。尽管资产很“慌”，鉴于基本面和短期情绪面的因素我们依旧认为美债收益率接近于本轮周期的高点，10 年期美债收益率未来一段时间更加合理的波动区间可能是 3.5%至 4.25%。本轮上行和去年又有何不同？回顾来看，我们不难发现去年美债收益率快速走高的原因在于通胀频频超预期。与此同时，美联储大幅上调政策利率终值（3.8%升至 4.6%），持续加码的货币紧缩力度推高美债收益率。而本轮我们认为美债收益率上涨更多反映市场对美联储明年降息预期的调整。那么如何看待本次美债收益率的大涨？其实通过复盘历史不难发现，触发美债上涨和下跌的因素无非是基本面、政策和事件三个层面。本次推高美债的是超强经济韧性+“鹰”派加息信号+两大事件的推波助澜：基本面角度，美国“亮眼”的经济表现。一、二季度美国 GDP 频频超预期，而亚特兰大联储对美国 Q3 环比增速从 4.1%连续上调 2 次至 5.8%。由此我们认为，上半年经济大超预期的状况在下半年将持续：经测算超额储蓄要到明年 2 季度才能消耗完毕，制造业开始企稳回升，住宅投资也将转正，这一切都减小了衰退的可能。经济基本面强于 2022 年。除此之外，7 月“二次通胀”的开始证明了 6 月大幅“下台阶”难以为继，美债的交易逻辑转向经济基本面。政策面角度，实际利率刷“纪录”，美联储释放更“鹰”的信号。短期内降息预期难以兑现+下周杰克逊霍尔会议（Jackson Hole）上将释放的偏“鹰”政策预期，共同推动美债收益率上涨。10 年期通胀保值债券（TIPS）收益率飙升，触及 2%的关键关口，刷新近十年以来的纪录。与此同时，7 月会议纪要释放今年以来鹰派语句最多的一次。这也“引导”市场开始 price in 在下周全球央行年会上，美联储可能对中性利率的“鹰”派论调。事件角度，主权信用评级下调+Q3 发债潮。惠誉下调美国国债评级以及美债的“供给潮”起到了对美债收益率“推波助澜”的作用。一方面，美国三季度预计发债规模明显高于此前的预期、增加到 1.007 万亿美元，且从期限结构上看，中长期国债发行规模更大。5 年期，10 年期及 30 年期的发行规模分别为 990 亿、1020 亿、1070 亿。在此压力下，美债已经在 2 周前脉冲式地推向 4.2%。另一方面，虽然本次评级下调与 2011 年相比，市场十分“淡定”。关注点反而在美股巨额的政府债务和外资坚持美债上，短期内推动市场押注收益率的上涨。展望后市，市场预期还需调整，美联储“三思而后行”。鉴于本次推高美债的核心因素还是强劲的经济活动，让市场对政策利率重新定价。如果通胀能够持续下行，这将能够限制住美债收益率上涨的空间。但是值得注意的是，如果通胀真的重新加速，这将带领美债收益率再次冲高。而若想要美债收益率跌破 3.5%，则需要失业率的大幅抬升或者明显的就业降温。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：美国经济边际放缓。截至 8 月 13 日当周美国纽约联储 WEI 指数初值录得 1.12。近两周美国 WEI 指数呈现放缓趋势，但整体来看，美国经济恢复有条不紊，市场对于今年美国不衰退的期望持续升温。德国方面虽边际改善，但仍处于低位，截止至 8 月 13 日当周德国 WAI 指数为 0.10，较前值上升 0.07，德国经济当前“堪忧”，随着制造业对经济的拖累加大，后续德国 WAI 指数可能进入负增长区间。需求：出行消费具有韧性，地产需求持续承压。本期美国出行活动相较上期边际下行，但仍位于 2022 年以来相对高

位。消费仍然具有韧性，美国红皮书零售销售同比连续三周回暖，截至8月13日的当周录得0.70，较前值上升0.40，当前美国税收减少以及社保收入增加使得居民可支配收入显著上升，加上美国超额储蓄至少要持续到明年二季度才会消耗完毕，对消费形成有力支撑。地产方面，抵押贷款利率延续上升，截至8月13日当周录得7.09%，再次刷新去年以来的高位，高利率影响下地产需求不容乐观。我们提到，本轮地产回暖的主要原因在于供给端偏弱，而需求端受挫较为明显，当前库存不足支撑地产回暖，但地产复苏能否持续仍有赖于需求通道的打开，后续利率能否有效下行对地产来说至关重要。就业：劳动力市场保持韧性。截至8月12日当周，美国首次申请失业救济人数下降1.1万人至23.9万人，与预期基本相符，创下五周以来的最大降幅。截至8月6日当周，续申失业救济人数增至171.6万，超过市场预期170万。尽管美国借贷成本上升对美国经济的各个领域产生了负面影响，但美国劳动力表现仍具有韧性。强劲的劳动力市场刺激薪资增长幅度，进而支撑着美国消费者支出，市场对于美国经济能够实现软着陆的预期仍在升温。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，美元整体流动性有所收紧，监测美元流动性的核心指标 Libor-OIS 和企业债利差在小幅震荡后与上周基本持平。截止至8月16日，美联储资产负债表规模较8月9日收缩了625.14亿美元，其中国债减少422.95亿美元，BTFP增加3.78亿美元，缩表仍在进行中。此外，受到穆迪下调10余家银行评级，以及惠誉警告或将下调70多家银行评级（包括摩根大通等大银行）的影响，欧美主要银行CDS指数在本周小幅上升，债券违约风险小幅升高。美元流动性整体边际收紧。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。

（证券分析师：陶川 证券分析师：邵翔）

### 宏观周报 20230820：近期流动性“量增价升”反映了什么？

8月中旬扰动资金面的因素有些多：先是15日意外降息，再是央行少见连续四天逆回购投放超7000亿元，本周净投放量为今年2月以来最高，资金利率同时快速活跃至中枢值以上。应该如何解读当下的资金流动性变局？我们认为在月中税期影响的因素之外，近期资金利率升高反映的更多是地方专项债加快发行与实体融资需求的好转。税期如何影响资金利率？根据国家税务总局的规定，企业需要在每月确定日期（一般为15日前后）之前完成税务申报，而通常企业倾向于临近截止日期时报税，因此每月中旬为缴税高峰期，大量资金届时从实体流向财政存款，表现为流动性收紧，资金利率抬升，央行通常会增加逆回购投放呵护流动性。不过结合历史经验，8月税期对资金面的扰动有限。从全年角度来看，由于部分税务季度、年度申报的缘故，每月缴税规模存在季节性：年初的1月，季初的4月、7月、10月，以及半年度汇算期5月均为“缴税大月”，该月的税收收入及货币当局的政府存款均为年内高点，对应月中税期资金利率的抬升幅度也更显著。因此8月税期因素并不能完全解释本周央行创今年2月以来最大的逆回购净投放量。地方专项债发行加速或是近期扰动资金面的主因。我们曾在此前的报告中提到，专项债明显放量时大多伴随着资金利率的环比大幅上涨，这主要是政府债发行增加财政性存款对基础货币的抽离造成资金面收紧。本周资金利率的环比抬升幅度明显大于历史均值就是证据之一。观察本月发行情况，截至8月19日Wind口径8月发行的新增地方专项债规模已达4288亿元，为年内最高。各省已公布的发行计划总规模超4400亿元，广东、河北发力明显，考

虑到还缺少部分省份数据，8月发行的地方专项债总量很可能超过5000亿元。往后看，8月之后实体投资与信贷投放有望触底回升。地方政府专项债的发行加速意味着更多的基建项目到款及落地开工，力度上可能不及2022年5-6月，但也是8月之后基建投资与贷款需求的重要企稳支撑。需关注接下来本月5年期LPR超幅调降（是否超过15bp）以及地产政策快速落地的预期兑现。本周高频数据显示，居民出行消费热度不减，汽车零售销量同比走阔，客运保持高位；二手房销售有回暖迹象，土地交易仍低迷。极端天气影响因素逐渐消退后工业生产回到正轨，建筑业生产节奏加快。猪价回升势头暂止，国内工业品价格企稳回升。风险提示：专项债发行进度不及预期；政策定力超预期；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）

## 固收金工

### 固收点评 20230823：科数转债：智慧电能行业领跑者

**事件** 科数转债（127091）于2023年8月23日开始网上申购：总发行规模为14.92亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于智能制造基地建设项目（一期）、科华研发中心建设项目、科华数字化企业建设项目、补充流动资金及偿还借款。当前债底估值为93.09元，YTM为2.56%。科数转债存续期为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111.00%（含最后一期利息），以6年AA中债企业债到期收益率3.82%（2023-08-21）计算，纯债价值为93.09元，纯债对应的YTM为2.56%，债底保护较好。当前转换平价为91.69元，平价溢价率为9.06%。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29日至2029年08月22日。初始转股价34.67元/股，正股科华数据8月21日的收盘价为31.79元，对应的转换平价为91.69元，平价溢价率为9.06%。转债条款中规中矩，总股本稀释率为8.53%。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34.67元计算，转债发行14.92亿元对总股本稀释率为8.53%，对流通盘的稀释率为9.77%，对股本的摊薄压力较小。 **观点** 我们预计科数转债上市首日价格在108.51~120.89元之间，我们预计中签率为0.0054%。综合可比标的以及实证结果，考虑到科数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25%左右，对应的上市价格在108.51~120.89元之间。我们预计网上中签率为0.0054%，建议积极申购。公司多年来专注电力电子技术研发与设备制造，拥有智慧电能、云服务、新能源三大业务体系。产品方案广泛应用于金融、工业、交通、通信、政府、国防、军工、核电、教育、医疗、电力、新能源、云计算中心、电动汽车充电等行业。2018年以来公司营收稳步增长，2018-2022年复合增速为13.22%。自2018年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率“W型”波动，2018-2022年复合增速为13.22%。2022年，公司实现营业收入56.48亿元，同比增加16.09%。与此同时，归母净利润先增后减，2018-2022年复合增速为35.01%。2022年实现归母净利润2.48亿元，同比减少43.39%。公司自成立以来始终深耕智慧电能行业，在依托智慧电能技术实力基础上，公司先后进入新能源和数据中心行业，打造智慧电能、数据中心和新能源三大业

务板块。公司销售净利率小幅波动，销售毛利率维稳，销售费用率下降，财务费用率先升后降，管理费用率下降。2018-2022年，公司销售净利率分别为2.67%、5.59%、9.37%、9.22%和4.69%，销售毛利率分别为30.02%、31.02%、31.84%、29.21%和29.47%。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 20230823：力诺转债：国产特种玻璃领军者

事件 力诺转债(123221.SZ)于2023年8月23日开始网上申购：总发行规模为5.00亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于轻量药用模制玻璃瓶(1类)产业化项目。当前债底估值为69.49元，YTM为2.11%。力诺转债存续期为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：0.30%、0.50%、1.00%、1.50%、1.80%、2.50%，公司到期赎回价格为票面面值的108.00% (含最后一期利息)，以6年A+中债企业债到期收益率8.63% (2023-08-22)计算，纯债价值为69.49元，纯债对应的YTM为2.11%，债底保护一般。当前转换平价为99.79元，平价溢价率为0.21%。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29日至2029年08月22日。初始转股价14.4元/股，正股力诺特玻8月22日的收盘价为14.37元，对应的转换平价为99.79元，平价溢价率为0.21%。转债条款中规中矩，总股本稀释率为13.00%。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14.4元计算，转债发行5.00亿元对总股本稀释率为13.00%，对流通盘的稀释率为18.72%，对股本有一定的摊薄压力。观点 我们预计力诺转债上市首日价格在118.09~131.57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，考虑到力诺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118.09~131.57元之间。我们预计网上中签率为0.0016%，建议积极申购。20年专注特种玻璃技术，药用、耐热玻璃领域突破与荣誉，2021年上市，持续投入未来项目。公司作为玻璃新材料的引领者，以硼硅玻璃为核心，不仅拥有国内最大的中硼硅安瓿瓶生产基地和世界领先的耐热玻璃生产基地，还成为国内唯一的中国医药包装协会药用玻璃培训基地所在地。2018年以来公司营收缓慢增长，2018-2022年复合增速为8.28%。2018年以来，公司营业收入缓慢增长，增速呈现“W”型波动，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8.22亿元(同比-7.52%)。与此同时，归母净利润上升，2018-2022年复合增速为15.48%，2022年实现归母净利润1.17亿元(同比-6.51%)。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。三大主营业务中，药用玻璃占比逐渐提升。2022年，公司药用玻璃、耐热玻璃、电光源玻璃营收占比分别为46.96%、42.82%、3.53%。公司销售净利率近年下行，销售毛利率持平，销售与管理费用率上升，财务费用率下降，费用率均高于行业平均水平。2018-2022年，公司销售净利率分别为10.97%、12.63%、13.76%、14.04%和14.19%，销售毛利率分别为30.33%、30.35%、29.80%、25.04%和22.09%。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：国家发改委等部门印发《绿色低碳先进技术示范工程实施方案》的通知

**投资要点** 重点推荐：洪城环境，蓝天燃气，新奥股份，景津装备，美埃科技，盛剑环境，高能环境，仕净科技，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：昆仑能源，重庆水务，兴蓉环境，鹏鹞环保，三峰环境，再升科技，卓越新能。发改委发布碳达峰碳中和重大宣示三周年重要成果，双碳目标持续推进。2020 年我国二氧化碳排放强度比 2005 年-48.4%，超额完成第一阶段承诺。“十四五”前两年，我国二氧化碳排放强度-4.6%，节能降碳成效显著。下一步将落实好碳达峰碳中和“1+N”政策体系，有计划分步骤实施好“碳达峰十大行动”，确保如期实现碳达峰碳中和目标。行业跟踪：1) 生物柴油：原料价格小幅上行，生柴价格持稳需求偏冷。2023/8/11-2023/8/17 生柴均价 7900 元/吨(环比上周持平)，地沟油均价 5964 元/吨(环比上周+1.1%)，考虑一个月库存周期测算单吨盈利为 806 元/吨(环比上周+4%)。近期原料收集难度大加之降雨运输不畅，原料供应偏紧价格维持高位，生物柴油市场整体情绪偏冷清。2) 锂电回收：折扣系数回落盈利能力波动，期待供需格局优化盈利回升。2023/8/14-2023/8/18，三元黑粉折扣系数持平，锂/钴/镍系数均为 72%。截至 2023/8/18，碳酸锂 22.5 万(周环比-7.8%)，金属钴 26.6 万(周环比-2.2%)，金属镍 17.18 万(周环比+2.0%)。根据模型测算单吨废三元毛利-1.34 万(周环比-0.08 万)。3) 2023M1-7 新能源渗透率同增 1.68pct 至 6.36%，宇通重工 23M7 新能源销量加速。2023M1-7 行业新能源环卫车销售 3024 辆(+26%)，盈峰环境/宇通重工/福龙马新能源销量为 1060/588/243 辆，同比+34%/+14%/+86%，市占率 35.05%/19.44%/8.04%，位列前三。其中宇通重工 23M7 单月新能源销量 188 辆，同比+116%，环比+198%，显著加速。4) 电子特气：整体行情弱势盘整，氙气价格小幅上涨。2023/8/13-2023/8/19，氙气、氦气周均价 5.93 万元/立方米、689 元/立方米(环比+2.34%、+2.12%)；氩气价格下探，周均价 1219 元/瓶(环比-1.40%)；氮气周均价 295 元/立方米(环比-8.02%)。现金流改善+市场化改革+核心资产盘活价值重估，重申环保 3.0 时代！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。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 PE8X(估值日 2023/8/18)。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 PE16X，PEG0.6(估值日 2023/8/18)，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、双碳持续推进：CCER 重启在即，新政强化供给约束，长期碳市场向非电扩容。【高能环境】再生资源；【仕净科技】最经济的水泥碳减排；【龙净环保】紫金绿电+储

能。最新研究：龙净环保：紫金入主盈利质量提升，绿电&储能实现从0到1突破。洪城环境：业绩稳健增长，优质运营资产迎价值重估。华特气体：需求复苏日趋明朗，持续丰富产品结构，培育新业绩增长点。九丰能源：清洁能源盈利稳定，能源服务&特气业务快速发展。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

### 当升科技(300073): 2023年中报点评: Q2业绩超预期, 单吨净利明显好于行业平均【勘误版】

**投资要点** 2023年H1公司实现归母净利润9.26亿元, 同比增长1.46%, 业绩超市场预期。2023年H1公司营收84.02亿元, 同比下降7.8%; 归母净利润9.26亿元, 同比增长1.46%; 扣非净利润10.65亿元, 同比增长9.28%。2023年Q2公司实现营收37.1亿元, 同比下降29.61%, 环比下降20.93%; 归母净利润4.95亿元, 同比下降5.77%, 环比增长14.94%, 扣非归母净利润6.4亿元, 同比增长2.66%, 环比增长50.4%。2023Q2出货1.6万吨左右, 全年预期20%左右增长。公司上半年出货量3万吨左右, 同比略增, 高镍占比超过30%, 其中Q2出货1.6万吨左右, 同比增长4%, 环比增长近15%, 公司海外客户占比达70%左右, 需求相对稳定; Q3需求进一步恢复, 我们预计Q3出货环比增长20%以上, 2023年出货有望达7-8万吨, 维持20%左右增长, 后续欧洲工厂一期6万吨建设即将启动, 海外出货占比将进一步提升。此外公司铁锂进入国内储能供应链, 已实现百吨级出货。2023Q2单吨净利3万元/吨, 明显好于行业平均。盈利端, 公司2023Q2单吨扣非利润3.9万元左右, 明显好于行业平均水平, 其中我们预计Q2汇兑损益影响1.7-1.8亿元左右, 若扣除, 则公司Q2扣非净利达2.8万元/吨左右, 环比持平, 公司客户结构优异, 海外销量占比达到70%以上, 加工费较稳定, 海内外碳酸锂、镍等金属价差预计也有正向贡献, 且公司库存管理水平良好, Q2基本不受存货减值影响, 下半年单位盈利仍有望维持2.5-3万元/吨。锰铁锂、钠电、固态正极等新产品进展顺利。公司锰铁锂材料导入国内一流电池客户并实现百吨级测试, 克容量优势明显, 产品性能领先, 攀枝花基地年底投产4-5万吨磷酸(锰)铁锂产能, 可与铁锂兼容, 大规模出货在即。上半年层状氧化物钠电正极累计出货超百吨, 目前单月出货近百吨, 正在下游车企测试。半固态正极材料已实现几百吨出货。盈利预测与投资评级: 考虑公司今年出货量增速放缓, 我们下调公司2023-2025年归母净利润预测至18.06/19.24/23.95亿元(原预期为18.87/23.26/31.34亿元), 同比-20%/+7%/+24%, 对应PE为12x/12x/9x, 考虑公司海外出货占比高, 我们给予2023年20xPE, 目标价71.4元, 维持“买入”评级。风险提示: 电动车销量不及预期, 上游原材料价格大幅波动。

(证券分析师: 曾朵红 证券分析师: 阮巧燕  
证券分析师: 岳斯瑶)

### 中文在线(300364): 手握优质数据和头部IP, 积极拥抱AI多模态新时代

**投资要点** 数据壁垒: 手握海量正版数据, 积极迎接百模新时代。国内生成式大模型的发展不仅需要大量数据, 更需要高质量、有版权的数据。国内外大模型相关的版权和数据纠纷案频出, 相关监管法律趋于完善, 数据合规性得到更高重视。中文在线拥有超过60TB的正版

数据,含文字/音频/视频多种类型,覆盖小说、科普、社会等多个品类,通过文学网站和驻站作者持续更新数据,通过完备的数据保护和版权保护体系放大数据资产价值,有望深度受益于多模态时代。内容壁垒:手握头部网文IP,多模态AI打开变现空间。公司聚焦优质IP,已有IP类型多样、经典IP经久不衰。如《修罗武神》自2013年连载以来热度不减,已改编为有声书和漫画,动画预告片也已上线。2023年6月公司发布公告,拟成为寒木春华控股股东,取得优质动漫IP《罗小黑战记》。多模态大模型行业快速发展,公司亦有相关布局,已在有声书、漫画、动漫、视频领域进行探索。多模态大模型有望进一步扩大IP改编产能、降低IP改编成本、提升用户体验。财务表现:2022年业绩承压,2023有望实现收入利润双增长。收入方面,2022年公司营收受宏观及行业不利因素影响,预计2023-2025年随着不利因素淡去、AI改编技术迭代、数据需求提升,公司营收增速有望显著改善。海外Crazy Maple Studio子公司5月1日出表,对收入造成一定影响,但对归母净利润影响有限。公司于2022年已全额计提教育业务减值,不再影响未来财务表现;公司版权成本逐年摊销,占收入比例整体呈下降趋势;值得关注的是,AI对运营维护成本的降低作用已在海外子公司财务数据中初步体现,我们看好公司通过AI技术迭代和应用深化,进一步实现降本增效,实现利润改善。盈利预测与投资评级:考虑到AI研发投入对费用端影响,我们将2023-2025年EPS预测从0.22/0.30/0.36元下调至0.18/0.24/0.31元。公司当前股价对应2023-2025年PE为83/62/48倍,我们看好公司的IP+AI业务布局和优质内容壁垒,维持“买入”评级。风险提示:海外采集价格上涨风险,版权诉讼与盗版侵权风险,AI技术发展不及预期风险。

(证券分析师:张良卫 证券分析师:周良玖  
研究助理:张文雨)

#### 阿特斯(688472):阿特斯2023年中报点评:组件新兴市场出货强劲,储能订单再创新高

投资要点 事件:公司发布2023半年报,2023H1营收261.0亿元,同增31.7%;归母净利19.2亿元,同增321.75%;扣非净利17.2亿元,同增284.2%。其中2023Q2营收142.7亿元,同环增17.9%/20.7%;归母净利10.0亿元,同环增161.4%/9.4%;扣非净利9.4亿元,同环增172.5%/20.2%;2023Q2资产减值2.6亿元,期间费用率3.4%,环减4pct,主要系汇兑收益优化财务费用至-2.6%所致。业绩符合预期。组件新兴市场出货强劲、N型投产贡献增量。公司2023H1组件出货约14.3GW,新兴市场出货强劲,国内狠抓渠道建设,非洲/拉美/中国/欧洲分别同增340%/115%/80%/57%;其中2023Q2组件出货约8.2GW,环增34%,测算单瓦净利约0.13元,环降约3分,主要系2023Q2组件降价+存货减值所致。展望2023Q3,公司预计2023Q3出货8.5-8.7GW,全年出货30-35GW,同增约55%。公司不断推进TOPCon电池产能建设,宿迁一期8GW已于2023年4月投产,量产效率已达25.6%,良率98%;公司预计扬州一期14GW、泰国8GW项目于2023H2投产,宿迁二期8GW在建,公司预计2023年底210mm/182mmTOPCon电池产能为12/18GW,全年TOPCon出货占比约15-20%,N型逐渐出货提振盈利。此外公司加速一体化扩产,公司预计2023年底拉棒/切片/电池/组件产能为20/21/50/50GW,2024年分别达50/60/70/80GW,一体化率自2023年底40%提至2024年底63%,协同优势明显有望进一步优化成本。储能订单21亿美元、环增62%、创新高。2023H1公司储能收入1.7亿,同比-88%,收入下滑主要系公司切换至自有产品+碳酸锂跌价减少部分订单导致的出货空窗期所

致。公司是市场上少有的集制造+EPC+运维一体的供应商，项目落地能力强，公司预计全年储能出货 1.8-2GWh，同比略增。公司在巩固欧美市场的同时，向日本、澳洲、南美市场扩张，截至 2023 年 6 月，拥有储能订单约 26GWh，金额超 21 亿美金，环比 2023Q1 提升 62%，有力支撑储能出货增长。此外，公司户储业务已布局北美、欧洲、日本市场，面对终端可充分利用成熟的组件渠道，有望快速打开市场！  
盈利预测与投资评级：基于光伏组件竞争加剧，我们下调 2023/24 年盈利预测，我们预计 2023-2025 年公司归母净利润 38.3/53.9/71.3 亿元（前值 2023/24 年为 40.5/55.5 亿元），同比增加 78%/41%/32%，基于公司光储领先地位，我们给予公司 2024 年 13xPE，对应目标价 19.0 元，维持“买入”评级。风险提示：政策不及预期，竞争加剧。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：陈瑶 证券分析师：郭亚男）

### 名创优品 (MNSO): FY2023Q4 点评: 归母净利润同比+163.3%，国内开店亮眼，利润率大幅提升

投资要点 事件：公司发布 FY2023 财年（截至 20230630）业绩。公司 FY2023Q4 收入为 32.5 亿元（人民币，下同），同比+40.3%；归母净利润 5.39 亿元，同比+163.3%；Non-IFRS 净利润 5.71 亿元，同比+156.3%。公司 FY2023 实现 Non-IFRS 净利润 18.3 亿元，超我们此前预期。受益于品牌升级+供应链成本优化，公司利润率持续提升。FY2023Q4，公司毛利率/Non-IFRS 净利率为 39.8%/ 17.6%，同比+6.5pct/ 7.9pct。国内门店开店超预期：FY2023Q4 公司国内 MINISO 业务收入 19.52 亿元，同比+38.4%。MINISO 中国门店净增加 221 家达 3604 家，其中超 90 家新门店位于一二线城市。受益于疫情复苏，国内单店平均收入约 56 万元，同比+27%。海外直营高增，单店收入大幅增长：FY2023Q4 公司海外收入 11.15 亿元，同比+42.1%，贡献公司整体经营利润的 40%以上（上季度为 25%），公司海外门店净增 56 家至 2187 家。海外收入的增长主要来自单店收入提升，FY2023Q4 海外单店平均收入约 52 万元，同比+28%，这主要因单店收入更高的直营业务高增，本季度海外直营收入同比+85%。TOPTOY 业务利润率明显增长。FY2023Q4 公司 TOPTOY 业务收入达 1.73 亿元，同比+82.1%，其中单店 GMV 同比+46%。TOP TOY 业务的毛利率也有显著增长，主要受益于产品结构持续优化，自有产品占比提升至近 1/3。盈利预测与投资评级：公司是线下品牌连锁零售龙头，受益于疫情复苏+品牌升级业绩亮眼，开店超预期有望奠定后续高增。公司聚焦的性价比连锁门店，在当前消费环境下是景气度较高的赛道。考虑到公司利润率和开店超预期，我们将公司 FY2024~25 的 Non-IFRS 归母净利润预期从 22.0/ 25.0 上调至 24.0/ 27.3 亿元，预计 FY2026 的 Non-IFRS 归母净利润为 30.8 亿元，FY2024~26 同比+31%/ 14%/ 13%，Non-IFRS 归母净利润对应 8 月 21 日收盘价为 19/ 17/ 15 倍 P/E，维持“买入”评级。风险提示：扩店不及预期，消费需求不及预期，海外经营相关风险等

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：阳靖 证券分析师：汤军）

### 蓝色光标 (300058): 23 年中报点评: 营收增长迅速，积极拥抱 AI+营销新机遇

投资要点 事件：23H1，公司实现营收 219.9 亿元，同比增长 31.6%；归母净利润 2.85 亿元，同比增长 3303.06%；扣非归母净利润 2.63 亿元，同比增长 10.1%。电商、游戏等行业客户收入持续增长，拉动公司业绩。随着 Web3.0 时代的全面到来，公司在游戏、电子商务等

行业客户收入的持续增长拉动公司业绩增长。23H1，电商类行业客户收入实现 64.4 亿元，同比增长 62.46%，主因电商客户出海增速较快；游戏类行业客户收入实现 96.8 亿元，同比增长 22.54%。新客以游戏、电商类为主，客户结构变化拉低国内业务毛利率。23H1，公司毛利率为 4.61%，同比下滑 1.28pct。其中国内业务毛利率为 11.79%。同比下滑 4.88pct，拖累整体毛利率表现；出海业务毛利率为 1.84%，同比提升 0.22pct。23H1，汽车、房地产等高毛利客户预算缩减，新拓客户以毛利率低的游戏、电商类为主；低毛利客户业务占比提升致国内业务毛利率下滑。AIGC 投入及汇兑损益致费用端增长，股权激励彰显信心。2023H1，公司研发费用达 0.33 亿元，同比增长 20.54%，我们认为主因上半年公司加大 AI 技术投入，提升研发投入；财务费用为 0.44 亿元，同比增长 79.36%，主因受汇率变动影响，本期汇兑损失增加所致。23 年 8 月，公司公布股权激励计划草案，若达成营收增长率目标，预计将于 23-25 年产生 0.81/1.90/0.54 亿元激励成本，彰显公司发展信心。拥抱 AI2 发展战略，期待 AI 产品矩阵逐步落地。上半年，公司聚焦 AI+营销赛道，在 AIGC 板块已推出蓝标智播、分身有术两款 SaaS 产品。此外，公司将基于不同行业场景打造 BlueFocusAIGC 工具矩阵，赋能各行业营销场景。通过 AIGC 赋能主业，打造 AI 产品矩阵；作为内部工具使用有望长期助力公司降本增效，业绩和估值未来还有提升空间。盈利预测与投资评级：公司上半年业绩符合我们预期，考虑到 AI 投入、汇兑损益及下半年将产生激励成本，我们将公司 2023-2025 年归母净利润由 6.9/8.4/9.9 亿元下调至 5.5/5.8/8.2 亿元；若不计入股权激励成本，则预计归母净利润将为 6.2/7.5/8.7 亿元。我们看好公司业务优势，AI 赋能主业，维持“买入”评级。风险提示：AI 相关技术/应用发展不完善、广告投放需求恢复不及预期

(证券分析师：张良卫 证券分析师：周良玖  
证券分析师：张家琦 研究助理：晋晨曦)

### 安踏体育 (02020.HK): 23H1 业绩点评: 经营质量改善, 利润率提升超预期

投资要点 公司公布 23H1 业绩：收入 296.45 亿元/yoy+14.2%、归母净利 47.48 亿元/yoy+32.3%、剔除分占合营公司损益的净利 52.64 亿元/yoy+39.8%。净利增长大幅超过收入，主因毛利率同比+1.3pct 至 63.3%、期间费用率同比-2.9pct 至 39.7%、归母净利率同比+2.2pct 至 16%、剔除分占合营公司损益的净利率同比+3.3pct 至 17.8%。合营公司 AS Holding 收入+37%、分占亏损 5.16 亿元/22H1 亏损 1.8 亿元、亏损主因合营公司计提 Peak Performance 商誉减值约 11.31 亿元。截至 23H1 末存货周转天数同比-21 天至 124 天，经营活动现金流净额 101.64 亿元/yoy+104%。上半年公司业绩表现较好，经营质量和运营效率均显著改善。安踏品牌：DTC 驱动收入增长，剔除政府补助影响 OPM 同比改善。23H1 收入 141.7 亿元/yoy+6.1%/占比 47.8%。1) 收入按模式拆分，23H1 DTC/电商/批发收入分别同比+21.8%/+1.4%/-32.6%、分别占安踏品牌的 57.1%/32.7%/10.2%，截至 23H1 DTC/批发门店分别为 7200/2433 家、较 22H1 末分别净+600/-190 家、分别同比+9.1%/-7.2%，DTC 转型带动收入较高增长，目前 DTC 转型进度基本完成、未来重点为提升营运效率；批发门店收缩、同时考虑批发商去库存下控制出货、收入下滑较多；电商保持相对稳定。2) 盈利方面，23H1 安踏品牌毛利率同比+0.7pct 至 55.8%、经营利润率同比-1.0pct 至 21%，毛利率提升主要来自高毛利 DTC 占比提升贡献、经营利润率下滑主因政府补助减少（23H1 为 5.28 亿元/22H1 为 7.19 亿元），剔除政府补

助影响经营利润率为同比提升。 FILA: 收入恢复双位数增长, OPM 大幅提升。 1) 收入: 23H1 收入 122.3 亿元/yoy+13.5%/占比 41.3%, 截至 23H1 末 FILA 门店 1942 家、较 22H1 末净-79 家、同比-3.9%, 在净关店情况下 FILA 收入实现双位数增长, 主因: ①22H1 同期受疫情影响基数较低; ②店效提升, 23H1 FILA 大货/儿童/潮牌店效分别约为 100/40/50 万元/月、22H1 分别约为 80/40/45 万元/月、分别同比+25%/持平/+11%; ③FILA 线上短视频直播渠道取得高增, 23H1 线上增长近 20%。 2) 盈利: 23H1 毛利率同比+0.6pct 至 69.2%, 主因新品售罄率较高、折扣提升带动; 经营利润率同比+7.2pct 至 29.7%, 主因终端门店经营显著恢复、店效提升带动经营杠杆显效。 3) 展望: 预计未来 FILA 门店数维持 2000 家左右规模、通过线上覆盖更多人群、保持较快增长。中长期维持 400-500 亿元收入目标不变、经营利润率有望保持在 25%-30%。 其他品牌: 差异化定位驱动强劲增长, OPM 创新高。 23H1 收入 32.46 亿元/yoy+77.6%/占比 11%, 在去年同期较快增长基础上进一步高增, 主要受益于差异化户外运动品牌定位下市场需求高景气。 1) 迪桑特: 23H1 收入同比+70%+, 主要增长驱动来自店效提升+高产店增多, 截至 23H1 末迪桑特门店 183 家/较 22H1 末净增 1 家/同比+0.5%, 折扣减小、效率提升下月店效约同比提升 60%至 180 万元, 其中年店效超过 3000 万元的门店超过 40 家, 预计到年底门店数量将增至 185-195 家。 2) 可隆: 23H1 收入同比+100%+, 主要增长驱动来自售罄率和折扣大幅提升下店效大增, 截至 23H1 末门店 160 家/较 22H1 末净增 7 家/同比+4.6%, 23H1 可隆店效约 90 万元/月、同比+100%, 预计到年底门店数量增至 170-180 家。 3) 盈利: 23H1 其他品牌毛利率同比-0.8pct 至 73.4%、主要受库存减值影响, 经营利润率同比+8.7pct 至 30.3%创新高, 主因售罄率提升、店铺经营质量提升。 盈利预测与投资评级: 公司为国内多品牌运动服饰龙头, 23H1 随国内消费场景恢复, 安踏品牌收入增长个位数、FILA 增长双位数、其他品牌强劲高增, 同时在折扣、售罄率、店效等经营指标显著改善带动下, FILA 和其他品牌利润率显著提升, 净利实现较好增长、超出市场预期。管理层维持全年安踏品牌与 FILA 收入双位数增长指引、其他品牌增速从 30%上调为 40%, 中长期预计安踏/FILA/其他品牌经营利润率分别在 20%-25%/25%-30%/25%-30%水平。我们将 23-25 年归母净利润从 95.48/112.52/131.69 亿元上调至 97.84/113.99/134.43 亿元、对应 PE 为 23/19/17X, 目前估值处于历史较低水平, 维持“买入”评级。 风险提示: 居民消费信心恢复较慢、疫情反复、竞争加剧。

(证券分析师: 李婕 证券分析师: 赵艺原)

### 先声药业 (02096.HK): 2023 年中报点评: 营收继续高增长, 创新药收入占比再创新高

投资要点 事件: 先声药业 2023 年 H1 实现总营收 33.8 亿 (同比+25.1%), 其中药品收入 30.6 亿 (同比+25.6%), 创新药收入占比再创新高达到 71.4% (2022H1 为 65.3%), 实现 24.1 亿 (同比+36.6%), 创新品种为先声提供持续增长动能, 先诺欣获得完全批准后有望带来持续收入增量。公司上半年录得利润为 22.75 亿, 主要包括投资公允价值变动及一次性税前收益, 扣非净利润约为 3.95 亿。研发费用和销售费用分别占比 23%和 37%, 运营效率提升, 规模化优势正在凸显。先必新短期业绩承压, 神经领域产品逐步凸显组合优势: 2023H1 神经板块收入 10.55 亿 (同比-1.5%), 占总营收比重 31.2%, 增速放缓由于执行续约降价。先必新是脑卒中领域的重磅创新药, 卒中再灌注、出血性脑卒中等新适应症临床开展将为先必新带来更强的循证依据。随着先必新舌下片于 2023 年 6 月 NDA, 先必新系列产品将有望应用于卒

中全程治疗，覆盖从入院前急救、缺血性/出血性卒中治疗及卒中后认知障碍改善整个过程。除此以外，抗失眠创新药达利雷生（Daridorexant）将于 2023Q3 开展 III 期临床试验，阿尔兹海默症小分子 SIM0801（QPCT）正在全球 II 期推进，在神经系统疾病领域治疗药物的组合优势正在进一步凸显。“2+1”商业化组合驱动肿瘤板块强劲增长，后管线储备丰富：2023H1 肿瘤领域收入 7.83 亿（同比+34.8%），占总营收比重 23.2%，“恩度+恩维达”产品组合增长强劲，新品科赛拉正在加速开拓市场。恩维达依赖差异化优势有望持续高速放量；科赛拉是首创的全系骨髓保护药物，多项指南一致推荐，ADC、IO 联用前景广阔。引进 EGFR 单抗 CMAB009 预计 24 年上市；VEGF 抗体苏维西塔将于 2024 年递交 NDA；自研项目 SIM0270（SERD）、SIM0235（TNFR2）、SIM0237（PD-L1/IL15v）等进入临床入组阶段，高潜力创新产品 SIM0500（GPCR5D-BCMA-CD3）、SIM0501（USP1&SIM0508 Pol θ）正在中美双报。自免板块深度布局 RA 治疗组合，期待新产品丰富带来二次增长曲线：2023H1 自身免疫收入 8.82 亿元（同比+30%），占营收比重 19.5%，艾得辛实现 4.17 亿收入（同比+39%），基石创新药依旧高增长。先声深度布局类风湿关节炎（RA）治疗组合，包括艾得辛、恩瑞舒、英太青等，依赖先声在自免的优势地位，持续维持高增长。先声正在通过自研及 BD 方式补充自免商业化组合，拓展患者基数大、需求高的自免产品，针对银屑病（SIM335，IL17A）、痛风伴高尿酸血症（SIM295，URAT1）、系统性红斑狼疮/AD（SIM278，IL2muFC）、高选择性 JAK1（LNK01001）进行临床开发

盈利预测与投资评级：基于上半年销售情况，我们将 2023-2024 年营收预测由 78.5/108.1 亿元调整并增加 2025 年为 74.6/91.5/110.6 亿元，归母净利润由 2023-2024 年的 11.41/15.56 亿元调整并增加 2025 年为 25.38/10.58/12.11 亿元，当前市值对应 2023-2025 年 PE 为 7/16/14 倍。目前公司有丰厚的创新药研发管线近 60 项，已上市新药 6 款，处于临床阶段的管线近 20 项，集采风险释放并逐步转为收入增量，创新转型成效显著，未来 3-5 年有望持续维持高增长。维持“买入”评级。风险提示：新药研发及审批进展不及预期；政策影响对产品价格的不确定性；核心技术人员、高管流失风险。

（证券分析师：朱国广）

### 川宁生物（301301）：2023 年中报点评：业绩略超预期，合成生物学管线稳定推进

投资要点 事件：公司 2023 上半年实现营收 24.2 亿元（+21.8%，括号内为同比数据，下同）；归母净利润 3.91 亿元（+64.8%）；扣非归母净利润 3.93 亿元（+65.5%），经营性现金流净额 10.4 亿元（+1636%），业绩略超预期。Q2 业绩环比再加速，盈利能力加强：单季度看，公司 Q2 实现营收 11.5 亿元（+16.3%），归母净利润 2.15 亿元（+57.8%），归母净利润环比+22.8%。业绩快速增长主要因为疫情放开后需求端的快速恢复。盈利能力方面，由于规模效应的体现叠加原材料成本下降，公司 Q2 毛利率环比提升 4.7pct 至 30.9%。期间费用率随着收入增长而下滑，其中管理费用率同比下滑 4.3pct 至 3.0%，财务费用率同比下滑 2.0pct 至 1.2%。综合来看，2023 上半年销售净利率同比提升 4.2pct 至 16.2%，盈利能力不断加强。抗生素中间体疫后恢复良好：分品种看，公司 2023 上半年硫红收入 7.3 亿元（-2.4%）；头孢中间体收入 5.3 亿元（+16.3%），青霉素类中间体 9.8 亿元（+54.7%）；疫情放开后，头孢和青霉素类中间体需求恢复良好；其中，6-APA 平均价格同比涨价 6.7%，销售量同比增加 50.8%，青霉素 G 钾盐平均价格同比涨价 3.4%，销售量同比增加 16.4%。合成生物学研发管线丰富，产

能丰富，项目落地在即：公司在上海建立合成生物研究院，依托强大的研发团队、4大底盘菌研发平台等，已有十数个项目管线，且部分管线有望短期落地。合成生物学巩固新基地一期有望在2023年年底前建成，新基地设计产能包括红没药醇300吨、5-羟基色氨酸300吨、麦角硫因0.5吨、依克多因10吨、红景天苷5吨、诺卡酮10吨、褪黑素50吨、植物鞘氨醇500吨及其他原料的柔性生产车间；其中红没药醇已进入动销，5-羟基色氨酸、麦角硫因等品种将进入中试阶段，即将为公司提供业绩。盈利预测与投资评级：我们维持公司2023-2025年归母净利润5.8/6.3/7.0亿元的预期，对应估值为34/31/28倍；基于公司1)随着防控放开后抗生素需求恢复；2)红没药醇等合成生物学项目落地在即；3)合成生物学依托4大底盘平台，后续管线丰富；首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：上游原材料涨价风险、合成生物学项目研发风险、合成生物学项目销售不及预期风险、市场竞争风险、核心技术人员流失风险。

(证券分析师：朱国广 证券分析师：周新明  
证券分析师：徐梓煜)

### 创世纪(300083)：2023年中报点评：业绩短期承压，看好产品持续高端化

钻攻机龙头业绩短期承压，新能源专机打开长期成长空间 2023H1公司实现营收20.55亿元，同比-19.6%；归母净利润2.05亿元，同比-25.7%，扣非归母净利润1.54亿元，同比-36.1%。其中Q2单季度实现营收9.24亿元，同比-26.9%，归母净利润0.84亿元，同比-22.9%，扣非归母净利润0.47亿元，同比-49.5%。公司业绩短期承压，主要系：①通用制造业复苏不及市场预期，导致公司通用机床销量增速放缓；②3C行业整体景气度较为低迷，而公司作为钻攻机龙头(3C领域主力机型)，下游客户固定资产投资增速放缓导致公司产品需求和订单下滑。在国内机床行业面临较大的下行压力背景下，公司积极开拓新能源赛道驱动业绩增长：公司积极推出新能源专机响应市场新需求，全面布局了通用型钻铣加工中心、立加、龙门、卧加等多款产品，2023H1公司新能源领域的销售额同比增长超50%。我们判断随着新能源车零部件加工及一体化压铸需求持续向好，看好未来新能源板块持续贡献增量。综合毛利率受产品结构变化影响，期间费用控制良好 2023H1公司综合毛利率为23.3%，同比-4.0pct；其中数控机床业务综合毛利率为22.8%，同比-4.2pct，我们判断主要系产品结构变化影响，毛利率较高的钻攻机型收入占比下降，毛利率相对较低的通用产品收入占比上升所致。2023H1公司销售净利率为10.6%，同比-0.4pct，主要系综合毛利率下滑拖累。2023H1公司期间费用率14.3%，同比-1.1pct，期间费用控制良好，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为5.4%/5.3%/2.7%/1.0%，同比分别+0.4/-0.2/+0.3/-1.6pct。管理费用率降低主要系股权激励费用分摊减少所致；研发费用率增加主要系公司持续投入资金开发新产品；财务费用率降低主要系计提附有回购条款的金融负债利息较上期减少所致。高端装备&五轴&新能源业务多点开花，看好产品升级下加速实现进口替代 1) 高端装备：公司大力推进自主高端品牌“赫勒”的建设，主要面向于3C零部件、AR/VR眼镜、航空航天等领域的高精密、复杂零件和模具加工，对标高效率、高精度、高稳定性的日德高端品牌。2) 高端五轴机床：为加速进口替代实现自主可控，公司持续投入五轴高端数控机床的研发，目前已完成多款五轴高端数控机床的研发；此外，公司作为机床龙头，主动推进主轴、刀库、丝杆、线轨、转台和数控系统等核心零部件的国产化进程。3) 新能源汽车：公司推出立式加工中心

新品 T-V1285W、G-M2030L 龙门加工中心等更贴合新能源客户需求的机型，主要应用于新能源汽车电池壳体、托盘、盖板等大尺寸铝型材、钢件的加工，积极抓住新能源汽车行业发展先机，赢得了市场机遇。盈利预测与投资评级：考虑到通用制造业&3C 行业持续下行的影响，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 4.11（原值 9.26）/5.78（原值 12.13）/6.91 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 25/18/15 倍，维持“增持”评级。风险提示：3C 行业需求复苏不及预期风险，通用制造业景气度复苏不及预期风险

（证券分析师：周尔双 证券分析师：罗悦）

### 越秀服务（06626.HK）：2023 年中报点评：规模利润稳健增长，首次派发中期股息

**投资要点** 事件：公司发布 2023 年半年度报告。2023 年上半年公司实现营收 15.1 亿元，同比增长 38.7%；归母净利润 2.5 亿元，同比增长 17.5%，业绩略高于市场预期。归母净利润同比增长 17.5%，毛利率进入长期合理区间。2023 年上半年公司营收同比增长 38.7%，其中非商业物业管理及增值服务营收 12.1 亿元，同比增长 49.4%；商业物业管理及运营服务营收 3.0 亿元，同比增长 7.7%；归母净利润同比增长 17.5%，略好于市场预期；毛利率 28.1%，同比下降 3.6pct，主要由于：1）市场拓展步伐加快、平均物业管理费下降。2）非业主增值业务结构调整导致毛利率下降。公司各项业务毛利率已回落至行业合理区间，预计全年利润率维持在当前水平。首次派发中期股息，派息比率高达 50%。公司将派发每股人民币 0.081 元的中期股息，派息率 50%。公司慷慨派息背后的逻辑为物业行业已回归发展本质——即轻资产+良好现金流模式。根据公司中报数据，公司在手现金 46.2 亿元，经营性现金净流入 2.9 亿元，在没有大型收并购的情况下，提高派息率回报股东是值得肯定的，有助于公司估值水平修复。业务结构优化，增值业务营收迎来显著增长。2023 年上半年，公司业务板块：物业管理、非业主增值、社区增值、商业运营及管理、市场定位咨询及租户招揽，营收分别占 30.3%、23.3%、26.5%、16.6%、3.3%。其中，社区增值服务收入同比增长 64.3%，收入占比增加 4.1pct；而随着合作地产商服务需求增加等影响，非业主增值服务也重回增长通道。管理规模稳步提升，在管面积多位于经济发达区域。除越秀地产稳定交付外，越秀服务亦积极推进市场拓展。报告期内，公司总合约面积 7749 万平，较去年底增长 9.8%；新增合约面积 826 万平，其中第三方项目占 47%，第三方外拓比例有所提升。公司总在管面积 5876 万平，较去年底增长 13.7%。区域布局方面，公司持续深耕核心区域，在管面积 90%位于经济发达的一线、新一线及二线城市。盈利预测：公司背靠国资股东和优质地产开发商，内外发力在管规模稳健增长，增值服务持续开拓。我们维持其 2023-2025 年归母净利润 5.1/6.2/7.5 亿元的预测，对应的 EPS 为 0.34/0.41/0.49 元，对应的 PE 为 7.8X/6.4X/5.3X，维持“买入”评级。风险提示：大股东/关联方交付项目规模不及预期；TOD 拓展不及预期。

（证券分析师：房诚琦 证券分析师：白学松  
证券分析师：肖畅）

### 老凤祥（600612）：老凤祥国改梳理：经营潜力逐步释放，业绩向上弹性大

**投资要点** 老凤祥是我国内资中历史最悠久的黄金珠宝品牌之一，品牌积淀较深，品牌最早可追溯到 1848 年（清朝道光 28 年），距今已有超过 170 年的历史，当时老凤祥银楼的地址在上海南市大东门，当时称为“凤祥银楼”。中间经历了清朝和民国时期，虽然经历了多次改址

和改名，但是老凤祥这个中华老字号的品牌文化基因还是传承了下来。新中国成立之后，老凤祥收归国有，成为金银饰品的专营店，并在1985年恢复了“老凤祥银楼”。公司股权架构和组织层面曾经历多次改革，老牌国企经营潜力逐步释放：在公司组织层面，品牌自成立之初至今，也经历了多种经营形式，在1996年重组为上海老凤祥有限公司，在1998年的时候中国第一铅笔股份有限公司出资控股了上海老凤祥有限公司，根据当时的中国第一铅笔股份有限公司公告，投资6890万元，参与重组上海老凤祥公司，控股比例达到56.02%。老凤祥的黄金珠宝业务也开始并入上市公司体内。2009年以来重要的几波股权优化：1) 2009年部分老凤祥有限股权上市：2009年重大资产重组之后，更多老凤祥有限公司股权装入上市公司平台，老凤祥股份有限公司对老凤祥有限的持股比例提升到78.01%；2) 2018年双百计划：2018年“双百计划”开始，老凤祥开启了新一轮国改，此轮改革主要为解决上海老凤祥有限公司股东架构方面的历史遗留问题，打破职工股权固化僵局，引入了战略投资者。3) 2023年国改进行中：2023年以来第三波股权转让，战略投资者更加多元化，同时实现了加盟商的股权绑定。盈利预测与投资评级：老凤祥是我国内资黄金珠宝中的龙头，有超过170年的品牌文化积淀，截至2022年末渠道数量达到5609家，品牌优势和渠道优势突出，在各个区域内深入扎根，有较好的加盟商资源，消费者认知度高。公司过去以批发业务为主，在国企改革的大背景下，开店有望持续保持高增，自上而下的运营效率有望得到提升，经营潜力有望得到逐步释放，我们维持公司2023-2025年实现归母净利润21.9亿元/25.8亿元/29.5亿元，对应2023-2025年PE为14/12/11倍，维持“买入”评级。风险提示：消费市场复苏速度不及预期，开店不及预期，金价波动风险等。

(证券分析师：吴劲草 证券分析师：谭志千)

### 东鹏控股(003012)：2023年半年报点评：深耕零售优势渠道，瓷砖业务毛利率显著修复

**投资要点** 事件：公司发布2023年半年报。2023H1公司实现营收36.28亿元，同比+15.84%，归母净利3.84亿元，同比+224.86%。其中，Q2公司实现营收24.84亿元，同比+14.67%，归母净利3.83亿元，同比+96.13%。深耕零售优势渠道，瓷砖业务快速增长。分行业看，23H1有釉砖/无釉砖/卫生陶瓷/卫浴产品营收分别同比+24.13%/-30.91%/-5.22%/+0.38%，主要瓷砖产品销售规模迅速增长。23H1公司继续践行高质量增长，充分发挥品牌渠道优势，营业收入和经营现金流净额创历史同期最好水平。公司深耕零售主战场，2022年度公司经销渠道（零售C端和小V）占比达到72%，在行业需求弱复苏背景之下渠道持续发力，经营表现优于行业整体。产品结构优化、降本增效等多措并举，毛利率显著修复。23Q1-Q2公司销售毛利率分别为24.84%/35.34%。分行业看，23H1公司瓷砖业务毛利率33.46%，同比提升5个百分点；洁具业务毛利率23.85%，同比提升2.49个百分点。一方面，公司深耕零售优势渠道，持续优化产品结构，23H1中大规格高值产品销售占比提升至29%。另一方面，公司通过精益运营、降本增效、数字化等项目稳步推进，全价值链效率和效能提升，推动毛利率水平回升。期间费用率方面，23H1公司期间费用率17.77%，同比下降6.53个百分点，销售/管理费用率分别同比变动-3.11/-2.71pct。此外，23H1公司计提存货跌价准备6109万元，主要是由于部分库龄较长的存货的市场价格较低，导致其可变现净值低于成本。经营性现金流同比大幅改善，收现比提升、付现比下降。2023H1公司经营活动产生的现金流量净额为9.38亿元，同比增长571.49%，主要系本期营

业收入增加、降低库存、严控回款所致。1) 收现比: 23H1 公司收现比 125.78%, 同比+9.65pct; 2) 付现比: 23H1 公司付现比 110.05%, 同比-22.24pct, 23H1 末公司存货余额 16.06 亿元, 同比下降 22.46%。盈利预测与投资评级: 公司是国内瓷砖卫浴领军企业, 具有强大的 C 端经销网络, 同时在开拓中小微工程中也具备优势, 经销为主的渠道结构为公司提供了较好的利润与现金流。随着行业出清逐步进入阶段性尾声, 我们预计公司将会持续迎来收入和业绩端的修复, 我们维持预计公司 2023-2025 年归母净利润为 8.22/10.34/12.54 亿元, 对应 PE 分别为 16X/12X/10X, 维持“增持”评级。风险提示: 市场竞争加剧风险、原材料及能源价格大幅波动风险、下游需求波动风险。

(证券分析师: 黄诗涛 证券分析师: 房大磊  
证券分析师: 任婕)

### 罗博特科 (300757): 2023 年半年报点评: 盈利能力持续改善, 净利润扭亏为盈

**投资要点** 营收规模稳步提升, 净利润扭亏为盈: 2023 上半年公司实现营收 6.28 亿元, 同比+81%, 其中自动化设备收入 4.76 亿元, 同比+125%, 占比 76%, 智能制造系统收入 0.12 亿元, 同比+244%, 占比 24%; 归母净利润为 0.15 亿元, 同比+159%; 扣非归母净利润为 0.15 亿元, 同比+153%。2023Q2 单季营收 3.69 亿元, 同比+149%, 环比+43%; 归母净利润为 0.11 亿元, 同比+138%, 环比+175%。控费能力得当, 盈利能力大幅提升: 2023 上半年毛利率为 20.5%, 同比-4.7pct, 其中自动化设备毛利率为 18.5%, 同比-9.0pct (主要系 2022 上半年高毛利的改造业务拉高基数), 智能制造系统毛利率为 32.7%, 同比+23.2pct (主要系 2022 上半年低毛利的硅片切片智能项目拉低基数); 净利率为 2.4%, 同比+10.1pct; 期间费用率为 14.1%, 同比-10.4pct, 其中销售费用率为 4.4%, 同比-2.7pct, 管理费用率 (含研发) 为 9.2%, 同比-5.6pct, 财务费用率为 0.6%, 同比-2.1pct。2023Q2 单季毛利率为 20.7%, 同比-0.3pct, 环比+0.5pct, 净利率为 3.0%, 同比+22.8pct, 环比+1.4pct, 主要系公司主动剥离低毛利率业务 (如前道湿法设备), 持续优化产品结构。合同负债&存货高增, 在手订单充沛: 截至 2023Q2 末公司合同负债为 2.6 亿元, 同比+82%, 存货为 5.6 亿元, 同比+50%, 2023H1 经营性净现金流量-277 万元, 同比+89%。截至 2023Q2 末, 公司在手订单金额约 14 亿元, 同比+31%。持续完善电镀铜整体布局, 先发优势明显: (1) 金属化: 公司推出独创的插片式电镀方案, 2023 年 1 月与国电投就 HJT 电池 VDI 电镀铜方案达成战略合作, 单台产能 600MW, 第一阶段的设备可行性验证结果超出预期, 第二阶段验证的各项指标已基本达到协议指标; 6 月再次推出单体 GW 级的 HDI 电镀铜方案, 向合作客户完成出货, 目前已完成客户端备的安装调试, 正式进入第一阶段的测试。(2) 图形化: 力求推出更具竞争优势的非曝光方案, 预计 23Q3 末完成对图形化方案的内部可行性实验评估, 加速打造铜电镀整体解决方案。盈利预测与投资评级: 考虑到股权激励费用影响及 ficonTEC 收购进度放缓, 我们预计 2023-2025 年归母净利润为 0.8 (原值 1.0, 下调 16%) / 1.4 (原值 1.6, 下调 10%) / 1.9 亿元 (原值 2.1, 下调 10%), 对应 PE 为 89/52/40 倍, 给予“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)

### BOSS 直聘 (BZ): 23Q2 业绩前瞻: B 端需求复苏不及预期, 静待市场回暖

**投资要点** 2Q23 公司业绩预计落在指引区间内, 下调全年盈利预测:

我们预计 2Q23 公司实现营收 14.6 亿元，同比增长 31.6%；Non-GAAP 净利润 2.89 亿元，同比增长 12%；Non-GAAP 净利率 20%。但由于宏观经济及供需不平衡等影响，我们下调公司 2023-2025 年收入和利润预测。C 端用户增长态势良好，预计 Q2 MAU 将环比提升：随求职需求提升，公司 C 端用户增长良好，市占率持续提升。6、7 月份毕业季来临，大量应届毕业生为寻找工作，注册成为平台用户；且 8 月份为服务业招聘高峰期。考虑到求职需求旺盛，我们预计 23Q2 及 Q3，MAU 数及 MAU 市占率将进一步提升。B 端需求复苏不及预期，预计下半年业绩趋缓：受宏观经济影响，6、7 月 B 端需求疲软。考虑到中小企业需求更为实时，大企业招聘需求恢复滞后于经济恢复，我们预计 23 年全年综合 ARPU 将随中小企业贡献提升有所下降。总体来看，我们预计 23Q2 现金收款环比下降 2%；全年现金收款 65 亿，同比增长 41%。营销投放预计以常规流量购买为主，将保持稳定：1Q23 为传统市场投放旺季，我们预计后续投放力度将减弱，且以常规流量购买为主，预计 2023 年将少有大额广告支出。净利率将略有回升，预计 2023 年全年 NonGAAP 净利率为 23%。盈利预测与投资评级：我们依然看好公司的盈利模型韧性、商业模式的效率及难以被复制的竞争力，考虑到宏观经济影响，我们将公司 2023-2025 年收入预测由 60/86/107 亿元下调至 57/76/89 亿元，同比 27%/33%/18%；将 2023-2025 年 Non-GAAP 净利润由 13/23/33 亿元调整至 13/22/28 亿元，同比增速为 63%/64%/29%；对应 2023-2025 年 Non-GAAPPE 为 36/22/17x，维持“买入”评级。风险提示：经济恢复不及预期风险，企业数增长不及预期风险，企业付费不及预期风险。

(证券分析师：张良卫 研究助理：何逊玥 研究助理：晋晨曦)

### 三花智控 (002050)：2023 年半年报点评：汽零成长确定性强，储能、机器人放量可期

**投资要点** 2023 年 H1 营收同比 23%，归母净利润 39%，业绩超市场预期。公司发布 2023 年半年报，2023H1 营收 125.29 亿元，同比 +23.32%；实现归母净利润 13.95 亿元，同比 +39.03%。其中 Q2 营收 68.50 亿元，同比 +27.89%，环比 +20.63%；实现归母净利润 7.93 亿元，同比 +44.22%，环比 +31.97%，其中 H1 汇兑合计影响 0.5 亿元，即使剔除汇率波动影响，业绩仍超市场预期。产品结构、规模效应、汇率等多因素带动盈利能力持续改善。23H1/Q2 毛利率 25.81%/26.00%，同比 +1.62pct/+1.02pct，分产品看，23H1 新能源车毛利率 25.73%，同比 +0.37pct；家电业务毛利率 25.85%，同比 +2.20pct，主要系：1) 自制率高的产品占比提升；2) 规模优势；3) 汇率变化；4) 海运费持续下降。23H1/23Q2 归母净利率分别为 11.13%/11.58%，分别同比 +1.26pct/+1.31pct，主要系毛利率改善所致。新能源车绑定头部客户持续高增、降本增效带动盈利能力提升。23H1 汽零收入 48.2 亿，同比 +51%。全年汽零板块我们维持收入同比高增：客户端除美国大客户外，国内头部客户销量高增，有望显著贡献增量，在手订单充沛，保障中长期增长；产品由零部件逐步向标准化组件发展提升规模效应，同时公司持续推动智能制造及精益生产并提升装备自动化及自制能力，带动毛利率提升。传统制冷稳健增长、储能&微通道结构性拉动、人形机器人量产可期。23H1 传统制冷收入 77.1 亿，同比 +11%。拆分来看，我们预计：1) 家电业务，俄乌战争影响商用产品销售；微通道增长较快；继续加大海外越南、墨西哥、泰国工厂的全球化布局；2) 储能汽零&整机部分归入制冷板块，公司突破业内标杆客户、处于量产阶段，后续抓住储能行业需求爆发，贡献业绩增量。3) 人形机器

人领域有望凭借汽车热管理的工艺积累和客户配合上的优势，在核心机电执行器上占据主导份额，丝杠等核心部件最终也有望实现自制，提升盈利能力。盈利预测与投资评级：考虑到公司新能源汽车长单支撑业绩及人形机器人后续起量，维持公司 2023-24 年归母净利润分别 32.1 亿/41.9 亿，上调 25 年归母净利润至 52.5 亿（原值为 51.4 亿），同比+25%/+31%/+25%，对应现价 PE 分别 32 倍、25 倍、20 倍，考虑到公司是全球热管理龙头，给予 24 年 35 倍 PE，目标价 39.2 元，维持“买入”评级。风险提示：家电及新能源车销量不及预期，人形机器人进展不及预期等。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：谢哲栋）

### 金山软件（03888.HK）：2023Q2 季报点评：剑侠 IP 历久弥新，办公业务稳健增长

**投资要点** 事件：2023Q2 公司实现营业收入为 21.93 亿元，yoy+19.59%，qoq+11.33%，归母净利润为 0.57 亿元，去年同期为-1.39 亿元，2023Q1 为 1.92 亿元，业绩符合我们预期。2023Q2 公司归母净利润环比变动趋势与营收不一致，主要受其他亏损影响，2023Q2 其他亏损为 1.03 亿元，去年同期及 2023Q1 为其他收益 0.06、0.44 亿元，其他亏损主要为 1) 视为出售若干被投资公司的亏损，2) 汇兑亏损。游戏业务：《剑网 3》季度流水创新高，期待 2023Q4 升级版表现。2023Q2 公司网络游戏及其他收入为 10.73 亿元（yoy+17.93%，qoq+16.76%），占收入比 48.90%，同比增长主要由于《剑网 3》持续更新及优化用户体验带来收益显著增长，季度流水再创历史新高，部分被《剑侠世界 3》及《剑网 1：归来》等现有手游收益的自然下降所抵消。展望后续，《剑网 3》将于 2023Q4 推出表现升级版，流水表现值得期待，同时已获版号的自研手游《剑侠世界：起源》也计划于 2023Q4 上线中国大陆地区，我们看好剑侠 IP 历久弥新，构筑业绩基石。新品类方面，公司自研二次元射击手游《尘白禁区》已于 2023 年 7 月全球上线，后续储备有机甲战斗新游《Code B.R.E.A.K.》等，我们期待公司积极探索新赛道及出海新市场，打开业绩增长新空间。办公业务：全面拥抱 AI，长期空间广阔。2023Q2 公司办公软件及服务收入为 11.21 亿元（yoy+21.23%，qoq+6.58%），占收入比 51.10%，同比增长主要系个人办公订阅业务及机构订阅业务稳健增长，环比增长主要受个人办公订阅业务驱动。截止 2023Q2，公司办公软件主要产品月活跃设备数为 5.84 亿，同比增长+2%，环比下降-1%；累计付费用户数达 3324 万，同比增长 16%。我们看好公司办公业务受益于信创，业绩增长潜力将持续释放，同时看好公司全面拥抱 AI 变革，不断落地 AI 应用增强产品力，打开长期成长空间。公司已发布基于大语言模型的智能办公助手 WPS AI，并在海外开启公测，锚定 AIGC（内容创作）、Copilot（智慧助手）、Insight（知识洞察）三个战略方向，且已接入 WPS 文字、演示、表格、PDF、金山文档等产品线。盈利预测与投资评级：我们维持此前盈利预测，预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.49/0.83/1.13 元，对应当前股价 PE 分别为 57/34/25 倍。我们看好公司办公业务受益于信创及 AI 产业趋势，增长空间广阔，游戏业务基本盘稳健，新游有望陆续上线贡献增量，维持“买入”评级。风险提示：新游不及预期，行业监管，办公业务进展不及预期风险

（证券分析师：张良卫 证券分析师：周良玖

研究助理：陈欣）

### 吉利汽车（00175.HK）：2023 半年报点评：H1 业绩符合预期，极氪+银河整体向好

**投资要点** 公告要点：公司披露 2023 年半年报，H1 实现营业收入

731.82 亿元，同环比分别+25.78%/-18.49%，归母净利润 15.71 亿元，同环比分别+1.19%/-57.64%。公司 H1 业绩整体符合我们预期。H1 销量/盈利表现符合我们预期，极氪+银河新车周期强势，有望开启新一轮强势向上周期。销量维度，2023H1 公司合计实现批发 69.40 万辆，同环比+13.07%/-15.27%，其中并表吉利/极氪分别实现 55.33/4.26 万辆，汽车销售业务营收 602.84 亿元，同环比分别+22.52%/-18.07%，并表单车均价 10.12 万元，同环比分别+6.77%/-6.84%，同比提升主要系产品结构优化，环比下滑主要系 H1 行业竞争加剧，折扣增加，同时极氪新品推出均价下滑；领克单车均价 15.19 万元，同环比-5.78%/-6.18%。毛利率维度，2023H1 实现 14.40%，同环比-0.16%/+0.57%，同比下滑主要系竞争加剧折扣增加，环比上升主要系极氪减亏贡献。费用率角度，2023H1 公司为应对行业竞争加大折扣，同时银河/极氪销售门店快速扩张，银河扩张至超 400 家，销售费用率同环比+0.84/+1.03pct 至 6.51%；降本增效持续推进，行政费用率 6.65%，同环比分别-1.36%/+0.38%。重点品牌维度，1) 领克亏损加大，H1 营收/净利分别 124.62/-6.60 亿元，主要系领克新能源转型投入增加同时欧洲市场开拓支出增加；2) 极氪明显减亏，H1 营收/净利分别 212.83/-8.10 亿元，净亏损幅度同环比明显降低，主要系交付规模同比增加的同时 009 交付增加，产品结构优化。2023H1 剔除合联营企业以及极氪后，吉利品牌单车净利 0.34 万元，同比+18.76%，依然保持提升趋势，盈利向好。展望后续，极氪+银河产品周期依然强势，智能化+出口行业大趋势赋能，吉利有望开启新一轮强势周期。新车维度，领克 08 EM-p 开启预售，A 级家轿银河 L6 以及 B 级轿车银河 E8 陆续上市，极氪全新轿车上市，配合渠道门店铺开，新车销量有望快速提升。中长期来看，吉利银河 OS、高速/城市道路 NZP 等功能持续迭代，智能化加速发力；同时吉利/极氪/领克三大品牌均发力海外市场，深入中东、亚太、拉美以及欧洲市场，推动新能源智能车型全球化，打开更大市场空间。盈利预测与投资评级：我们维持吉利汽车 2023~2025 年营业收入预期为 1783/2353/3009 亿元，分别同比+20%/+32%/+28%；归母净利润为 50/80/121 亿元，分别同比-2%/+60%/+50%；对应 PE 分别为 17/10/7 倍，维持吉利汽车“买入”评级。风险提示：乘用车下游需求复苏低于预期；价格战超预期。

(证券分析师：黄细里 证券分析师：杨惠冰)

### 创维数字 (000810)：23 年中报点评：期待下半年订单释放，布局新赛道有望贡献增量

投资要点 事件：23H1，公司实现营收 51.7 亿元，同比下降 17.15%；归母净利润 3.18 亿元，同比下降 35.36%；扣非归母净利润 3.23 亿元，同比下降 27.25%。单季度来看，23Q2，公司实现营收 28.3 亿元，同比下降 18.5%。弱需求压制订单交付节奏，下半年订单有望逐步释放。23H1，公司营收同比下滑，其中智能终端业务实现营收 37.70 亿，同比下降 27.67%，主因机顶盒全球消费需求较弱，公司中标订单交付节奏变缓；及单价下降所致。上半年公司主要业务持续中标：公司以合计 28.39%排名第一的份额中标移动智能机顶盒集采招标；中标电信集团宽带融合终端集采项目标包；联通家庭智能网关集采项目等。且海外智能终端业务覆盖率及市占率在逐步提升。我们预计订单有望在下半年逐步交付，贡献业绩。汽车显示增长可期，中小尺寸手机显示模组积极转型。23H1，公司专业显示业务实现营收 12.56 亿元，同比增长 40.93%，主因汽车显示业务表现亮眼。23H1，公司汽车显示业务连续取得多个明星车型显示项目，产品具备较强竞争力，下半年将按经营计划配合交付。手机模组方面，受手机市场疲软、竞争激烈

等影响，该业务实现亏损，拖累净利润。公司积极采取措施，通过转向直接对接品牌方、拓展至 POS 机/机器人/无人机等其他显示业务领域，提高营销接单能力，下半年有望逐步收窄亏损。费用端较为稳定，毛利率同比略有下降。23H1，公司毛利率达 16.7%，同比降低 1.52pct，其中专业显示业务毛利率为-0.9%；销售/管理/研发费用率分别为 4.7%/1.6%/5.7%，同比变动-0.4/-0.2/0.9pct，销售费用率下降系售后服务费和销售提成减少、管理费用率下降系员工薪酬减少。积极拥抱 AI 技术，部分产品内测及产品化的应用开发已完成。公司积极跟进国内外人工智能大语言模型技术的发展与应用：4 月公司与微软签订了 Azure 企业级 EA 服务协议，包括 GPT3.5 及 4.0 应用服务等；已完成部分产品内测及产品化的应用开发。盈利预测与投资评级：受上半年全球消费需求较弱影响，我们将公司 2023-2025 年归母净利润由 9.6/12.2/15.1 亿元下调至 8.5/10.8/13.1 亿元，同比增长 3%/27%/22%，我们看好公司作为智能终端龙头具备的技术及渠道壁垒，后续随海外产品迭代及 AI 赋能，有望迎来增量，维持“买入”评级。风险提示：订单交付不及预期风险，AIGC 技术及应用不及预期风险

(证券分析师：张良卫 证券分析师：马天翼  
证券分析师：金晶 研究助理：晋晨曦)

#### 海兴电力 (603556)：2023 年半年报点评：海外新能源业务蓄势待发，业绩超市场预期

**投资要点** 2023H1 营收同比+20%，扣非净利润同比+64%，业绩超市场预期。公司 2023H1 实现营收 18.78 亿元，同比+20%；归母净利润 4.37 亿元，同比+48%。其中 Q2 实现营收 10.85 亿元，同比+20%，环比+37%；归母净利润 2.61 亿元，同比+69%，环比+48%；23H1 毛利率 38.5%，同比+3.5pct，归母净利率 23.3%，同比+4.5pct；Q2 毛利率 38.3%，同比+3.2pct，环比-0.3pct；归母净利率 24.1%，同比+6.9pct，环比+1.9pct。受益于供应链降本+原材料价格下降，盈利能力提升，业绩超市场预期。海外用电市场需求向好、新能源业务进展顺利。23H1 公司海外业务实现营收 12.1 亿元，同比+30%。其中海外配用电业务收入 11.26 亿元，同比+22%；海外新能源业务收入 0.86 亿元，同比+779%。公司实施多个百万级 M2C 和 AMI 系统解决方案项目，中标亚洲 AMI 气表解决方案项目，批量供货非洲配电设备和新能源渠道业务，新能源业务有望快速在拉美、东南亚、中东等优势市场复制推广，用电业务随 AMI 系统项目占比提升，海外智能用电业务收入+利润有望保持较快增长。电表招标需求承压、国内业务有望保持稳健增长。23H1 国内业务收入 6.40 亿元，同比+3%，增长稳健。公司国内业务以智能电表及一二次融合开关类设备为主，但 22 年国网第二批智能电表招标量、23 年国网第一批智能电表招标量环比持续下滑，主要系疫情延后装表进度，23H1 去库存为主，故 23H1 公司国内用电业务略承压。随库存减少，我们预计 23 年第二批电能表招标量有望环比增长，配电业务在国网、南网市场不断实现突破，我们预计公司 23-24 年国内配用电业务有望维持稳健增长。销售费用大幅增长、汇兑收益贡献较多。23H1 期间费用合计 2.16 亿元，同比-9%；期间费用率 11.49%，同比-3.71pct。其中销售费用 1.75 亿元，同比+48%，增长较快主要系代理及专业服务增加，财务费用为-1.44 亿元，同比-492%，主要系汇兑损益的影响，23H1 汇兑预计贡献 1.01 亿元，同比 22 年增长近 0.6 亿元。期末合同负债 1.42 亿元，同比+54%，期末应收账款 11.21 亿元，同比增长 20%，在手订单充沛。盈利预测与投资评级：公司海外业务进展顺利，新能源业务有望进入快速增长阶段，盈利超

市场预期,我们上修公司 23-25 年归母净利润分别为 8.09(+0.47)/9.53(+0.41)/11.69(+0.63)亿元,同比+22%/18%/23%,给与 24 年 20x 估值,对应目标价为 39 元/股,维持“买入”评级。风险提示:海外市场拓展不及预期,新能源业务不及预期,竞争加剧等。

(证券分析师:曾朵红 证券分析师:谢哲栋)

**保利物业(06049.HK): 2023 年中报点评: 盈利能力稳中有升,外拓兼具规模与质量**

**投资要点** 事件:公司发布 2023 年中报。2023 年上半年实现营收 71.4 亿元同比增长 10.7%;实现归母净利 7.6 亿元同比增长 21.5%。业绩符合我们预期。 营收利润高质量增长,毛利率稳中有升。2023 年上半年公司营收同比增长 10.7%而归母净利润同比增长 21.5%的主要原因在于(1)管理规模扩大导致基础物管服务营收同比增长 21.8%;(2)公司 2023 年上半年毛利率同比提升 0.9pct 至 21.2%,三大主营业务毛利率均呈上升趋势,其中社区增值服务的毛利率达到 38.1%,同比大幅提升 6.2pct;(3)公司 2023 年上半年管理费率同比下压 0.8pct 至 7.2%。应收账款方面:由于在管面积扩大和公共服务项目的物管收入占比提升,贸易应收款较 2022 年末增加 7.0 亿元至 29.6 亿元。 第三方外拓规模与质量并重,物管费单价小幅提升。截至 2023 年 6 月 30 日,公司合约面积、在管面积分别为 8.4、6.5 亿方,同比分别增长 15.1%、24.0%;合约在管比达 1.3 倍,业绩储备能力较强。项目来源方面,截至 2023 年 6 月 30 日,公司来自保利发展与第三方的合约面积分别占总面积的 38.3%、61.7%,其中第三方占比较去年同期提升 2.3pct。2023 年上半年新签约第三方项目的单年合同金额达 12.9 亿元,其中一二线城市占比 72.5%,同比提升 8.4pct。受益于新项目定价标准的提升,公司平均物业管理费单价同比增加 0.04 元/平/月至 2.29 元/平/月。 大物业战略加速落地,聚焦发力非住业态。公司 2023 年上半年新签约第三方非住项目的单年合同金额占比高达 83.8%。截至 2023 年 6 月 30 日,公司非住在管面积占比 58.5%,同比提升 2.4pct。公司聚焦发力优势非住业态,2023 年上半年在城镇景区、高校、轨交物业三大业态新签约合同金额占公共物业比例高达 51.7%。 两大增值业务收入同比微降。非业主增值服务方面,公司 2023 年上半年非业主增值服务营收 10.5 亿元,同比下降 3.8%,主要由于集团案场协销项目数量的减少。社区增值服务方面,上半年公司营收 12.8 亿元,较去年同期减少 1.3 亿元,主要由于到家业务消费需求变化导致的社区生活服务业务收入下降。 盈利预测与投资评级:公司作为行业龙头,市场化外拓兼具规模与质量,聚焦深耕优势非住业态,毛利率及物管费稳中有升,我们维持其 2023/2024/2025 年归母净利润预测为 13.6/16.5/19.8 亿元(同比增速分别为 22%/22%/20%),对应的 EPS 为 2.45 元/2.98 元/3.58 元,对应的 PE 为 14.4X/11.8X/9.9X。维持“买入”评级。 风险提示:市场化外拓不及预期;利润率修复不及预期;疫情反复影响超预期。

(证券分析师:房诚琦 证券分析师:肖畅 证券分析师:白学松)

**当升科技(300073): 2023 年中报点评: Q2 业绩略超预期,单吨净利明显好于行业平均**

**投资要点** 2023 年 H1 公司实现归母净利润 9.26 亿元,同比增长 1.46%,业绩略超市场预期。2023 年 H1 公司营收 84.02 亿元,同比下降 7.8%;归母净利润 9.26 亿元,同比增长 1.46%;扣非净利润 10.65 亿元,同比增长 9.28%。2023 年 Q2 公司实现营收 37.1 亿元,同比下降 29.61%,环比下降 20.93%;归母净利润 4.95 亿元,同比下降 5.77%,

环比增长 14.94%，扣非归母净利润 6.4 亿元，同比增长 2.66%，环比增长 50.4%。2023Q2 出货 1.6 万吨左右，全年预期 20%左右增长。公司上半年出货量 3 万吨左右，同比略增，高镍占比超过 30%，其中 Q2 出货 1.6 万吨左右，同比增长 4%，环比增长近 15%，公司海外客户占比达 70%左右，需求相对稳定；Q3 需求进一步恢复，我们预计 Q3 出货环比增长 20%以上，2023 年出货有望达 7-8 万吨，维持 20%左右增长，后续欧洲工厂一期 6 万吨建设即将启动，海外出货占比将进一步提升。此外公司铁锂进入国内储能供应链，已实现百吨级出货。2023Q2 单吨净利 3 万元/吨，明显好于行业平均。盈利端，公司 2023Q2 单吨扣非利润 3.9 万元左右，明显好于行业平均水平，其中我们预计 Q2 汇兑损益影响 1.7-1.8 亿元左右，若扣除，则公司 Q2 扣非净利达 2.8 万元/吨左右，环比持平，公司客户结构优异，海外销量占比达到 70%以上，加工费较稳定，海内外碳酸锂、镍等金属价差预计也有正向贡献，且公司库存管理水平良好，Q2 基本不受存货减值影响，下半年单位盈利仍有望维持 2.5-3 万元/吨。锰铁锂、钠电、固态正极等新产品进展顺利。公司锰铁锂材料导入国内一流电池客户并实现百吨级测试，克容量优势明显，产品性能领先，攀枝花基地年底投产 4-5 万吨磷酸（锰）铁锂产能，可与铁锂兼容，大规模出货在即。上半年层状氧化物钠电正极累计出货超百吨，目前单月出货近百吨，正在下游车企测试。半固态正极材料已实现几百吨出货。盈利预测与投资评级：考虑公司今年出货量增速放缓，我们下调公司 2023-2025 年归母净利润预测至 18.06/19.24/23.95 亿元（原预期为 18.87/23.26/31.34 亿元），同比-20%/+7%/+24%，对应 PE 为 12x/12x/9x，考虑公司海外出货占比高，我们给予 2023 年 20xPE，目标价 71.4 元，维持“买入”评级。风险提示：电动车销量不及预期，上游原材料价格大幅波动。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕  
证券分析师：岳斯瑶）

### 爱玛科技（603529）：2023 年半年报点评：Q2 业绩略低预期，看好公司长期发展

**投资要点 公告要点：**公司发布 2023 年半年报，2023H1 公司实现营业总收入 102.17 亿元，同环比分别为+8.25%/-10.10%；实现归母净利润 8.95 亿元，同环比分别为+29.69%/-24.40%；实现扣非规模净利润为 8.34 亿元，同环比分别为+19.97%/-24.39%。2023Q2 公司营业总收入为 47.75 亿元，同环比分别为-1.57%/-12.26%；实现归母净利润 4.17 亿元，同环比分别为+11.97%/-12.71%；实现扣非归母净利润为 3.65 亿元，同环比分别为-1.72%/-22.15%。Q2 行业竞争加剧影响公司单季度量价表现。1) 营收毛利端：Q2 公司单季度营收同环比均下滑，单季度毛利率为 15.30%，同环比分别+0.10/-0.51pct，主要原因为二季度终端竞争加剧。2) 费用端：Q2 期间费用率同环比均上行。Q2 单季度销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 3.25%/2.19%/2.66%，同比分别+0.10/+0.12/+0.38pct，环比分别+0.66/+0.10/+0.49pct，费用率同环比增长主因为公司加大营销宣传/技术研发投入以及信息化大数据平台软硬件折旧及摊销增加。3) 净利端：Q2 公司实现归母净利润 4.17 亿元，同环比分别为+11.97%/-12.71%，销售净利率为 8.75%，同环比分别+1.08/-0.10pct。未来核心看点：产能放量+渠道提效+产品升级。1) 产能——积极扩产，产能持续释放。爱玛通过 2021 年 IPO+2023 年发行可转债 20 亿元提升资金实力，积极进行扩产，目前在建生产基地包括重庆基地二期、台州基地、丽水基地、贵港基地等，我们预计 2025 年爱玛实际投产年产能可达 1845 万辆，同比 2022 年底增速+98%。2) 渠道——公司持续推进渠道拓展，实施渠道下沉策略，加大城市社

区和乡镇的网点建设；借助数智化系统提升门店运营效率，加强精细化管理。3) 产品——持续推进“差异化、高端化”的品牌策略，持续推进电机、控制器、智能化技术的研发工作，提升公司产品性能。盈利预测与投资评级：由于行业竞争加剧，我们下调公司 2023-2025 年业绩预期，我们预计 2023-2025 年公司归属母公司净利润为 20.39/28.80/38.20 亿元（23.94/29.80/39.53 亿元），同比+9%/+41%/+33%，对应 PE 为 12/9/6 倍。维持公司“买入”评级。风险提示：行业总量增长不及预期；行业价格战情况超出预期

（证券分析师：黄细里 研究助理：孟璐）

### 汇川技术（300124）：2023 年半年报点评：主业表现向好，新业务加速布局

**投资要点** 2023H1 营收同比+20%、归母净利润+5%，业绩处于前期预告中值附近，符合市场预期。公司 23H1 实现营收 124.51 亿元，同比+19.76%，归母净利 20.77 亿元，同比+5.17%。其中 23Q2 营收 76.69 亿元，同比+36.50%，环比+60.38%；实现归母净利 13.30 亿元，同比+5.75%；扣非归母净利 12.43 亿元，同比+18.72%，业绩符合前期公告。盈利端，23H1 毛利率 36.27%，同比-0.10pct，Q2 毛利率 36.12%，同比-1.78pct，环比-0.39pct，主要系低毛利的新能源车&电梯占比提升，叠加工控毛利率同环比微增（原材料降价影响+价格端竞争趋稳），23Q2 扣非归母净利率 16.21%，同比-2.43pct，主要系费用率减少，但信用和资产减值损失增加。通用自动化：23H1 需求承压，公司加大项目型/离散市场拓展力度，优于行业增长。工控 H1/Q2 收入同比+16%/+15%，全年维持 25-30%增长预期。1) 分行业，光储维持高景气，重工、EU、通用区域等 SBU 订单较快增长，主要系公司加大资源投放力度，从“新能源”转而更重视“传统领域”，主流客户份额提升明显。2) 分产品，变频/伺服/PLC 同比分别+27%/+34%/+4%，Q2 份额达 19%（低压变频）/26%/18%（小型 PLC）。新能源车&电梯：Q2 需求带动业绩高增，新能源车业务全年有望实现盈利。1) 新能源车 23H1 实现营收 29.7 亿元，同比+48%，主要系，Q1 订单延期交付确认+Q2 订单高增。国内核心客户 H2 销量高增趋势有望延续，叠加海外定点车型与混动车型放量与期间费用投入增加放缓，全年利润端有望实现扭亏为盈。2) 电梯业务受益于需求回暖+大配套+出海，Q2 实现营收 14.5 亿，同比+41%。同时原料降价+流程变革降本增效，全年有望实现收入同比+5%，利润增速快于收入。三大战略业务稳步推进。1) 数字化：产品端对外发布 InoCube 数字化平台迭代版本；2) 国际化：加大“行业线出海”和“随中国制造出海”的策略，海外 H1 收入 8.1 亿元，同比+137%，毛利率 39.64%；3) 能源管理：新品持续推出，收获多家“五大六小两网两建”核心客户项目。盈利预测与投资评级：我们维持公司 2023-25 年归母净利润分别 54.0 亿/71.2 亿/92.5 亿，同比+25%/+32%/+30%（23-25 年扣非分别 42.8 亿/54.9 亿/71.2 亿，同比+26%/+28%/+31%），对应现价 PE 分别 34 倍、25 倍、20 倍。考虑到公司在工控行业的强经营 α、以及机电电控内资龙头地位，给予 24 年 35 倍估值，目标价 93.5 元，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济下行，竞争加剧等

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：谢哲栋）

### 东华测试（300354）：2023 年中报点评：PHM&自定义测控分析系统加速放量，业绩实现大幅增长

**事件：**公司发布 2023 年中报。PHM&自定义测控分析系统快速放量，收入端实现高速增长 2023H1 公司实现营业收入 2.00 亿元，同比+43%，其中 Q2 为 1.28 亿元，同比+37%，基本符合我们预期。分

产品来看：1) 结构力学性能测试分析系统：2023H1 实现收入 1.35 亿元，同比+26%，延续稳健增长，收入占比为 67.22%，同比-8.92pct。2) 结构安全在线监测及防务装备 PHM 系统：2023H1 实现收入 3458 万元，同比+116%，加速增长；收入占比为 17.27%，同比+5.84pct。3) 基于 PHM 的设备智能维保管理平台：2023H1 实现收入 1047 万元，同比+73%；收入占比为 5.23%，同比+0.90pct。4) 电化学工作站：2023H1 实现收入 1095 万元，同比+42%；收入占比为 5.47%，同比-0.03pct。5) 自定义测控分析系统：2023H1 实现收入 483 万元，同比+212%；收入占比为 2.41%，同比+1.31pct。展望下半年，一方面军工行业需求依旧旺盛，另一方面民用 PHM 市场开始放量，叠加电化学工作站、自定义测控分析系统产业化快速突破，公司收入端有望延续快速增长。管理费用率大幅下降，2023H1 净利率进一步提升 2023H1 公司实现归母净利润 4501 万元，同比+67%；实现扣非后归母净利润 4468 万元，同比+78%；销售净利率为 22.47%，同比+3.22pct，盈利水平进一步提升。1) 毛利端：2023H1 销售毛利率为 66.03%，同比-0.13pct，基本维持稳定，其中结构力学性能测试分析系统、结构安全在线监测及防务装备 PHM 系统、基于 PHM 的设备智能维保管理平台、电化学工作站、自定义测控分析系统、开发服务及其他业务毛利率分别为 66.19%、66.15%、65.08%、65.58%、65.00%和 65.00%，分别同比+0.03、-0.01、-1.08、-0.58、-1.16 和-1.16pct；2) 费用端：2023H1 期间费用率为 37.90%，同比-5.70pct，其中销售、管理、研发、财务费用率分别同比-0.92、-4.82、-0.06 和+0.11pct，管理费用率明显降低，是公司净利率提升的主要驱动力。3) 2023H1 其他收益为 149 万元，同比-76%，主要系软件企业增值税即征即退减少。结构力学+PHM+电化学快速放量，加码测控分析系统打开成长空间 作为结构力学性能测试系统龙头，公司在稳固主业龙头地位的同时，积极拓展 PHM、电化学工作站、自定义测控分析系统等领域，打开成长空间。1) 结构力学性能测试：相较海外龙头美国 NI，公司收入及利润规模依旧偏小，在军工行业自主可控驱动下，有望保持快速增长。2) PHM：为现代武器装备核心技术，并在智能制造等民用市场应用前景广阔。公司是国内少数全面掌握 PHM 核心技术的民营企业，成长潜力较大。3) 电化学工作站：公司产品系列完善，已和多个高校形成战略合作，新能源行业需求将进一步打开成长空间。4) 自定义测控分析系统&实验与仿真融合分析平台：两大新产品的研发与落地，将进一步丰富公司的产品线。盈利预测与投资评级：我们维持 2023-2025 年公司归母净利润预测分别为 2.41、3.32 和 4.54 亿元，当前市值对应动态 PE 分别为 23/17/12 倍。基于公司的高成长性，维持“买入”评级。风险提示：行业竞争加剧，收入季节性较强，新业务进展不及预期等。

(证券分析师：周尔双)

### 太平鸟 (603877)：23 年中报点评：业务梳理调整，经营质量稳步提升

投资要点 公司公布 2023 年中报：23H1 营业收入 36.01 亿元/yoy-14.19%、归母净利 2.51 亿元/yoy+88.10%、扣非归母净利 1.78 亿元/yoy+3319.14%。营收下滑主因公司组织变革后为了提升零售运营质量主动放弃低效业务(提折扣+关店)；扣非净利实现大幅增长，主因 22H1 疫情影响下基数较低、23H1 毛利率同比+6.34pct、费用率同比-0.53pct，盈利水平显著改善；归母净利增幅不及扣非，主因 22H1 政府补贴增厚净利基数。单季度看，23Q1/Q2 营收分别为 20.74/15.28 亿元、分别同比-15.83%/-11.86%，归母净利分别为 2.17/0.34 亿元、分别同比+14.20%/扭亏，折扣及费用控制下 Q2 顺利实现同比扭亏。净

关店下男装实现正增、女装及乐町压力较大，控折扣促各品牌毛利率均提升。23H1 女装/男装/乐町/童装收入分别同比-20.3%/+2.2%/-26.6%/-15.3%、分别占比 36.9%/38.2%/10.8%/12.7%，毛利率分别同比+6.17/+7.98/+3.68/+5.08pct 至 59.39%/61.45%/50.72%/58.05%。女装/乐町受近两年品牌风格、渠道调整叠加 23H1 收折扣影响，收入下滑幅度较大，截至 23H1 末女装/乐町门店分别 1656/436 家，分别较 22H1 末净关 273/207 家、同比-14.2%/-32.2%；童装收入双位数下滑，截至 23H1 末门店共 642 家/较 22H1 末净关 164 家/yoy-20.3%；男装截至 23H1 末门店共 1437 家/较 22H1 末净关 45 家/yoy-3%，男装库存压力相对较轻、关店幅度较小、收入实现正增。今年初组织架构调整后，旗下品牌开始协同管理，23H1 全品牌控制折扣（目前直营/加盟约 8.6 折、线上 5-5.5 折）、各品牌毛利率均明显提升。各渠道均收入下滑、毛利率提升，主要受到控折扣及净关店影响。23H1 线上/直营/加盟营收分别同比-30%/-7.3%/-4.2%、分别占比 27%/49%/24%，毛利率分别同比+3.79/+6.14/+7.34pct 至 47.68%/70.38%/47.07%。线上收入下滑较多，主要受折扣控制及疫情放开后线下消费恢复影响；截至 23H1 直营/加盟门店分别为 1277/2897 家，分别较 22H1 末净关 226/521 家、同比-15%/-15.2%，直营及加盟渠道收入下滑主要受到净关店影响，其中直营聚焦核心城市、关闭非核心区域及低效门店，加盟关停了老货代理加盟商、低效店铺，预计 Q3-Q4 随货品改善，净关店趋势有望扭转、加盟年内恢复为净开店。各渠道毛利率均上升，同样受益于折扣控制。毛利率提升、费用率下降，净利率改善明显。1) 毛利率：23H1 同比+6.34pct 至 58.23%，主因加大折扣控制。2) 期间费用率：23H1 同比-0.53pct 至 48.60%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比-2.17/+0.67/+1.11/-0.14pct 至 37.48%/7.96%/2.44%/0.72%，销售费用率下降较多，主因门店数量减少、相关薪酬、租赁、广告宣传等费用下降。3) 归母净利率：结合毛利率、费用率及所得税费用(23H1/22H1 分别为 9279/4773 万元)变动，23H1 归母净利率同比+3.79pct 至 6.96%。4) 存货：截至 23H1 存货 17.5 亿元/yoy-17.58%，库存进一步下降，其中 1 年以内/1-2 年/2 年以上库龄库存占比分别为 67%/29%/3%，库龄结构健康。存货周转天数 232 天、较 22H1 增加 24 天，随公司渠道结构调整+加大产销管理、存货周转有望改善。5) 现金流：23H1 经营活动现金流净额 2.8 亿元/同比扭亏、主因支付税费及职工薪酬等支出减少；截至 23H1 末货币资金 7.8 亿元，资金充沛。盈利预测与投资评级：公司聚焦时尚服饰，23H1 国内消费场景放开，公司在组织架构调整下、注重经营质量和效率的提升，对旗下各品牌进行提折扣、优化渠道措施，虽拖累收入端仍下滑，但控折扣促毛利率提升、净关店促费用率下降，带动净利大幅增长、净利率改善明显。流水端 6-7 月高双位数下滑、8 月至今低双位数下滑，预计 9-10 月冬装上新将体现新组织架构下的商品企划成果，公司未来将继续提质增效、优化盈利能力及库存健康度，考虑目前仍处组织架构变革后的调整期，我们将 23-25 年归母净利从 6.73/8.24/9.63 亿下调至 5.93/7.10/8.57 亿、PE 15/12/10X，维持“买入”评级。风险提示：终端消费复苏不及预期、组织变革效果不及预期，疫情反复。

(证券分析师：李婕 证券分析师：赵艺原)

**中航光电 (002179)：2023 年中报点评：营收盈利均大幅增长，有望持续受益于下游高景气**

事件：2023 年 8 月 23 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 107.58 亿元，同比增长 31.33%，归母净利润 19.53 亿元，同比增长 29.40%；扣非净利润 19.19 亿元，同比增长

30.20%。投资要点 Q2 营收同增 28.19%，归母净利润同增 24.34%。2023 年上半年公司营收 107.58 亿元，同比增长 31.33%，归母净利润 19.53 亿元，同比增长 29.40%；毛利率为 38.05%（同比+0.50pct），归母净利率 18.16%（同比-0.27pct）。其中 Q2 季度营收 54.16 亿元，同增 28.19%，归母净利润 9.60 亿元，同增 24.34%，扣非净利润 9.40 亿元，同增 26.08%。2023 年公司坚持以连接为主业，瞄准战略新兴产业相关业务，伴随着国内宏观经济复苏，取得了良好业绩成果。投资 27.2 亿元建设高端互连科技产业社区，增强公司核心竞争力。公司 2023 年 7 月发布公告称公司拟建设高端互连科技产业社区项目，计划总投资 27.2 亿元，用于建设高端连接器智能生产厂房、高精模塑加工中心、创新孵化中心及配套设施，同时购置各类设备建立微小型低矮化集成传输连接器及组件、光传输器件及组件、微波光子器件及组件、液冷散热组件及设备等自动化、智能化产线。预计项目计划达产年实现销售收入 39.6 亿元，利润总额 7 亿元，项目内部收益率 17.2%，投资回收期 7.6 年。项目顺利投产将帮助公司推动光电产业链业务发展，提升核心竞争力。募投项目陆续落地，军民业务发展双驱动。华南产业基地一期项目已经竣工，2023 年一季度正式投产使用。洛阳基础器件产业园项目已完成主体结构封顶，预计 2024 年初实现投产，产能随建设进度陆续释放。军品方面，十四五期间军工行业持续高景气，公司作为军用连接器领先企业，有望充分受益于下游武器装备放量。民品方面，公司新能源汽车领域渗透率不断提升，围绕电动化、智能化、网联化汽车发展方向，在各大重点车企取得配套份额突破，有望持续为公司带来新的业绩增长点。盈利预测与投资评级：基于十四五期间军工行业高景气，并考虑公司军用连接器市场领先地位以及下游业务的快速发展，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 34.56/43.17/52.79 亿元；对应 PE 分别为 27/22/18 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）

### 中直股份（600038）：2023 年中报点评：产品交付量提升致业绩转好，重大资产重组促高质量发展

事件：2023 年 8 月 22 日，公司发布 2023 年中报，2023 年上半年实现营收 105.58 亿元，同比增长 56.38%，归母净利润 1.26 亿元，同比增加 632.48%。投资要点 产品交付量上升，2023 年上半年营收同比增长 56.38%。航空产品收入增长、产品交付量上升、部分产品的价格调整，2023H1 实现营业收入 105.58 亿元，同比增长 56.38%，2023H1 实现归母净利润 1.26 亿元，同比增加 632.48%，扣非净利润 0.98 亿元，同比增加 3951.53%，同比增幅较大主要系上年同期基数较小。受公司本期研发投入的增长，本期研发费用为 2.11 亿元，同比增长 71.65%。2023H1 公司管理费率为 5.14%，同比下降 1.45pct，销售费率 0.70%，同比下降 0.2pct。2023H1 财务费率-0.18%，同比上升 0.03pct，主要系营收收入的上升。整合两大集团优质直升机总装资产，打造直升机上市公司旗舰。公司拟发行股份购买昌飞集团 100%、哈飞集团 100%的股权，交易后，昌飞集团、哈飞集团成为公司的全资子公司。整合后，有利于中直股份做精做强主业，实现资产板块归属清晰，将资产向优势企业集中，打造我国直升机上市公司旗舰平台。军机需求预期向好，军民用直升机持续发展。据 WAF2023 显示，2022 年我国军用直升机约 995 架；同年美国军用直升机总量约 5850 架，中美之间相比仍有较大差距。2023 年我国军费预算 15537 亿元，同比增长 7.2%，军工行业高景气，下游军机快速放量，“十四五”规划中国

家大力推进国防军工“国产化”，以公司的直 20 为代表的 10 吨级军用直升机采购预期向好。同时，民用方面，根据航空工业发展研究中心预测，预计到 2027 年我国民用直升机规模达 3500 架，目前国内以进口机型为主，国产替代将成大趋势，以公司重点产品 AC352 为代表的国产民用直升机未来有望放量。公司作为国内领先的直升机和通用飞机系统集成和整机产品供应商，整合后在直升机领域的领先地位将进一步巩固。 盈利预测与投资评级：基于十四五期间军工行业高景气，并考虑公司在国内直升机产业领先地位，我们将 2023-2025 年归母净利润预测调整为 6.02 (-2.92) /9.30 (-2.16) /10.08(-3.81)亿元；对应 PE 分别为 38/25/23 倍，维持“买入”评级。 风险提示：1) 原材料短缺及价格波动；2) 资源分散导致管理风险；3) 宏观经济波动风险。

(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>