

# 东吴证券晨会纪要

## 东吴证券晨会纪要 2023-08-28

### 宏观策略

2023年08月28日

#### 宏观点评 20230824: 5.8%! 美国三季度经济再加速靠谱吗?

随着亚特兰大联储将美国三季度 GDP 环比增速提高到 5.8%，美国经济再加速的预期“忽如一夜春风来”。里士满联邦储备银行行长巴尔金，也在近期提出了“经济再次加速可能性”的观点。从实际情况来看，美国上次经济增速在 5.8% 附近是在 2021 年。当时一季度环比增速达到了 6.3%，而出现这一高增速预期是发生在新冠疫情后美国经济复苏早期的背景下。风险提示：全球通胀超预期上行，美国经济提前进入显著衰退，俄乌冲突局势失控造成大宗商品价格的剧烈波动，美国银行危机再起金融风险暴露。

晨会编辑 张良卫

执业证书: S0600516070001

021-60199793

zhanglw@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

**零售药店: 门诊统筹等政策利好, 集中度提升及处方外流长期逻辑明确**  
集中度提升+处方外流行业逻辑明确, 投资收益确定性高。从行业集中度看, 目前药店集中度及连锁化率低, 2022 年, 中国药店 CR3 的市占率仅为 12%, 低于同期日本 31%、美国 85%, 未来存在较大空间。从处方外流趋势看, 根据中康开思数据, 2022 年等级医院及零售终端的药品总规模为 11660 亿元, 其中零售终端处方药规模达 2349.56 亿元, 仅占 20.84%, 相较于 2017 年的 15.64%, 处方药在零售终端的销售占比逐步提升。对比海外, 日本历时 30 余年将处方外流比例从 1998 年的 30.50% 提升至 70% 以上, 医药高度分离。我们认为, 在国内以公立医院为主体, 行政命令执行速度高的背景下, 药品零加成、集采药价下降加速等政策推动将有利于处方外流比例逐步提升。门诊统筹深化实施, 打开零售药店销售空间。2023 年 2 月 15 日, 国家医保局发布《关于进一步做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》, 作为国务院办公厅 2021 年 4 月发布的门诊共济政策的配套管理文件和措施出台, 对于中国的医药分家改革具有重要意义。对于药店龙头而言, 从规范性角度更易获得统筹资格, 将在医保个人账户的基础上新增医保统筹资金的支付方, 以及承接更多处方外流, 在慢病处方药、新药、肿瘤药等场景有望更多布局。纳入门诊统筹后, 将有望为药店带来显著客流增长。另一方面, 非处方药品的高毛利产品占比提

升，有望抵消处方产品带来的毛利率下降影响。药店板块业绩企稳，股价处于估值低位。复盘药店历史股价，2018-2019年由于带量采购及互联网医疗的影响，整体股价有所回调；2020年由于防疫物资支出带来业绩增厚，板块呈现整体上涨行情；2021年疫情影响逐步出清，并叠加疫情管制的负面因素，股价随着业绩下跌。2022年由于基数低、疫情防控放开的增量，实现业绩的高增长和股价上涨。站在当前时点，我们认为2023上半年药店中报业绩依然不错，门诊统筹政策并未完全体现负面/正面影响，当估值价仍然处于低位。建议关注：健之佳、老百姓、益丰药房、大参林、漱玉平民。风险提示：市场竞争加剧的风险，门店扩张或不及预期的风险，业务增长不及预期的风险。

## 推荐个股及其他点评

### 云赛智联（600602）：2023年中报点评：业绩超预期，上海数据要素与算力领军者星辰大海

盈利预测与投资评级：上海AI和数据要素产业推进全国领先，云赛智联卡位上海，是数据要素和AI算力建设主力军。随着下半年数据要素政策逐步落地和AI算力建设推进，我们预计公司有望迎来高速增长。基于此，我们维持公司2023-2025年归母净利润预测为2.18/2.52/2.88亿元，给予“买入”评级。风险提示：政策推进不及预期；技术研发不及预期；行业竞争加剧。

### 通策医疗（600763）：2023年半年报点评：种植牙集采后业绩承压，蒲公英医院稳步扩张

事件：2023年H1，公司实现收入13.63亿元（+3.38%，同比增长3.38%，下同），归母净利润3.04亿元（+2.99%），扣非归母净利润2.93亿元（+2.32%）。单Q2季度，公司实现收入6.88亿元（+3.71%），归母净利润1.35亿元（+4.92%），扣非归母净利润1.29亿元（+4.84%）。门诊量稳定增加，种植及正畸业务承压，毛利率及净利率受集采政策影响较小。2023年上半年，公司门诊量达158万人，同比增长11%。分业务来看，2023H1种植收入2.29亿元（+2.7%），主要系集采政策的影响。集采政策落地前患者多持观望态度，集采后仍存在过渡阶段，从种植量上看，6、7月份种植量同比明显改善，预计集采后种植牙的需求会逐步释放。随着种植牙门诊量的增加，带动修复、大综合业务的增长。2023年H1，修复业务实现收入2.16亿元（+7.8%），大综合实现收入3.69亿元（+5.4%）。受宏观经济的影响，消费类口腔项目受到一定影响，2023年上半年正畸收入下滑3.9%，儿科收入基本持平，同比增长1%。从利润端来看，2023H1毛利率41.36%（-1.03pct，较去年同期下滑1.03个百分点，下同），净利率26.32%（+0.27pct），盈利能力同比保持平稳水平。总院盈利能力较强，蒲公英医院稳步扩张。分院区来看，2023H1公司杭口总院实现收入2.92亿元（-10.4%），城西总院实现收入2.04亿元（-14.3%），总院收入下滑主要系蒲公英分流影响。但杭口和城西总院扣除投资收益后净利率均在35%以上，盈利能力强。2023H1宁口总院实现收入0.82亿元（+2.5%），实现净利润0.24亿元（+62.3%）。公司重点发展“蒲公英计划”，截至2023H1，蒲公英累计开业40家，上半年贡献营收2.7亿元（+59%），净利润贡献2370万元（+151%），净利率为8.7%。随着蒲公英分院净利率的提升，未来有望成为浙江省内增长的主要动力之一。盈利预测与投资评级：考虑到种植牙集采政策及宏观经济的影响，我们将

2023-2025 年归母净利润预测由 6.92/9.05/11.58 亿元下调至 6.64/8.65/11.16 亿元，对应当前市值的 PE 为 46/35/27X。维持“买入”评级。风险提示：种植量及正畸项目增长不及预期的风险；新医院爬坡不及预期的风险等

**太极集团 (600129): 2023 年半年报点评: 医药工业增速亮眼, 净利率快速提升**

事件: 2023 年 H1, 公司实现收入 90.51 亿元(+24.85%, 同比增长 24.85%, 下同), 归母净利润 5.65 亿元(+342.26%), 扣非归母净利润 5.72 亿元(+214.36%)。单 Q2 季度, 公司实现收入 46.24 亿元(+24.45%), 归母净利润 3.3 亿元, 同比增长 210.81%, 环比增长 40%, 业绩表现亮眼。核心产品放量带动工业端快速增长, 公司全力打造川渝京鲁豫粤江浙沪九大市场。产品结构改善带来盈利能力提升。盈利预测与投资评级: 我们维持预计 2023-2025 年归母净利润为 9.54/13.30/18.05 亿元, 对应当前市值的 PE 为 26/19/14X。维持“买入”评级。风险提示: 产品放量不及预期风险, 政策风险, 市场竞争加剧等风险。

**伟星新材 (002372): 2023 年半年报点评: 市场需求疲弱收入短期承压, 成本下行毛利率修复显著**

事件: 公司发布 2023 年半年报。2023H1 公司实现营收 22.37 亿元, 同比下滑 10.58%; 归母净利 4.94 亿元, 同比增长 35.46%。其中, 单 Q2 实现营收 13.41 亿元, 同比下滑 10.38%; 归母净利 3.21 亿元, 同比增长 29.44%。需求疲弱背景之下收入承压, 同心圆产品维持快速增长。分季度看, Q1-2 营收增速分别为-10.38%/-10.87%, 主要由于上半年地产领域持续低迷, 市场需求疲弱。分产品看, PPR 系列产品实现营收 10.39 亿元, 同比下滑 11.76%; PE 系列产品实现营收 4.90 亿元, 同比下滑 15.79%; PVC 系列产品实现营收 3.47 亿元, 同比下滑 19.93%; 其他产品实现营收 3.19 亿元, 同比增长 29.99%, 主要系公司加大市场拓展力度, 防水类产品及捷流公司业务增长较多。成本下行毛利率修复, 投资收益增加对利润贡献较多。23H1 公司销售毛利率 41.16%, 同比变动+3.43pct。分产品看, PPR 系列产品毛利率 57.08%, 同比+2.63pct; PE 系列产品毛利率 29.04%, 同比+3.27pct; PVC 系列产品毛利率 21.93%, 同比+8.68pct, 主要系原材料价格较上年同期下降较多; 其他产品毛利率 33.16%, 同比-3.54pct, 主要系捷流公司以及净水业务毛利率下降所致。期间费用率方面, 销售/管理/研发/财务费用率分别同比变动+2.06/+0.76/+0.35/-0.53pct, 主要系公司收入规模减少导致费用摊薄较少。此外, 公司 23H1 投资净收益 1.44 亿元, 主要系 23H1 宁波东鹏合立股权投资合伙企业(有限合伙)公允价值变动收益增加所致。盈利预测与投资评级: 公司持续推进“双轮驱动”战略落地, 零售端强化渠道下沉、空白市场扩张以及同心圆产品延伸; 工程业务稳健拓展, 在地产、市政等领域拓展增量市场同时保证经营质量。考虑到下游地产需求疲弱及基建工程项目进展较缓, 我们下调 2023-2025 年的归母净利润预测为 14.49/15.91/17.67 亿元(前值为 16.18/18.86/21.20 亿元), 对应 PE 分别为 22X/20X/18X, 维持“买入”评级。风险提示: 宏观经济下行的风险; 原材料价格大幅波动的风险; 竞争加剧的风险; 新业务开拓不及预期的风险。

**美团-W (03690.HK): 23Q2 业绩点评: 利润超预期, 到店份额持续修复**  
公司在本地生活领域表现好于预期, 我们将公司 23-25 年经调整 EPS 预测从 3.8/7.6/11.9 元上调至 4.1/7.6/12.0 元, 对应 PE 32/17/11 倍, 维持“买

入”评级（人民币兑港元汇率取 2023/8/25 数据 1 港币=0.9291 人民币）  
**湖南裕能（301358）：2023 年中报点评：业绩超市场预期，H1 份额提升 稳居龙头地位**

盈利预测与投资评级：考虑公司份额显著提升，我们维持 2023-2025 年公司归母净利润为 20.5/27.4/35 亿元，同比-32%/+34%/+27%，对应 PE 为 15x/11x/9x，维持“买入”评级。风险提示：需求不及预期，原材料价格波动，市场竞争加剧。

**九毛九（09922.HK）：2023 半年报点评：业绩符合预期，核心品牌表现 稳健**

核心品牌表现持续稳健，新兴品牌加速扩张。费控稳健，内功修炼持续。

**满帮集团（YMM）：23Q2 业绩点评：利润超预期，订单量持续提升**

作为数字货运平台龙头，满帮为车主及货主带来增量价值。考虑到公司 MAU 数及用户数将持续提升，毛利率逐步提升，我们将公司 2023-2025 年收入预测由 82/96/111 亿元调整至 82/97/114 亿元，同比 22%/18%/18%；将 2023-2025 年 Non-GAAP 净利润由 22/31/41 亿元调整至 24/31/41 亿元，同比增速为 73%/30%/32%；对应 2023-2025 年 Non-GAAP PE 为 22/17/13x，维持“买入”评级。

**深桑达 A（000032）：2023 年中报点评：业绩符合预期，地方数据要素试 点快速推进**

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2023-2025 年 EPS 预测为 0.17/0.45/0.96 元，我们预计下半年随着信创和数据要素建设将推进中国电子云将实现高增长，看好公司基于国资云平台持续复制德阳模式，以及垂直大模型在政府和行业的应用，维持“买入”评级。

**爱尔眼科（300015）：2023 年中报点评：白内障业务表现亮眼，利润率水 平继续提升**

公司 2023 年上半年实现收入 102.52 亿元（+26.45%），归母净利润 17.12 亿元（+32.61%）。单 Q2 季度，公司实现收入 52.31 亿元（+32.80%），归母净利润 9.31 亿元（+36.71%）。业绩符合预期。

**爱美客（300896）：2023 中报点评：收入+65%、净利润+65%，业绩符合 预期，濡白天使保持快速放量**

事件：2023H1，公司实现营业收入 14.59 亿元（+64.93%，表示同比增长，下同），归母净利润 9.63 亿元（+64.66%），扣非归母净利润 9.34 亿元（+65.37%）。单 Q2 季度，公司实现营业收入 8.29 亿元（+82.6%），归母净利润 5.49 亿元（+76.53%），扣非归母净利润 5.47 亿元（+79.23%）。业绩符合业绩预告中值，整体业绩符合我们预期。盈利预测与投资评级：维持预计 2023-2025 年公司归母净利润为 19.67/28.05/39.44 亿元，对应当前市值的 PE 分别为 47/33/23 倍。维持“买入”评级。风险提示：新产品市场推广或不及预期；研发进展或不及预期；疫情反复加剧的风险。

**天山股份（000877）：2023 年中报点评：水泥景气继续承压，关注内部提 效**

事件：公司披露 2023 年中报，实现营业收入 534.4 亿元，同比-18.3%，归母净利润 1.4 亿元，同比-95.9%；单二季度实现营业收入 310.6 亿元，同比-16.5%，归母净利润 13.7 亿元，同比-44.2%，基本符合我们的预期。水泥、商混量价承压，骨料产能释放带动销量较快增长：（1）23H1 公司水泥及熟料业务实现营收 365.3 亿元，同比-17.1%，销量 12165 万吨，同比-4.3%，测算单吨均价为 300 元，同比-47 元；商混业务实现营收 130.3

亿元，同比-23.6%，销量 3375 万方，同比-10.2%，主要因上半年水泥需求低迷，价格表现弱于季节性规律。(2) 骨料业务实现营收 25.7 亿元，同比+6.0%，销量 6342 万吨，同比+25.5%，测算单吨均价 40 元，同比下降 8 元，主要得益于骨料产能投产爬坡，2023 年上半年末骨料产能 2.3 亿吨，较去年同期增加 0.4 亿吨。盈利预测与投资评级：公司整合后持续开展精益生产、提效技改，可持续竞争力进一步增强，随着行业阶段性盈利底部确认，中期需求预期提振，估值有望迎来修复。基于地产投资下行压力加大，我们调整公司 2023-2025 年归母净利润至 23.0/27.9/35.3 亿元（前值为 48.5/67.6/82.8 亿元），维持“增持”评级。风险提示：水泥需求恢复不及预期；骨料业务扩张不及预期；房地产信用风险失控的风险；市场竞争加剧的风险。

**上峰水泥 (000672): 2023 年中报点评: 水泥骨料业绩承压, 新经济股权投资贡献收益**

事件：公司披露 2023 年中报，实现营业收入 32.1 亿元，同比-9.5%，归母净利润 5.3 亿元，同比-24.9%；其中单二季度实现营业收入 18.2 亿元，同比-11.3%，归母净利润 3.6 亿元，同比-2.0%，基本符合我们的预期。房地产市场继续底部调整，公司主营业务承压：(1) 23H1 公司水泥及熟料业务实现营收 27.8 亿元，同比-4.5%，销量 997 万吨，同比+18.7%，测算单吨均价 279 元，同比-67.9 元；商混业务实现营收 7783 万元，同比-25.2%。公司在长江、西北区域市场份额稳定，新投产产线贡献部分销量，但上半年地产继续承压，水泥行业需求低迷，价格弱于季节性规律；(2) 骨料业务实现营收 2.2 亿元，同比-41.6%，销量 653 万吨，同比-15.0%，测算单吨均价 33.5 元，同比-15.3 元，销量与均价下滑主要是受到华东区域需求下降影响。盈利预测与投资评级：公司水泥及熟料主业盈利有望稳步改善，两翼业务贡献新增长点，随着阶段性盈利底部确认，中期需求预期提振，估值有望迎来修复。基于地产投资下行，我们调整公司 2023-2025 年归母净利润至 9.7/11.8/13.3 亿元（前值为 11.4/14.2/18.7 亿元），维持“增持”评级。风险提示：水泥需求恢复不及预期；市场竞争加剧；行业竞合态势恶化的风险。

**山西汾酒 (600809): 2023 年半年报点评: 清香势能释放, 高质量增长延续**

全年增长目标完成确定性较强，我们维持 2023-25 年归母净利润为 105、131、160 亿元，同比增长 30%、25%、22%，当前市值对应 PE 为 27/21/18 倍，维持“买入”评级。

**昆仑万维 (300418): 2023 年中报点评: 前瞻布局 All in AI, 大模型及应用持续落地**

盈利预测与投资评级：考虑到投资业务波动，我们下调全年盈利预测，预计 2023-2025 年 EPS 分别为 0.98/1.08/1.20 元（此前为 1.23/1.50/1.70 元），对应当前股价 PE 分别为 34/30/27 倍。公司前瞻布局 AI，具备先发优势，我们看好其 AI 大模型及应用逐步落地，打开业绩长期成长空间，维持“买入”评级。风险提示：大模型进展不及预期，市场竞争加剧，国际形势变动风险

**正帆科技 (688596): 2023 年中报点评: 新签订单加速增长, 大额公允价值变动收益增厚利润端表现**

盈利预测与投资评级：考虑到公司在手订单充足，以及 2023H1 存在大额公允价值变动收益，我们调整 2023-2025 年公司归母净利润分别为 4.34、

5.82 和 7.78 亿元（原值 4.03、5.69 和 7.56 亿元），当前市值对应动态 PE 分别为 21、16 和 12 倍，维持“增持”评级。风险提示：下游资本开支下滑、市场竞争加剧、新业务开展不及预期等。

**科济药业-B (02171.HK): 2023 年中报点评: BCMA CAR-T 即将获批, Claudin18.2 CAR-T 关键性临床进展顺利**

2022H1 公司经调整的净亏损 3.86 亿，去年同期亏损 3.53 亿，同比增加 0.33 亿，主要系多项 IIT 及注册性临床研究的开展相关。公司现金及现金等价物及银行存款总计 21.74 亿。

**恩捷股份 (002812): 2023 年中报点评: 1H 份额受侵蚀业绩低于预期, 海外高增具备先发优势**

考虑到行业竞争加剧，我们下修公司 23-25 年归母净利预期至 36.92/48.63/65.83 亿元（原预期 52.29/70.41/91.43 亿元），同比 -9%/+32%/+36%，对应 PE 为 18x/14x/10x，考虑公司为隔膜行业龙头，给予 23 年 30xPE，对应目标价 113.4 元，维持“买入”评级。

**华凯易佰 (300592): 2023Q2 业绩点评: 业绩持续超预期, 看好公司效率持续提升**

盈利预测与投资评级: 我们看好公司在跨境电商领域的竞争力, 以及公司自身运营效率的不断提升。我们将公司 2023-2025 年归母净利润由 3.44/4.65/5.91 亿元调整至 3.95/5.38/6.88 亿元, 当前市值对应 2024 年 PE 为 14 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 海外需求下滑风险, AI 技术发展不及预期风险。

**康诺亚-B (02162.HK): 2023 年中报点评: CM310 竞争优势不变, 肿瘤和自免产品组合高效推进**

公司 2023 年上半年, 收入为 3.27 亿, 主要来源于阿斯利康的首付款收入, 研发费用为 2.5 亿元, 同比增加 52%, 主要与研发人员薪酬增加及多项研发项目及注册性临床研究的开展相关。康诺亚临床推进高效, 并开展重磅合作, 正在加速商业化进程。

**亿纬锂能 (300014): 2023 年中报点评: H2 旺季出货预期高增, 大圆柱/LF560K 成效初显**

盈利预测与投资评级: 我们维持对 23-25 年归母净利 52.9/74.7/105.6 亿元的预计, 同增 51%/41%/41%, 对应 19/14/10x, 考虑到公司 H2 旺季出货预期高增盈利回升, 给予 23 年 30x, 目标价 77.6 元, “买入”评级。风险提示: 电动车销量不及预期, 原材料价格大幅波动。

**江海股份 (002484): 2023 年中报点评: 业绩符合预期, 市场拓展与降本增效并进**

23H1 业绩符合预期, 毛利率同环比改善。23H1, 公司实现营收 24.7 亿元, YoY+14%, 归母净利润 3.6 亿元, YoY+21%; 23Q2, 公司实现营收 12.9 亿元, YoY+9%, 归母净利润 2.1 亿元, YoY+14%。23Q2 毛利率为 26.7%, 同比+1.2pct, 环比+0.9pct, 在电子行业下游景气度下滑背景下, 公司通过化成箔成本改善、节能改造等方式持续降本增效, 未来仍有成本优化空间, 为业绩稳健增长奠定基础。受益新能源领域需求增长, 三大电容业务梯次发力。23H1, 公司铝电解/薄膜/超级电容营收分别达 20.0/2.0/1.0 亿元, yoy +12%/+39%/-5%, 毛利率分别为 27.6%/20.6%/23.6%, yoy +1.6pct/-0.7pct/-5.5pct。1) 铝电解电容: 公司大型铝电解电容全球产出第一地位稳固, 同时, 小型电容切入笔电、服务器、安防设备供应链, 成为新的增长极。2) 薄膜电容: 公司按照镀膜、

安规、针式、DCLink、AC、箱式、模组不同产品方向专业化布局，业绩拐点已形成，进入快速成长期。3) 超级电容：公司持续培育核心技术、拳头产品，在诸多新应用上已开启首台套研制并评价良好，超级电容业务未来增长可期。持续投入研发，为长期业绩提供持续充分增长动能。新技术研发方面，公司不断提升三大电容产品性能，同时深化与高校科研院所合作，CPU、GPU 周边关键部件 MLPC 已取得技术性能突破，大规模应用指日可待，未来公司将强化在智能制造、新能源、电动汽车等成长型领域用高端电容器的研发，为长期业绩提供持续充分增长动能。盈利预测与投资评级：公司营收增长稳健、费用管控持续优化，由于薄膜电容存在价格压力，超级电容市场发展低于预期，我们将公司 23-25 年的归母净利润由 8.74/11.46/14.56 亿元略微下调至 8.30/10.25/12.61 亿元，当前市值对应 PE 分别为 17/14/11 倍，维持“买入”评级。

**金盘科技 (688676): 出海浪潮大幕拉开, AB 长单奏响序曲**

事件：与海外两大客户签订变压器中长期供货协议。1) 8 月 24 日发布公告，公司与海外客户 B 签订关于风能变压器的《供货协议》，有效期为 6 年，本协议未约定具体履约金额，但该客户在 2020-2022 年期间与公司签订订单金额累计超过 8 亿元。因全球风电装机持续增长，我们根据过去 3 年订单保守预估，客户 B 在未来 6 年订单额至少 16 亿元 (8 亿元 × 2)。2) 8 月 21 日公司发布公告，与海外客户 A 签署 2023-2028 年总计 10.8-14.4 亿元订单 (以 8 月 18 日 7.20 美元兑人民币汇率计)，年均约 2.2-2.9 亿元。

**罗莱生活 (002293): 23 年中报点评: 延续开店战略, Q2 业绩恢复至 21 年同期**

盈利预测与投资评级：公司为国内家纺龙头，23H1 在国内消费弱复苏环境下继续推动开店战略，收入小幅增长、毛利率提升带动下净利增幅较大，其中 23Q2 业绩加速恢复、收入净利均已超 21 年同期。公司调整限制性股票激励计划后有利于更好激发员工积极性，终端零售方面 7 月相对表现较弱，8 月好于 7 月、较 21 年同期小幅提升，我们维持 23-25 年归母净利润 7.20/8.17/9.17 亿元的预测、对应 PE 12/11/10X，维持“买入”评级。风险提示：经济及消费疲软、门店扩张不及预期等。

**阳光电源 (300274): 2023 年中报点评: 逆变器+储能出货高增, 盈利能力提升超预期**

投资建议：我们预计 2023-2025 年归母净利 92.0/120.0/150.1 亿元，同增 156%/30%/25%，考虑公司为光储龙头，储能出货环比翻倍，给予 2023 年 30 倍 PE，对应目标价 186 元，给予“买入”评级。风险提示：竞争加剧，政策不及预期、汇率风险。

**华住集团-S (01179.HK): 2023 年中报点评: 营收、利润远超疫情前, Q3 有望继续兑现业绩**

盈利预测与投资评级：华住集团作为酒店行业龙头，品牌、流量、技术打造竞争壁垒，管理文化赋能业务发展，在疫情期间逆势扩张，市场格局显著向好。由于 Q3 暑期旺季公司有望进一步兑现业绩，调整华住集团盈利预测，2023-2025 年归母净利润分别为 35.7/40.1/44.6 亿元 (前值为 35.1/39.0/46.0 亿元)，对应 PE 估值为 33/29/26 倍，维持“买入”评级。风险提示：行业竞争加剧，门店增长不及预期等

**科锐国际 (300662): 2023 年中报点评: Q2 业绩环比有所恢复, 静待企业招聘端复苏**

**盈利预测与投资评级:** 科锐国际在灵活用工领域有深厚的行业经验和丰富的行业资源, 市场化运营机制灵活, 效率较高, 2023 年 Q2 业绩反馈仍在复苏中, 我们下调 2023-2025 年归母净利润从 3.52 亿元/4.64 亿元/6.05 亿元下调至 2.5/3.7/4.7 亿元, 最新股价对应 2023-2025 年 PE 分别为 27/19/14 倍, 维持“买入”评级。

**华虹半导体 (01347.HK): “闲置资金现金管理”事件点评: 扩产周期较长, 不改变募集资金用途**

**盈利预测与投资评级:** 结合下游需求及公司扩产进度, 维持 2023-2025 年归母净利润为 2.22 亿美元、3.09 亿美元、4.16 亿美元, 同比分别-51%、+39%、+34%。对应现价 (8 月 24 日收盘价) PE 分别为 19 倍、14 倍、10 倍, 对应现价 (8 月 24 日收盘价) PB 分别为 1.0 倍、0.9 倍、0.9 倍, 维持“买入”评级。

**顶点软件 (603383): 2023 年中报点评: 业绩符合预期, A5 渗透与金融信创加速共振**

中报业绩符合预期, 各业务稳步推进。金融信创推进加速, A5 进入快速推广期。我们维持 2023-2025 年收入预测 7.9/10.2/13.0 亿元; 归母净利润预测 2.3/3.1/4.0 亿元, yoy+39.7%/+33.6%/28.2%; 分别对应 EPS 1.36/1.81/2.32 元, 对应 47/35/27 倍 PE。维持“买入”评级。

**福斯特 (603806): 福斯特 2023 年中报点评: Q2 盈利修复+市占率提升, 行业底部彰显龙头优势**

**盈利预测与投资评级:** 基于胶膜竞争加剧, 我们下调 2023 年盈利预测, 我们预计 2023-2025 年公司归母净利润 25.0/36.5/47.8 亿元 (前值 2023 年为 28.2 亿元), 同比增加 58%/46%/31%, 基于公司胶膜龙头地位, 我们给予公司 2023 年 30xPE, 对应目标价 40.3 元, 维持“买入”评级。风险提示: 政策不及预期, 竞争加剧。

**时代电气 (03898.HK): 2023H1 业绩点评: 轨交业务微增, 新兴装备业务持续高景气**

**盈利预测与投资评级:** 公司业绩符合预期, 考虑到 23 年业绩兑现节奏, 已经 24 年后可能出现的降价, 我们上调 2023 年归母净利润预测分别为 29.7 亿元 (+0.6 亿元), 下调 2024-2025 年预测为 31.4 亿元 (-1.2 亿元) 33.5 亿元 (-1.2 亿元), 同比分别+16%、+6%、+7%, 对应现价 (8 月 24 日收盘) PE 分别为 11.9 倍、11.3 倍、10.6 倍, 维持“买入”评级。

**惠泰医疗 (688617): 2023 年半年报点评: 23H1 业绩超我们预期, 看好电生理进口替代加速**

事件: 23H1 实现收入 7.88 亿 (+41.81%), 归母净利润 2.57 亿 (+62.01%), 单 23Q2 收入 4.38 亿 (+51.05%), 归母净利润 1.55 亿 (+68.04%)。23H1 实现毛利率 71.73% (+1.35pct), 净利率 32.06% (+5.2pct), 单 23Q2 收入利润均超我们预期。电生理集采后进口替代加速。23H1 公司在超过 400 家医院完成三维电生理手术 3,500 余例, 电生理产品目前覆盖医院 800 余家。2022 年福建 27 省电生理带量采购中, 公司电生理产品全线中标, 根据医疗机构的预报量数据显示, 公司产品需求量名列前茅。公司国际业务整体呈现良好的增长趋势。公司 PCI 自主品牌同比增长 96.29%; EP 自主品牌同比增长 98.09%; 国际 OEM 同比增长 77.95%; PCI 自主品牌及 EP 自主品牌增长强劲。公司冠脉产品线持续升级, 外周介入产品线进一步完善。截至报告期末, 导引延伸导管 (二代)、双腔微导管、高压球囊扩张导管等获得注册证, 穿通导管、血栓抽吸导管 (二代)、复杂病变导



丝等产品已进入注册发补阶段，血管内回收装置、球囊微导管等产品已进入注册审查阶段。外周领域外周球囊扩张导管等产品已获得国内注册证。在研项目颈动脉球囊扩张导管、溶栓导管、支撑导管、胸主动脉支架等产品已进入注册发补阶段，弹簧圈等已进入注册审查阶段。在研项目脉冲消融导管、脉冲消融仪、高密度标测导管、压力射频仪和压力感应消融导管已进入临床随访阶段。公司规模优势逐步体现。23H1 公司扩容和优化电生理耗材产线，产能同比扩大 50%以上。公司自主研发的专用设备占比呈逐步上升趋势，较 2022 年底，各主要成品产线效率提升 10%，半成品生产工序效率提升 15%。实现了导管装配、鞘组装配、内包装作业、外包装作业产线自动化生产。同时，公司不同产品工序投入机器人达到 32 台，生产自动化范围不断扩大，已经从主产品工序扩充到辅助工序。

**盈利预测与投资评级：**考虑到公司规模效应体现，我们上调 23-25 年归母净利润由 4.85/6.52/8.79 亿为 5.13/6.93/9.21 亿，当前股价对应 PE 40/29/22x，维持“买入”评级。风险提示：集采降幅超预期，手术量不及预期，竞争加剧风险等。

**招商积余 (001914)：2023 年中报点评：经营稳健外拓发力，增值服务齐头并进**

**盈利预测：**公司背靠龙头央企开发商，内生外拓齐发力，在管规模稳健增长，增值服务多条业务线稳步发展。我们维持其 2023-2025 年归母净利润 7.7/9.5/11.6 亿元的预测，对应的 EPS 为 0.72/0.90/1.10 元，对应的 PE 为 21.2X/17.1X/14.0X，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；市场化拓展不及预期；收并购投后管理不及预期。

**富途控股 (FUTU)：2023 年中报点评：高利率环境助力业绩高增，国际化战略蹄疾步稳**

**盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2023-2025 年净利润分别为 40.65/45.99/50.72 亿港元（2023-2024 年前值分别为 38.09/46.87 亿港元），对应增速分别为 38.88%/13.13%/10.29%，对应 2023-2025 年 EPS 分别为 29.19/33.02/36.42 港元，当前市值对应 2023-2025 年 PE 估值分别为 13.11x/11.59x/10.51x。公司中长期成长空间可观，维持“买入”评级。风险提示：1) 监管趋严抑制业务创新；2) 行业竞争加剧。

**英伟达 (NVDA)：FY2024Q2 点评：营收利润再超预期，指引强劲，大额回购彰显信心**

**盈利预测与投资评级：**由于 AI 算力投资已进入兑现阶段，行业需求超预期，我们将公司 FY2024-2026 年收入由 435/507/532 亿美元调整至 541/800/874 亿美元；将公司 FY2024-2026 年 NON-GAAP 净利润预测由 188/236/245 亿美元调整至 256/385/405 亿美元，对应 FY2024-FY2026 年 PE 为 45/30/29X，维持“买入”评级。

**中国中免 (601888)：2023 年半年度报告点评：毛利率环比回升，有望迎来政策拐点**

**盈利预测与投资评级：**未来市内免税店政策落地、海南客流维持高景气、国际航线的恢复有利于旅游零售行业市场规模扩张再次提速。中免市场地位稳固，中长期看好中国中免作为旅游零售龙头受益市内免税店政策和出境游的逐步恢复。维持公司 2023-2025 年盈利预期，归母净利润分别为 70.95/102.49/126.35 亿元，对应 PE 33/23/18 倍，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济风险、居民奢侈品消费意愿不足的风险、海南自贸港建设进度不及预期、行业竞争加剧的风险等。

**紫光国微（002049）：2023年中报点评：营收同增28.56%，整体经营业绩持续保持增长**

盈利预测与投资评级：考虑到公司在国内特种集成电路的领先地位，以及特种集成电路的降价压力，我们维持先前的预测，预计2023-2025年公司归母净利润为32.53/42.50/52.43亿元，对应PE分别为22/17/13倍，维持“买入”评级。风险提示：1) 产品研发、技术更新失败导致风险；2) 营收账款回收不及时；3) 市场竞争。

## 宏观策略

### 宏观点评 20230824: 5.8%! 美国三季度经济再加速靠谱吗? 【勘误版】

随着亚特兰大联储将美国三季度 GDP 环比增速提高到 5.8%，美国经济再加速的预期“忽如一夜春风来”。里士满联邦储备银行行长巴尔金，也在近期提出了“经济再次加速可能性”的观点。从实际情况来看，美国上次经济增速在 5.8% 附近是在 2021 年。当时一季度环比增速达到了 6.3%，而出现这一高增速预期是发生在新冠疫情后美国经济复苏早期的背景下。当然亚特兰大联储的预测也出现过偏差。上次出现 5.8% 左右的预期增速是在 2021 年 8 月，而最终实际的 GDP 增速仅仅录得 2.7%。那么当前这一 5.8% 的预期，会是亚特兰大联储的再一次误判吗？首先，我们有必要看下 5.8% 的增速怎么来的？亚特兰大联储按照支出法核算 GDP，将 13 个细项指标（制造业、非制造业 PMI、CPI、零售销售以及房产开工等）综合使用贝叶斯回归、动态因子模型等方法对其进行预测。随后通过链式加权汇总来预测美国 GDP 的增速，并在上述数据发布后进行调整与更新，得出最终美国季度的环比折年率增速（图 1）。其次，GDP 增速从 4.1%→5.8%，谁是主要拉动？如此大幅的上调发生在零售、房屋开工及工业生产数据出炉后。因此对于 Q3 经济增速被大幅上修，个人消费和私人国内投资无疑是主要拉动项：其中消费占 3.3%，而私人投资占接近 2%。所以，这两项在三季度的增速预测也出现了较大的调整：个人消费支出增长率从 4.4%→4.8%，私人国内投资从 8.8%→11.4%。第三，这种调整靠谱吗？从历史回溯来看，亚特兰大联储预测效果较好，2011Q3-2023Q2 间的平均绝对误差约为 0.8 个百分点。除此之外，对消费增速的预测跟历史相比在一倍标准差附近，且离 3.2% 的历史平均增速也并没有偏离太多。而对于私人国内投资，虽对于 Q3 增速预测相较于今年上半年实际情况波动较大，但目前还是处于安全标准差之内（图 2-3）。本次亚特兰大联储可能高估了美国经济增长的动能。无论是彭博一致预期，还是根据我们自己的测算，美国三季度的环比增速在 0.7%-1% 之间。因此我们认为随着时间的推移，亚特兰大联储将调降对如此高经济增速的预期。二、三季度可能是美国经济的高点，虽然短期可能还看不到衰退的风险，但往后还需要结合更多指标，例如国债利差、咨商会领先经济指标（LEI），OECD 综合领先指标（CLI）等做判断。当前对于美联储而言，加息可能还未到终点。值得注意的是，在经济基本面偏强+通胀再起的风险下，本周杰克逊霍尔会议（Jackson Hole）上，鲍威尔将保持“鹰”派语气：重申 2% 的通胀目标并强化美联储就此结束加息周期的难度较大。货币政策在短期难以释放降息信号，加息还是“保留项”。风险提示：全球通胀超预期上行，美国经济提前进入显著衰退，俄乌冲突局势失控造成大宗商品价格的剧烈波动，美国银行危机再起金融风险暴露。

（证券分析师：陶川）

### 宏观点评 20230824: 5.8%! 美国三季度经济再加速靠谱吗?

随着亚特兰大联储将美国三季度 GDP 环比增速提高到 5.8%，美国经济再加速的预期“忽如一夜春风来”。里士满联邦储备银行行长巴尔金，也在近期提出了“经济再次加速可能性”的观点。从实际情况来看，美国上次经济增速在 5.8% 附近是在 2021 年。当时一季度环比增速达到了 6.3%，而出现这一高增速预期是发生在新冠疫情后美国经济复苏早期的背景下。当然亚特兰大联储的预测也出现过偏差。上次

出现 5.8%左右的预期增速是在 2021 年 8 月，而最终实际的 GDP 增速仅仅录得 2.7%。那么当前这一 5.8%的预期，会是亚特兰大联储的再一次误判吗？首先，我们有必要看下 5.8%的增速怎么来的？亚特兰大联储按照支出法核算 GDP，将 13 个细项指标（制造业、非制造业 PMI、CPI、零售销售以及房产开工等）综合使用贝叶斯回归、动态因子模型等方法对其进行预测。随后通过链式加权汇总来预测美国 GDP 的增速，并在上述数据发布后进行调整与更新，得出最终美国季度的环比折年率增速（图 1）。其次，GDP 增速从 4.1%→5.8%，谁是主要拉动？如此大幅的上调发生在零售、房屋开工及工业生产数据出炉后。因此对于 Q3 经济增速被大幅上修，个人消费和住宅投资无疑是主要拉动项：其中消费占 3.3%，而住宅投资占接近 2%。所以，这两项在三季度的增速预测也出现了较大的调整：个人消费支出增长率从 4.4%→4.8%，住宅投资从 8.8%→11.4%。第三，这种调整靠谱吗？从历史回溯来看，亚特兰大联储预测效果较好，2011Q3-2023Q2 间的平均绝对误差约为 0.8 个百分点。除此之外，对消费增速的预测跟历史相比在一倍标准差附近，且离 3.2%的历史平均增速也并没有偏离太多。而对于住宅投资，虽对于 Q3 增速预测相较于今年上半年实际情况波动较大，但目前还是处于安全标准差之内（图 2-3）。本次亚特兰大联储可能高估了美国经济增长的动能。无论是彭博一致预期，还是根据我们自己的测算，美国三季度的环比增速在 0.7%-1%之间。因此我们认为随着时间的推移，亚特兰大联储将调降对如此高经济增速的预期。二、三季度可能是美国经济的高点，虽然短期可能还看不到衰退的风险，但往后还需要结合更多指标，例如国债利差、咨商会领先经济指标（LEI），OECD 综合领先指标（CLI）等做判断。当前对于美联储而言，加息可能还未到终点。值得注意的是，在经济基本面偏强+通胀再起的风险下，本周杰克逊霍尔会议（Jackson Hole）上，鲍威尔将保持“鹰”派语气：重申 2%的通胀目标并强化美联储就此结束加息周期的难度较大。货币政策在短期难以释放降息信号，加息还是“保留项”。风险提示：全球通胀超预期上行，美国经济提前进入显著衰退，俄乌冲突局势失控造成大宗商品价格的剧烈波动，美国银行危机再起金融风险暴露。

（证券分析师：陶川）

## 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（I 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

### 零售药店：门诊统筹等政策利好，集中度提升及处方外流长期逻辑明确

Ø 集中度提升+处方外流行业逻辑明确，投资收益确定性高。从行业集中度看，目前药店集中度及连锁化率低，2022年，中国药店CR3的市占率仅为12%，低于同期日本31%、美国85%，未来存在较大空间。从处方外流趋势看，根据中康开思数据，2022年等级医院及零售终端的药品总规模为11660亿元，其中零售终端处方药规模达2349.56亿元，仅占20.84%，相较于2017年的15.64%，处方药在零售终端的销售占比逐步提升。对比海外，日本历时30余年将处方外流比例从1998年的30.50%提升至70%以上，医药高度分离。我们认为，在国内以公立医院为主体，行政命令执行速度高的背景下，药品零加成、集采药价下降加速等政策推动将有利于处方外流比例逐步提升。Ø 门诊统筹深化实施，打开零售药店销售空间。2023年2月15日，国家医保局发布《关于进一步做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》，作为国务院办公厅2021年4月发布的门诊共济政策的配套管理文件和措施出台，对于中国的医药分家改革具有重要意义。对于药店龙头而言，从规范性角度更易获得统筹资格，将在医保个人账户的基础上新增医保统筹资金的支付方，以及承接更多处方外流，在慢病处方药、新药、肿瘤药等场景有望更多布局。纳入门诊统筹后，将有望为药店带来显著客流增长。另一方面，非处方药品的高毛利产品占比提升，有望抵消处方产品带来的毛利率下降影响。Ø 药店板块业绩企稳，股价处于估值低位。复盘药店历史股价，2018-2019年由于带量采购及互联网医疗的影响，整体股价有所回调；2020年由于防疫物资支出带来业绩增厚，板块呈现整体上涨行情；2021年疫情影响逐步出清，并叠加疫情管制的负面因素，股价随着业绩下跌2022年由于基数低、疫情防控放开的增量，实现业绩的高增长和股价上涨。站在当前时点，我们认为2023上半年药店中报业绩依然不错，门诊统筹政策并未完

全体现负面/正面影响，当估值价仍然处于低位。 Ø 建议关注：健之佳、老百姓、益丰药房、大参林、漱玉平民。 Ø 风险提示：市场竞争加剧的风险，门店扩张或不及预期的风险，业务增长不及预期的风险。

(证券分析师：朱国广 证券分析师：冉胜男)

## 推荐个股及其他点评

### 云赛智联 (600602)：2023 年中报点评：业绩超预期，上海数据要素与算力领军者星辰大海

事件：2023 年 8 月 25 日，云赛智联发布 2023 年半年报。2023 年 H1 公司实现营收 24.98 亿元，同比增加 32.44%；归母净利润 0.93 亿元，同比增加 2.04%；扣非归母净利润 0.86 亿元，同比扭亏。业绩超出市场预期。投资要点 Q2 业绩快速增长，毛利稳步提升：2023 年 Q2，公司实现营收 13.90 亿元，同比增长 87.13%；归母净利润 0.51 亿元，同比增长 191.30%。费用端，公司加强市场销售拓展，2023 年 H1 销售费用为 1.29 亿元，同比增加 27.89%。同时，公司稳定投入研发费用，2023 年 H1 研发费用为 1.70 亿元，同比增加 3.40%。公司内部运营管理效率提升、费用结构优化，毛利率稳步提升，2023 年 H1 公司实现毛利率 18.66%，同比增加 0.39pct。上海数据要素市场领军者，深度受益于数据要素产业快速推进：公司背靠上海国资委，云赛是上海国资委旗下唯一数字化、信息化子公司。云赛业务覆盖数据脱敏，清洗，加工等数据要素全产业链，是未来上海数据要素市场建设和运营的主力军。财政部会计司于 2023 年 8 月 21 日正式发布了《企业数据资源相关会计处理暂行规定》，规范了企业数据资源相关会计处理。这是数据要素产业的重要推进，我们预计后续会有更多数据要素建设相关政策推出，云赛智联将受益于上海地区公共数据授权运营放开。上海 AI 公共算力主力军，算力供给有望逐步到位：2023 年 6 月 30 日，公司与仪电集团等股东共同出资建立上海智能算力科技有限公司，持股 11%。我们预计公司算力中心建设有望快速推进，相关设施逐步到位。2023 年 8 月 24 日，公司公告仪电电子将持有云赛 28.03% 股份无偿划转至仪电集团，公司集团内地位进一步提升。我们预计公司后续算力规模和地位有望持续提升，有望承担上海地区算力调度和交易等职责。盈利预测与投资评级：上海 AI 和数据要素产业推进全国领先，云赛智联卡位上海，是数据要素和 AI 算力建设主力军。随着下半年数据要素政策逐步落地和 AI 算力建设推进，我们预计公司有望迎来高速增长。基于此，我们维持公司 2023-2025 年归母净利润预测为 2.18/2.52/2.88 亿元，维持“买入”评级。风险提示：政策推进不及预期；技术研发不及预期；行业竞争加剧。

(证券分析师：王紫敬 研究助理：王世杰)

### 通策医疗 (600763)：2023 年半年报点评：种植牙集采后业绩承压，蒲公英医院稳步扩张

投资要点 事件：2023 年 H1，公司实现收入 13.63 亿元 (+3.38%，同比增长 3.38%，下同)，归母净利润 3.04 亿元 (+2.99%)，扣非归母净利润 2.93 亿元 (+2.32%)。单 Q2 季度，公司实现收入 6.88 亿元 (+3.71%)，归母净利润 1.35 亿元 (+4.92%)，扣非归母净利润 1.29 亿元 (+4.84%)。门诊量稳定增加，种植及正畸业务承压，毛利率及净利率受集采政策影响较小。2023 年上半年，公司门诊量达 158 万人，同比增长 11%。分业务来看，2023H1 种植收入 2.29 亿元 (+2.7%)，主要系集采政策的影响。集采政策落地前患者多持观望态度，集采后

仍存在过渡阶段，从种植量上看，6、7月份种植量同比明显改善，预计集采后种植牙的需求会逐步释放。随着种植牙门诊量的增加，带动修复、大综合业务的增长。2023年H1，修复业务实现收入2.16亿元（+7.8%），大综合实现收入3.69亿元（+5.4%）。受宏观经济的影响，消费类口腔项目受到一定影响，2023年上半年正畸收入下滑3.9%，儿科收入基本持平，同比增长1%。从利润端来看，2023H1毛利率41.36%（-1.03pct，较去年同期下滑1.03个百分点，下同），净利率26.32%（+0.27pct），盈利能力同比保持平稳水平。总院盈利能力较强，蒲公英医院稳步扩张。分院区来看，2023H1公司杭口总院实现收入2.92亿元（-10.4%），城西总院实现收入2.04亿元（-14.3%），总院收入下滑主要系蒲公英分流影响。但杭口和城西总院扣除投资收益后净利率均在35%以上，盈利能力强。2023H1宁口总院实现收入0.82亿元（+2.5%），实现净利润0.24亿元（+62.3%）。公司重点发展“蒲公英计划”，截至2023H1，蒲公英累计开业40家，上半年贡献营收2.7亿元（+59%），净利润贡献2370万元（+151%），净利率为8.7%。随着蒲公英分院净利率的提升，未来有望成为浙江省内增长的主要动力之一。

**盈利预测与投资评级：**考虑到种植牙集采政策及宏观经济的影响，我们将2023-2025年归母净利润预测由6.92/9.05/11.58亿元下调至6.64/8.65/11.16亿元，对应当前市值的PE为46/35/27X。维持“买入”评级。

**风险提示：**种植量及正畸项目增长不及预期的风险；新医院爬坡不及预期的风险；医院利润率提升不及预期的风险等。

（证券分析师：朱国广 证券分析师：冉胜男）

### **太极集团（600129）：2023年半年报点评：医药工业增速亮眼，净利率快速提升**

**投资要点** 事件：2023年H1，公司实现收入90.51亿元（+24.85%，同比增长24.85%，下同），归母净利润5.65亿元（+342.26%），扣非归母净利润5.72亿元（+214.36%）。单Q2季度，公司实现收入46.24亿元（+24.45%），归母净利润3.3亿元，同比增长210.81%，环比增长40%，业绩表现亮眼。核心产品放量带动工业端快速增长。2023年H1，医药工业实现收入64亿元（内部抵消前口径，下同），同比增长40.7%，单Q2季度医药工业实现收入31.84亿元（+33%）。分产品来看，2023H1，消化及代谢用药类产品实现收入21.52亿元（+67.32%），其中，Q2实现收入12.42亿元，环比Q1的9.1亿元增长36.5%，主要系核心产品藿香正气口服液的放量。呼吸系统23H1实现收入15.1亿元（+78.45%），急支糖浆Q2仍保持高速增长态势。抗感染药物稳定增长，23H1实现收入10.93亿元（+10.7%）。通天口服液、苏合香丸的增长带动心脑血管用药的增长，23H1心脑血管用药收入同比增长37.35%。神经系统及抗肿瘤用药主要系受到患者人群减少的影响。公司全力打造川渝京鲁豫粤江浙沪九大市场。分地区来看，2023年H1，西南地区营业收入45.7亿（+4.21%），占公司总营业收入的50.9%，川渝地区仍是公司的核心发力区域；河南所在的华中地区营业收入4.7亿（+72.81%），涨幅最高；山东及江浙沪所在的华东地区营业收入18.1亿（+68.77%），广东所在的华南地区营业收入8.5亿（+52.26%）；此外，华北、东北地区营业收入均同比增长35%以上。九大市场营业收入均有较大幅度增长，未来成长空间广阔。产品结构改善带来盈利能力提升。毛利率方面，2023年H1公司毛利率为50.15%（+5.27pct，较去年同期提升5.27个百分点，下同），主要系藿香正气口服液、急支糖浆等产品毛利率提升所致。23H1公司销售净利率为6.31%（+4.61pct），主要来源于产品结构优化，聚焦“6+1”重点治疗领域及12条产品赛道，高净利率产品占比提升。费用率方面，公司深化国企



改革，精益管理、提升管理效率，降低管理费用成本，2023年H1，公司管理费用率为3.94%(-0.59pct)；销售费用率为35.48%(+1.71pct)，主要系加大产品宣传推广力度所致。未来净利率有望稳中有升。盈利预测与投资评级：我们维持预计2023-2025年归母净利润为9.54/13.30/18.05亿元，对应当前市值的PE为26/19/14X。维持“买入”评级。风险提示：产品放量不及预期风险，政策风险，市场竞争加剧等风险。

(证券分析师：朱国广)

### 伟星新材(002372)：2023年半年报点评：市场需求疲弱收入短期承压，成本下行毛利率修复显著

**投资要点** 事件：公司发布2023年半年报。2023H1公司实现营收22.37亿元，同比下滑10.58%；归母净利4.94亿元，同比增长35.46%。其中，单Q2实现营收13.41亿元，同比下滑10.38%；归母净利3.21亿元，同比增长29.44%。需求疲弱背景之下收入承压，同心圆产品维持快速增长。分季度看，Q1-2营收增速分别为-10.38%/-10.87%，主要由于上半年地产领域持续低迷，市场需求疲弱。分产品看，PPR系列产品实现营收10.39亿元，同比下滑11.76%；PE系列产品实现营收4.90亿元，同比下滑15.79%；PVC系列产品实现营收3.47亿元，同比下滑19.93%；其他产品实现营收3.19亿元，同比增长29.99%，主要系公司加大市场拓展力度，防水类产品及捷流公司业务增长较多。成本下行毛利率修复，投资收益增加对利润贡献较多。23H1公司销售毛利率41.16%，同比变动+3.43pct。分产品看，PPR系列产品毛利率57.08%，同比+2.63pct；PE系列产品毛利率29.04%，同比+3.27pct；PVC系列产品毛利率21.93%，同比+8.68pct，主要系原材料价格较上年同期下降较多；其他产品毛利率33.16%，同比-3.54pct，主要系捷流公司以及净水业务毛利率下降所致。期间费用率方面，销售/管理/研发/财务费用率分别同比变动+2.06/+0.76/+0.35/-0.53pct，主要系公司收入规模减少导致费用摊薄较少。此外，公司23H1投资净收益1.44亿元，主要系23H1宁波东鹏合立股权投资合伙企业(有限合伙)公允价值变动收益增加所致。坚持高质量发展，经营性现金流同比大幅改善。23H1公司经营活动产生的现金流量净额为4.06亿元，同比增长360.38%，主要系23H1原材料采购及备货减少所致。1)收现比：23H1公司收现比119.52%，同比变动+8.62pct；2)付现比：23H1公司付现比105.69%，同比变动-12.74pct，23H1末公司存货余额8.93亿元，同比下滑21.38%。盈利预测与投资评级：公司持续推进“双轮驱动”战略落地，零售端强化渠道下沉、空白市场扩张以及同心圆产品延伸；工程业务稳健拓展，在地产、市政等领域拓展增量市场同时保证经营质量。考虑到下游地产需求疲弱及基建工程项目进展较缓，我们下调2023-2025年的归母净利润预测为14.49/15.91/17.67亿元(前值为16.18/18.86/21.20亿元)，对应PE分别为22X/20X/18X，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济下行的风险；原材料价格大幅波动的风险；竞争加剧的风险；新业务开拓不及预期的风险。

(证券分析师：黄诗涛 证券分析师：房大磊

证券分析师：任婕)

### 美团-W(03690.HK)：23Q2业绩点评：利润超预期，到店份额持续修复

**投资要点** 事件：Q2公司实现收入680亿元(yoy+33%)，运营利润47亿元，运营利润率转正至6.9%，经调整归母净利润实现77亿元(yoy+272%)，经调净利率同比提升7.3pct至11.3%。本地核心商业和新业务分别实现收入512/168亿元(yoy+39%/18%)，运营利润111/-

52 亿元 (yoy+34.8%/收窄 23.5%)。公司收入和利润好于彭博一致预期。Q2 到店酒旅 GTV 和 OPM 超预期, 竞争策略显成效。23Q2 美团到店酒旅业务 GTV 同比增长超过 120%, 市占率进一步修复。我们测算得 Q2 到店酒旅收入同比增长 59%, 低于 GTV 增速主要系广告业务恢复需时间、竞争措施降低货币化率以及低货币化率的酒旅 GTV 增速更快。Q2 OPM 我们测算得 35.8%, 亦好于市场预期。我们认为到店酒旅业务市占回升的过程中, 公司自身动作只是加速器, 底层逻辑仍是美团与抖音的定位和价值存在明显差异, 随着美团竞争和运营动作更加成熟, Q3 竞争策略 ROI 或进一步提高, 到店酒旅 GTV 有望实现 90% 同比增长, 利润率有望稳定在 33%~34%。 外卖 UE 大超预期, 闪购单量增速继续亮眼。23Q2 即时配送交易笔数同比增长 31.6% 至 54 亿笔。(1) 餐饮外卖: 我们测算得 Q2 单量、收入同比增速分别为 29%/31%, UE 从 22Q2 的 1.35 元提升至 1.48 元。我们测算得 23Q2 餐饮外卖订单量为 47.9 亿笔, 同比增长 29%, 新入驻商家数量同比增长一倍以上。UE 同比显著提升主要受益于骑手供给充足带来单均配送成本下降。(2) 闪购: 23Q2 受益于用户数和购买频次提升, 单量同比增长约 55%, 达 6.1 亿笔, 好于市场预期。Q2 日订单量峰值再次突破 1100 万 (25 年目标日均 1 千万单)。随着供给增加 (年活跃商家数同比增长 30%) 以及为商家提供更多流量、补贴及营销工具, 闪购广告货币化率持续提升, 我们看好其长期盈利潜力。 新业务亏损环比略增, 后续继续坚持高质量策略。Q2 新业务收入 168 亿元 (yoy+18.4%), 运营亏损环比略增至 52 亿元。Q2 优选交易额和收入继续同比增长, 但由于市场整体增速低于预期, 增速有所下滑; 同时由于季节性加大补贴以及冷链投入, 经营亏损环比扩大。下半年公司将更加积极注重高质量增长, 新业务亏损依然可控。 盈利预测与投资评级: 公司在本地生活领域表现好于预期, 我们将公司 23-25 年经调整 EPS 预测从 3.8/7.6/11.9 元上调至 4.1/7.6/12.0 元, 对应 PE 32/17/11 倍, 维持“买入”评级 (人民币兑港元汇率取 2023/8/25 数据 1 港币 = 0.9291 人民币) 风险提示: 消费恢复不及预期, 竞争格局恶化, 新业务亏损风险

(证券分析师: 张良卫 研究助理: 郭若娜)

### 湖南裕能 (301358): 2023 年中报点评: 业绩超市场预期, H1 份额提升稳居龙头地位

投资要点 Q2 盈利显著提升, 业绩超市场预期。23 年 H1 营收 231.8 亿, 同增 64%, 归母净利 12 亿, 同减 24%; 23Q2 营收 100 亿, 同环比+25%/-24%, 归母净利 9.6 亿, 同环比+52%/+241%, 扣非净利 9.5 亿, 环比+256%。23Q2 毛利率 15.4%, 同环比+0.9/+10.1pct, 归母净利率 9.6%, 同环比+1.7/7.5pct, 扣非净利率 9.5%, 环比+7.5pct, 业绩超市场预期。 H1 出货量翻番以上增长, 份额明显提升。H1 铁锂正极收入 230.5 亿, 同+64%, 毛利率 9.5%, 产量 21.9 万吨, 出货 21.6 万吨, 同比翻倍以上增长, 其中 Q2 铁锂出货 11.6 万吨, 环增 16%。增速远高于行业, 主要由于公司为宁德时代、比亚迪主供, 同时 H1 发力储能产品, 储能占比提升至 30%, 预计 H1 公司出货份额提升至 30%+。H1 公司产能利用率 90%, 遥遥领先行业, Q3 已满产, 全年出货预计 50 万吨以上, 同增约 60%。2023 年底公司产能将达 65 万吨, 并拟定增建设 32 万吨锰铁锂、7.5 万吨铁锂产能, 进一步强化竞争力。Q2 加工费基本稳定, 单位盈利超预期。Q2 公司铁锂价格约 9.7 万元/吨 (含税), 环降 35%, 单位盈利 0.8 万元/吨, 环比大增 194%, 远高于同行, 系 Q1 加工费大幅下降后, Q2 基本维持稳定, 叠加 Q2 碳酸锂库存收益。预计扣除碳酸锂因素影响, 单吨利润近 4000 元。展望

H2, 铁锂加工费仍存下行压力, 保守估计不考虑库存贡献, 公司 H2 单吨利润有望维持 3000 元以上。 Q2 研发投入大幅增长, 存货增加明显。 23H1 费用率 2.38%, 同减 0.76pct; 其中 23Q2 费用 3.6 亿, 同环比+40%/84%, 费用率 3.57%, 同环比+0.4/+2pct, 研发费用 1.8 亿, 同比+62%。 Q2 末存货 31.8 亿, 较 Q1 末大增 87%, 合同负债 6.5 亿元, 较年初下降 41%。 23H1 经营性现金流-1.3 亿元, 同增 89.3%; 资本开支为 11.83 亿元, 同比增长 11%。 盈利预测与投资评级: 考虑公司份额显著提升, 我们维持 2023-2025 年公司归母净利润为 20.5/27.4/35 亿元, 同比-32%/+34%/+27%, 对应 PE 为 15x/11x/9x, 维持“买入”评级。 风险提示: 需求不及预期, 原材料价格波动, 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: 刘晓恬)

### 九毛九 (09922.HK): 2023 半年报点评: 业绩符合预期, 核心品牌表现稳健

**投资要点** 事件: 公司发布 2023H1 半年报, 收入 28.8 亿元 (yoy+51.6%), 创历史新高, 净利润 2.4 亿元 (yoy+281.4%), 净利率为 8.3%, 剔除 4600 万汇兑损失影响后净利率约为 9.9%, 高于 2019 年同期水平。 公司收入及净利润表现符合我们预期。 核心品牌表现持续稳健, 新兴品牌加速扩张。 1) 太二酸菜鱼: 2023H1 收入 21.9 亿元 (yoy+47.3%), 其中外卖收入占比达 15%。 2023H1 门店经营利润率为 21.3% (较 2022H1 提升 4.9pct, 但尚未回到 2021H1 水平)。 截至 2023H1, 太二品牌门店数量达到 496 家 (较 2022 年底新增 46 家), 门店稳步扩张, 公司预期到 2023 年底门店数量将达到 583 家。 2023H1 翻台率 4.3 次, 表现稳健。 客单价 75 元 (yoy-3.8%), 主要系门店下沉及套餐影响。 2) 怂火锅: 2023H1 收入达 3.5 亿元 (yoy+331.1%), 门店经营利润率 13.7%。 门店数量达 43 家 (较 2022 年底新增 27 家), 2023H1 翻台率 3.9 次, 客单价 121 元 (yoy-7.0%)。 3) 九毛九餐厅: 门店较 2022 年底减少 1 家, 总门店数为 75 家。 2023H1 翻台率 2.8 次, 经营利润率 19.2%, 表现稳健。 4) 赖美丽烤鱼: 截至 2023H1 品牌门店达 6 家, 翻座率约 4.7 次, 此外 8 月 4 日赖美丽已于新加坡开设首店。 费控稳健, 内功修炼持续。 2023H1 公司毛利率为 63.8% (yoy-1.2pct), 主要系怂品牌目前毛利率较低, 其收入占比上升所致。 公司员工费用率为 24.9% (低于 2019 年水平), 租金费用率 10.2%, 与 2019 年 H1 持平, 各项费用较为稳健, 若翻台率持续恢复, 我们预计利润率有望突破 2019 年水平。 公司今年上半年在门店前端的业务实现自研系统全覆盖, 在供应链上肉类产品已实现海外直采, 产品品质有望进一步提升。 盈利预测与投资评级: 由于 2023H1 线下消费场景复苏放缓公司门店经营业绩及扩张节奏受到一定影响, 我们预期该情况在 Q3 有所好转, 考虑复苏节奏, 利润率弹性或低于此前预期, 我们下调 2023~25 年归母净利润至 6.3/9.7/12.5 亿元 (2023~25 利润 cagr 为 40%, 预测前值为 6.8/11.1/14.6 亿元), 三年动态 PE 为 29/19/14x, 维持“增持”评级。 风险提示: 宏观经济波动, 行业竞争加剧, 经营&门店扩张不及预期。

(证券分析师: 汤军 证券分析师: 李昱哲)

### 满帮集团 (YMM): 23Q2 业绩点评: 利润超预期, 订单量持续提升

**投资要点** 2Q23 公司业绩超预期: 公司 23Q2 实现营收 20.6 亿元, 同比增长 23.5%, 超业绩指引上限; Non-GAAP 净利润达 7.2 亿元, 同比增长 170.8%, 超彭博一致预期。 23Q3, 公司预计营收将达 21.6-22 亿元, 同比增长 19.2-21.6%。 线上化渗透率持续提高, 订单量增

长迅速：根据国家统计局，我国 23Q2 公路货运量同比增长 9.2%。23Q2，公司履约订单量达 4020 万单，同比提升 44.5%，远超大盘增速。当前货运市场线上化渗透率仍未饱和，基于运力端恢复、线下经济弱复苏，用户匹配行为逐步从线下转移至线上，公司渗透率逐步提升。随渗透率提升，我们预计 23Q3 公司履约订单量有望实现环比增长。双端用户拓展成效显著，货主 MAU 数创新高：司机端，截至 23Q2，过去 12 月内有 375 万货车司机通过平台交易，为平台提供丰富运力；且基于司机成长体系，公司高质量货车司机的参与率和履约率得到提升；货主端：23Q2，平均托运人 MAU 达 200 万，同比增长 30.5%，环比增长 14%，MAU 数突破历史新高；货主用户增长迅速主因直客货主增长拉动，伴随直客货主数量提升，我们预计用户数、直客比例、履约率均有望进一步提升。佣金占比提升推动毛利率提升，费用控制情况良好：渗透率及每单抽佣收入提升共同驱动交易佣金收入提升；营收占比持续提升。23Q2，佣金业务及货运经纪业务收入占比分别达 26.9%、46.1%，同比变动+6.1pct、-4.9pct。由于佣金业务毛利率较货运经纪更高，业务结构的变动致毛利率提升。23Q2，毛利率达 52.7%，同比提升 8.1pct。费用方面总体控制较好，销售/管理/研发费用率分别为 13.7%/9.8%/10.8%，同比分别变动 1.9/-10.9/-2.1pct。得益于毛利率提高和费用控制良好，我们预计 Non-GAAP 净利率水平将持续提升。盈利预测与投资评级：作为数字货运平台龙头，满帮为车主及货主带来增量价值。考虑到公司 MAU 数及用户数将持续提升，毛利率逐步提升，我们将公司 2023-2025 年收入预测由 82/96/111 亿元调整至 82/97/114 亿元，同比 22%/18%/18%；将 2023-2025 年 Non-GAAP 净利润由 22/31/41 亿元调整至 24/31/41 亿元，同比增速为 73%/30%/32%；对应 2023-2025 年 Non-GAAP PE 为 22/17/13x，维持“买入”评级。风险提示：订单量增长不及预期风险，宏观经济恢复不及预期风险。

(证券分析师：张良卫 研究助理：晋晨曦)

### 深桑达 A (000032)：2023 年中报点评：业绩符合预期，地方数据要素试点快速推进

事件：公司发布 2023 年中报，2023H1 公司实现营收 267 亿元，同比增长 17.5%，归母净利润亏损 1.49 亿元，调整后同比增长 53.6%，业绩符合市场预期。投资要点 业绩稳健增长，减少纯集成类业务规模：公司高科技产业工程服务优势地位显著，2023 上半年实现稳健增长，2023 年 H1 营收 251 亿元，同比增长 23%；数字与信息服务 2023 年 H1 营收 3.6 亿元，同比下滑 55%，主要由于公司全面向高科技、产品型公司转型，主动减少纯集成类业务规模，且部分项目在交付中未实现收入。中国电子云自研产品线快速发展，全年有望高增：“中国电子云” IaaS 和 PaaS 产品能力及自研产品线取得了快速发展和进步，持续提升市场竞争力。2023 年 H1 深桑达旗下中国电子云公司实现营收 1.25 亿元，同比增长 346%，2023 年 7 月中国电子云信创类项目中标金额同比增长 300%，我们预计未来随着数据要素市场发展，国资云建设需求高增，中国电子云将有望实现持续高增长。地方数据要素试点快速突破：公司与中国电子联合清华大学形成了制度、技术、市场三位一体的“数据安全与数据要素化工程总体方案，并且已在武汉、郑州、徐州、温州、德阳、大理等多个地市开展工程实践。其中德阳项目已取得阶段性成果，徐州数据金库（试点）作为全国建成的首个数据金库，已通过以院士为专家组组长的整体验收；由公司承担的《郑州市数据安全与数据要素化工程总体方案》整体通过专家评审。政务大模型产品持续落地：公司已发布基于大模型技术的“星

智 2.0 大模型行业智能平台”“星智政务垂直领域大模型”等系列产品，与北京市、上海市黄浦区、浙江省温州市等经济发达地区形成深度合作关系。定增坚定云数战略布局：公司拟定增募资 30 亿元，主要用于运营型云建设、分布式存储、高科技产业工程等，其中运营型云项目拟在武汉、深圳、上海、成都等地建设，面向政府、金融、能源、交通、教育等关键行业提供全数字基础设施，公司未来将持续加大投入云数战略布局。盈利预测与投资评级：我们维持公司 2023-2025 年 EPS 预测为 0.17/0.45/0.96 元，我们预计下半年随着信创和数据要素建设将推进中国电子云将实现高增长，看好公司基于国资云平台持续复制德阳模式，以及垂直大模型在政府和行业的应用，维持“买入”评级。风险提示：行业竞争加剧，政策推进不及预期。

(证券分析师：王紫敬 证券分析师：黄诗涛  
研究助理：张文佳)

### 爱尔眼科 (300015): 2023 年中报点评: 白内障业务表现亮眼, 利润率水平继续提升

**投资要点** 事件: 公司 2023 年上半年实现收入 102.52 亿元(+26.45%, 同比, 下同), 归母净利润 17.12 亿元(+32.61%)。单 Q2 季度, 公司实现收入 52.31 亿元(+32.81%), 归母净利润 9.31 亿元(+36.82%)。业绩符合预期。白内障受益于需求释放增速高达 60%, 视光业务仍然保持 31% 增长。2023H1, 公司实现门诊量 726.95 万人次, 同比增长 31.19%; 手术量 60.78 万例, 同比增长 36.62%。分业务看, 屈光收入 40.28 亿(+17.15%), 占比 39.29%(-3.12pp), 毛利率 57.72%(+0.03pp), 手术量保持快速增长的同时高端术式占比有所提高。视光收入 23.01 亿(+30.50%), 占比 22.44%(+0.70pp), 毛利率 55.24%(+1.55pp), 利润增长源自于离焦镜占比的提升。白内障收入 16.74 亿(+60.28%), 占比 16.33%(+3.45pp), 毛利率 37.48%(+1.60pp), 高增原因为经营规模及品牌影响力持续扩大, 同时疫情期间的就医需求得以释放。毛利率净利率继续提升, 管理费用率有所下降。2023H1, 公司实现毛利率 49.46%(+0.14pp), 销售净利率 18.87%(+1.27pp), 归母净利率 16.70%(+0.77pp), 扣非归母净利率为 17.16%(+0.11pp)。实现销售费用率 10.22%(+0.52pp), 主要原因为眼健康科普等宣教费用增加; 管理费用率 12.94%(-0.74pp), 研发费用率及财务费用率维持稳定, 分别为 1.44%(+0.03pp)、0.07%(+0.09pp)。增长蓄水池深厚, 龙头地位稳固。从规模看, 公司稳步实施“1+8+N”战略布局, 继续推进中心城市和重点省会城市的区域性眼科中心建设。截至 2023H1, 公司境内医院 229 家(上半年新增 14 家, 下同), 门诊部 168 家(新增 20 家), 医疗网络规模不断扩大。同时公司持续布局海外, 目前海外已有 124 家眼科中心及诊所(新增 6 家), 并与 STAAR Surgical、香港理工大学、德国 Care Vision 持续深化交流合作, 保证全球资源优势。盈利预测与投资评级: 考虑消费降级带来的屈光及视光业务增速放缓, 我们将 2023-2024 年公司归母净利润由 36.42/46.51 亿元调整至 35.32/45.31 亿元, 预计 2025 年为 57.09 亿元, 对应当前市值的 PE 为 48X/37X/29X, 维持“买入”评级。风险提示: 医院盈利提升不及预期的风险、医疗事故风险等。

(证券分析师: 朱国广 证券分析师: 冉胜男)

### 爱美客 (300896): 2023 中报点评: 收入+65%、净利润+65%, 业绩符合预期, 濡白天使保持快速放量

**投资要点** 事件: 2023H1, 公司实现营业收入 14.59 亿元(+64.93%, 表示同比增长, 下同), 归母净利润 9.63 亿元(+64.66%), 扣非归母净利润 9.34 亿元(+65.37%)。单 Q2 季度, 公司实现营业收入 8.29 亿

元(+82.6%)，归母净利润 5.49 亿元(+76.53%)，扣非归母净利润 5.47 亿元(+79.23%)。业绩符合业绩预告中值，整体业绩符合我们预期。二季度嗨体实现加速增长，濡白天使保持快速放量。1) 溶液类注射产品(主要包括“嗨体”系列)实现营业收入 8.75 亿元(+35.90%)，毛利率 95.10%(+1.03pp); 2) 凝胶类注射产品(主要包括濡白天使、宝尼达、逸美一加一、爱芙莱、爱美飞)实现营业收入 5.66 亿元(+139%)，毛利率 97.38%(+1.33pp); 其中我们估计“濡白天使”实现收入 2.1 亿元左右，同比增长 250%左右，环比 Q1 季度实现较快增长。公司于 2023 年 7 月 27 日进行“如生天使”新品发布，如生天使定位于浅层注射，在抗衰基础上实现轮廓提升和紧致，兼具填充与童颜再生效果; 在浅层注射上与濡白天使形成区隔与互补，能与濡白天使联合使用达到更高的求美者满意度。我们认为基于濡白天使的市场认知度和医生口碑客户基础，有望实现快速放量增长，有望为公司 2024 年及以后的业绩贡献新的增长点。毛利率净利率继续保持高位水平，储备产品助力未来增长。2023H1，公司毛利率 95.41%(+1.02pp)，净利率 65.86%(-0.99pp)。分季度来看，23Q1 毛利率 95.29%(+0.84pp)、23Q2 毛利率 95.51%(+1.18pp)，随着规模增长及高端产品占比提升，毛利率逐季提升。23Q1 净利率 65.54%(+0.51pp)、23Q2 净利率 66.10%(-2.34pp)，总体上净利率水平仍然呈现微幅提升趋势。2023H1 公司销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 10.22%/12.94%/1.44%，整体稳定。产品储备方面，注射用 A 型肉毒毒素已完成 III 期临床试验，我们预计有望于 2024 年下半年获批; 临床前项目去氧胆酸注射液、透明质酸酶、司美格鲁肽注射液，预期在 2023-2024 年提交临床试验申请。丰富的在研产品线，助力公司长期成长与竞争力。盈利预测与投资评级: 维持预计 2023-2025 年公司归母净利润为 19.67/28.05/39.44 亿元，对应当前市值的 PE 分别为 47/33/23 倍。维持“买入”评级。风险提示: 新产品市场推广或不及预期; 研发进展或不及预期; 疫情反复加剧的风险。

(证券分析师: 朱国广 证券分析师: 吴劲草

证券分析师: 汤军 证券分析师: 冉胜男 证券分析师: 张家璇)

**天山股份(000877): 2023 年中报点评: 水泥景气继续承压, 关注内部提效**

投资要点 事件: 公司披露 2023 年中报, 实现营业收入 534.4 亿元, 同比-18.3%, 归母净利润 1.4 亿元, 同比-95.9%; 单二季度实现营业收入 310.6 亿元, 同比-16.5%, 归母净利润 13.7 亿元, 同比-44.2%, 基本符合我们的预期。水泥、商混量价承压, 骨料产能释放带动销量较快增长: (1) 23H1 公司水泥及熟料业务实现营收 365.3 亿元, 同比-17.1%, 销量 12165 万吨, 同比-4.3%, 测算单吨均价为 300 元, 同比-47 元; 商混业务实现营收 130.3 亿元, 同比-23.6%, 销量 3375 万方, 同比-10.2%, 主要因上半年水泥需求低迷, 价格表现弱于季节性规律。

(2) 骨料业务实现营收 25.7 亿元, 同比+6.0%, 销量 6342 万吨, 同比+25.5%, 测算单吨均价 40 元, 同比下降 8 元, 主要得益于骨料产能投产爬坡, 2023 年上半年末骨料产能 2.3 亿吨, 较去年同期增加 0.4 亿吨。Q2 毛利率环比改善, 成本端受益煤价下跌。(1) 23H1 公司水泥及熟料业务毛利率为 14.5%, 虽然煤炭成本下降, 但水泥均价下行仍然带动公司毛利率水平下降-3.9pct, 测算吨毛利 43 元, 同比-20 元; 上半年商混、骨料单方/单吨毛利分别为 21 元/15 元, 同比下降 21 元/8 元。(2) 销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.2%/6.7%/1.7%/3.7%, 分别同比持平/+1.3pct /+0.7pct /+0.3pct, 对应单吨综合期间费用为 69 元, 同比增加 3 元, 管理费用率提升主要是由于办公、维修及停工损

失增加、折旧摊销费增加叠加营收下滑，研发费用率提升主要是由于新增研发项目，但财务费用总额同比减少 2.64 亿元至 19.79 亿元，得益于利息支出的压缩。(3) 公允价值变动净收益为 2.4 亿元，信用减值损失为 -1.9 亿元，其中应收账款/其他应收款坏账损失分别为 -1.3 亿元/-6194 万元；(4) Q2 单季综合毛利率为 18.5%，同比+0.4pct，环比 Q1+8.2pct，预计主要得益于水泥单吨毛利随着煤价下跌出现回升。现金流改善反映“两金”压减成效。(1) 公司现金流逆势增长，23H1 公司实现经营活动净现金流 86.1 亿元，同比+61.5%，明显好于利润表现，主要得益于存货和经营性应收项目的控制，反映公司“两金”压减的成效；(2) 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 50.2 亿元，同比-39.6%，资本开支力度放缓，池州骨料等项目持续推进；(3) 二季度末公司带息债务余额为 1113.7 亿元，环比一季度末+79.9 亿元；资产负债率为 67.8%，环比小幅提升 0.1pct。行业景气阶段性底部确认，逆周期调节加码与行业自律改善有望推动盈利底部回升。淡季水泥价格经历连续回落后，已处高成本企业现金成本线附近，短期行业供给主动收缩的力度在加强，行业自律改善，价格也有望确认阶段性底部，但反弹动力有待需求改善的支撑。中期来看，随着政治局会议强化逆周期调节力度，基建增量政策有望落地，支撑实物需求，叠加旺季需求季节性回暖，盈利迎来底部回升。盈利预测与投资评级：公司整合后持续开展精益生产、提效技改，可持续竞争力进一步增强，随着行业阶段性盈利底部确认，中期需求预期提振，估值有望迎来修复。基于地产投资下行压力加大，我们调整公司 2023-2025 年归母净利润至 23.0/27.9/35.3 亿元（前值为 48.5/67.6/82.8 亿元），维持“增持”评级。风险提示：水泥需求恢复不及预期；骨料业务扩张不及预期；房地产信用风险失控的风险；市场竞争加剧的风险。

(证券分析师：黄诗涛 证券分析师：房大磊  
证券分析师：石峰源 研究助理：杨晓曦)

### 上峰水泥(000672)：2023 年中报点评：水泥骨料业绩承压，新经济股权投资贡献收益

**投资要点** 事件：公司披露 2023 年中报，实现营业收入 32.1 亿元，同比-9.5%，归母净利润 5.3 亿元，同比-24.9%；其中单二季度实现营业收入 18.2 亿元，同比-11.3%，归母净利润 3.6 亿元，同比-2.0%，基本符合我们的预期。房地产市场继续底部调整，公司主营业务承压：

(1) 23H1 公司水泥及熟料业务实现营收 27.8 亿元，同比-4.5%，销量 997 万吨，同比+18.7%，测算单吨均价 279 元，同比-67.9 元；商混业务实现营收 7783 万元，同比-25.2%。公司在长江、西北区域市场份额稳定，新投产产线贡献部分销量，但上半年地产继续承压，水泥行业需求低迷，价格弱于季节性规律；(2) 骨料业务实现营收 2.2 亿元，同比-41.6%，销量 653 万吨，同比-15.0%，测算单吨均价 33.5 元，同比-15.3 元，销量与均价下滑主要是受到华东区域需求下降影响。

23H1 毛利率同比下降 8.0pct 至 29.8%，新经济股权投资开始贡献收益。(1) 23H1 公司水泥及熟料业务实现毛利率 26.1%，同比-5.7%，测算单吨毛利为 73 元，同比-37.4 元，降幅小于单吨均价降幅，主要是由于煤炭价格下降；(2) 23H1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.1%/9.4%/2.1%/0.6%，同比分别+0.4/+2.0/+1.7/+0.8pct；管理费用率上升主要是新投产子公司带来职工薪酬上升，资产规模扩大使得折旧摊销额提升，研发费用率上升主要是由于公司加大节能减排等研发投入；(3) 23H1 公允价值变动损益为 2.2 亿元，晶集成实现投资收益 2.0 亿元，截至二季度末公司新经济股权投资规模达 15.8 亿元；(4)

23Q2 毛利率和净利率为 32.4%、22.2%，环比 Q1 上升 6.1pct、10.9pct，预计得益于煤价下行水泥季度盈利回升。资本开支有所增长，带息债务与资产负债率略有提升。(1) 23H1 实现经营活动净现金流 31.5 亿元，同比下滑 15.5%，低于归母净利润降幅，主要是由于存货减少、应付项目增加；(2) 23H1 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 7.2 亿元，同比+27.8%，主要是都匀 4000t/d 生产线支出；(3) 二季度末公司带息债务余额为 43.5 亿元，环比一季度末+6.2 亿元，主要是公司中长期规划调整新增了长期融资比重，叠加新项目建设期末长期借款余额上升所致。中报资产负债率为 48.3%，环比一季度末+1.5pct。行业景气阶段性底部确认，逆周期调节加码与行业自律改善有望推动盈利底部回升。淡季水泥价格经历连续回落后，已处高成本企业现金成本线附近，短期行业供给主动收缩的力度在加强，行业自律改善，价格也有望确认阶段性底部，但反弹动力有待需求改善的支撑。中期来看，随着政治局会议强化逆周期调节力度，基建增量政策有望落地，支撑实物需求，叠加旺季需求季节性回暖，盈利迎来底部回升。盈利预测与投资评级：公司水泥及熟料主业盈利有望稳步改善，两翼业务贡献新增长点，随着阶段性盈利底部确认，中期需求预期提振，估值有望迎来修复。基于地产投资下行，我们调整公司 2023-2025 年归母净利润至 9.7/11.8/13.3 亿元(前值为 11.4/14.2/18.7 亿元)，维持“增持”评级。风险提示：水泥需求恢复不及预期；市场竞争加剧；行业竞合态势恶化的风险。

(证券分析师：黄诗涛 证券分析师：房大磊

证券分析师：石峰源 研究助理：杨晓曦)

### 山西汾酒 (600809)：2023 年半年报点评：清香势能释放，高质量增长延续

投资要点 事件：23H1 营收 190 亿元，同比+24%，归母净利润 67.7 亿元，同比+35%；23Q2 营收 63.29 亿元，同比+32%，销售收现 79 亿元，同比+35%，经营性现金流量净额 18 亿元，同比+55%，归母净利润 19.5 亿元，同比+50%。H1 省内表现亮眼，青花继续高增。截至 Q2 末合同负债 57.53 亿元，同比+9.09 亿元，经销商数量 3775 家，比年初增加 138 家，单个经销商收入贡献 500 万元左右，同比+20%，总体报表质量良好。更重点在于，H1 省内 75.37 亿元/+33.8%，比省外+18%更快，H1 中高档酒收入 139.9 亿元，占收入比重 70%+，1) 青花在老市场保持惯性势能，公司加大长江以南市场选商/优商/扶商工作力度(H1 增速超过+30%)，青花系列 H1 保持 30-40%高增，省内青 25 实现超过 60%的增速，复兴版控货提价 H1 同比+15%左右。2) 玻汾省外配额前置，进度较快，但动销优势显著且库存低，增速预计双位数左右。整体结构向上趋势不变。产品结构提升&费用管控严格，推动净利率提升。单 Q2 净利率同比提升 3.3pct 至 31% (H1 同比提升 2.8pct)，其中毛利率 77.8%，同比-0.6pct，主要系产品投放节奏(中低端增速更快)，H1 毛利率 76.3%，同比+0.4pct，仍保持提升；Q2 税金率 20%/同比-1.9pct (H1 基本持平 16%左右)；Q2 销售费用率 11.1%/同比-4.9pct (H1 销售费用率 8.99%/同比-3.7pct)，延续费用改革，如将部分费用转为模糊返利，确认节奏上或有部分后置。展望下半年，产品/区域节奏明确。产品端考虑到坚持青花汾酒战略&控玻汾的节奏，H2 更追赶其它品类进度，毛利率持续提升延续；费用端公司预计加码投放市场，以进一步提振动销和省外增速。公司当前库存逐步消化(反馈在 1-2M)、复兴版及青 20 的价格稳定、人员稳定，我们认为公司短期担忧逐步消退、产品势能周期、新兴区域高增扩张持续、费用投放逐步精细化管理，明后年 20%以上增速仍可期。盈利预测与



投资评级: 全年增长目标完成确定性较强, 我们维持 2023-25 年归母净利润为 105、131、160 亿元, 同比增长 30%、25%、22%, 当前市值对应 PE 为 27/21/18 倍, 维持“买入”评级。 风险提示: 宏观经济不及预期, 省外开拓不及预期, 食品安全问题。

(证券分析师: 汤军 证券分析师: 王颖洁)

### 昆仑万维 (300418): 2023 年中报点评: 前瞻布局 All in AI, 大模型及应用持续落地

投资要点 事件: 2023H1 公司实现营收 24.25 亿元, yoy+7.81%, 归母净利润 3.58 亿元, yoy-44.31%, 扣非归母净利润 3.12 亿元, yoy-55.15%。其中, 2023Q2 实现营收 12.08 亿元, yoy+14.34%, qoq-0.76%, 归母净利润 1.46 亿元, yoy-45.67%, qoq-31.09%, 扣非归母净利润 1.46 亿元, yoy-48.62%, qoq-11.73%, 业绩基本符合我们预期。 投资业务拖累利润表现, 海外业务稳健增长。2023H1 公司营收同比增长 7.81%, 但归母及扣非归母净利润同比下滑 44.31%、55.15%, 主要系以投资为主营业务的子公司的投资项目收益波动。2023H1 公司主营业务的投资收益和公允价值变动收益分别为-0.21、1.66 亿元, 合计较去年同期减少 3.06 亿元。不考虑投资项目波动, 公司经营性业务表现稳健, 2023H1 海外地区收入达 20.23 亿元, 同比增长 21.29%, 营收占比提升 9pct 至 83%, 海外业务布局正不断验证。此外, 公司现金流表现稳健, 2023H1 经营活动产生的现金流量净额为 5.33 亿元, 同比增长 29.76%。 Opera: 上调全年业绩指引, 多元产品矩阵逐步建立。Opera 延续强劲增长态势, 2023Q2 收入及经调整 EBITDA 均超过此前指引, 收入达 9413 万美元, yoy+21%, 收入同比增速已连续 10 个季度超 20%, 经调整 EBITDA 达 2047 万美元, yoy+24%。基于 2023Q2 的出色表现, Opera 上调 2023 年业绩指引, 收入由 3.73-3.90 亿美元上调至 3.80-3.90 亿美元, 经调整 EBITDA 由 0.77-0.83 亿美元上调至 0.80-0.84 亿美元。截至 2023/8/24, Opera 业务已覆盖广告、搜索、信息内容分发、AI 助手、元宇宙等多个领域, 其中 2023H1 推出的 AI 助手“ Aria”的用户数已突破 100 万, 元宇宙方面 GX.Games 上线游戏已超过 5000 款, 游玩次数超 4800 万次。我们看好 Opera 持续深化多元布局, 商业化潜力稳步释放。 AI 布局 ToB 与 ToC 并重, 前瞻布局步入落地阶段。公司于 2020 年起布局 AIGC 领域, 截至 2023Q2, 已累计投入上亿美元采购相关硬件设备, AGI 与 AIGC 板块团队规模近千人, 已率先形成 AI 大模型、AI 搜索、AI 游戏、AI 音乐、AI 动漫、AI 社交六大 AI 业务矩阵, 并逐步开始落地兑现。其中, 2023 年 7 月 14 日, 公司与映宇宙达成合作, 标志着“天工”大模型在互联网社交行业应用的落地, 8 月 23 日, AI 搜索产品“天工 AI 搜索”正式发布, 同时 AI 社交、AI 动漫产品预计于 2023 年内上线, AI 游戏预计于未来一年内正式上线。 盈利预测与投资评级: 考虑到投资业务波动, 我们下调全年盈利预测, 预计 2023-2025 年 EPS 分别为 0.98/1.08/1.20 元 (此前为 1.23/1.50/1.70 元), 对应当前股价 PE 分别为 34/30/27 倍。公司前瞻布局 AI, 具备先发优势, 我们看好其 AI 大模型及应用逐步落地, 打开业绩长期成长空间, 维持“买入”评级。 风险提示: 大模型进展不及预期, 市场竞争加剧, 国际形势变动风险

(证券分析师: 张良卫 证券分析师: 周良玖  
研究助理: 陈欣)

### 正帆科技 (688596): 2023 年中报点评: 新签订单加速增长, 大额公允价值变动收益增厚利润端表现

事件: 公司发布 2023 年中报。 Q2 收入端加速增长, 2023H1 新签订单加速放量 2023H1 公司实现营业收入 13.44 亿元, 同比+43%, 其

中 Q2 为 9.34 亿元，同比+61%，实现加速增长。我们判断一方面受益于半导体和光伏行业较高的景气度，公司工艺介质供应系统主业加速确认收入、延续高速增长；另一方面 Gas Box、电子气体等业务同样快速放量，贡献不俗收入增量。截至 2023H1 末，公司存货和合同负债分别为 29.44 和 18.48 亿元，分别同比+92%和+87%。公司 2023H1 新签合同 35.9 亿元，同比增长 79%，其中来自于半导体和光伏行业的新签合同分别同比增长 77%和 179%，来自半导体行业的新签合同占比达 49%。截至 2023H1 末，公司在手订单达到 56.3 亿元，同比+74%，在手订单饱满。随着在手订单陆续交付&收入确认，将保障公司 2023H2 及 2024 年收入端延续高速增长。大额公允价值变动收益增厚利润端表现，扣非净利率表现依旧出色。2023H1 公司实现归母净利润 1.50 亿元，同比+184%；实现扣非后归母净利润 7453 万元，同比+66%；销售净利率为 12.42%，同比+6.76pct，盈利水平大幅提升。

1) 毛利端：2023H1 公司销售毛利率为 28.38%，同比+2.2pct，我们判断主要系产品结构优化及规模化降本效应。2) 费用端：2023H1 公司期间费用率为 19.29%，同比+0.22pct，其中销售、管理、研发、财务费用率分别同比+0.32、-2.14、+1.54 和+0.50pct。3) 2023H1 公司公允价值变动收益达到 7681 万元，同比+7702%，大幅增厚公司利润空间，是销售净利率大幅提升的主要原因。若剔除非经常性损益影响，2023H1 公司扣非销售净利率为 5.54%，同比+0.79pct，同样取得明显增长。CAPEX 业务有望持续扩张，OPEX 业务有望加速放量

1) 工艺介质供应系统：若仅考虑半导体行业，我们估算 2023 年中国大陆工艺介质供应系统市场规模约 206 亿元。2022 年公司电子工艺设备收入 18.99 亿元，我们预估公司在本土市场份额不足 10%，成长空间依旧较大。2) Gas Box：若仅考虑半导体设备需求，我们预估 2023 年全球和中国大陆 Gas Box 市场规模分别达到 192 和 67 亿元。公司正在积极对接半导体&光伏设备客户，有望进入快速放量阶段。3) OPEX：

(1) 电子气体：公司是国内为数不多能稳定量产电子级砷烷、磷烷的企业之一，2022 年募投重点布局电子大宗气，实现产品和区域覆盖度拓展。(2) MRO：公司为本土少数具备 MRO 一站式服务能力的企业，后市场服务有望快速放量。(3) 前驱体：公司在铜陵电子材料生产基地投建的前驱体制造基地，将覆盖 20 余种前驱体产品，涉及硅基、金属基、High-K 和 Low-K 四大品类，目前正在客户导入阶段，预计 2024 年逐步达到量产。

盈利预测与投资评级：考虑到公司在手订单充足，以及 2023H1 存在大额公允价值变动收益，我们调整 2023-2025 年公司归母净利润分别为 4.34、5.82 和 7.78 亿元（原值 4.03、5.69 和 7.56 亿元），当前市值对应动态 PE 分别为 21、16 和 12 倍，维持“增持”评级。风险提示：下游资本开支下滑、市场竞争加剧、新业务开展不及预期等。

（证券分析师：周尔双）

**科济药业-B (02171.HK)：2023 年中报点评：BCMA CAR-T 即将获批，Claudin18.2 CAR-T 关键性临床进展顺利**

投资要点 事件：2023H1 公司经调整的净亏损 3.86 亿，去年同期亏损 3.53 亿，同比增加 0.33 亿，主要与多项 IIT 及注册性临床研究的开展相关。公司现金及现金等价物及银行存款总计 21.74 亿。泽沃基奥仑赛上市在即，商业化准备正在推进：血液瘤产品泽沃基奥仑赛注射液（Zevor-cel, CT053）多发性骨髓瘤（MM）适应症 ORR 高达 90%以上，CR 接近 80%，三级以上 CRS 发生率很低，具备一流安全性和有效性。2022 年 10 月 CDE 已受理 NDA，并将该申请纳入优先审评，预期 CT053 将于 2023 年底或 2024 年初获批上市。2023 年 1

月，科济药业与华东医药达成合作，共同推动 CT053 在中国获批及商业化，依赖华东强大的商业化能力，有望最大化 CT053 的商业价值。CT053 目前在北美正在进行 2 期临床试验，预计 2025H1 提交 BLA，计划开展早线治疗的临床探索。该产品从全球范围看临床数据优异，产品力强，国内及海外商业化前景好。实体瘤 CAR-T 数据亮眼，合作推动全球价值提升：CT041 是全球首个且唯一进入确证性 II 期临床的实体瘤 CAR-T 品种，针对 Claudin18.2 阳性晚期胃癌适应症。中国 Ib/II 期临床数据显示在三线晚期胃癌患者中 (n=14) ORR 高达 57.1%，mPFS 5.6 个月；美国的 Ib 期临床数据显示 5 位晚期胃癌患者的 ORR 高达 60%，胰腺癌患者的 DCR 为 80%。CT041 已于 2023 年 5 月启动在美国的 II 期注册性临床试验，用于二线及以后的胃癌/食管胃结合部腺癌；2023 年 8 月，宣布与美德纳合作研究 CT041 与美德纳的试验性 Claudin18.2 mRNA 癌症疫苗的组合效果，有望开辟全新的组合治疗方案。多项数据证明 CT041 的成药性，以及海内外人群数据的一致性，作为末线胃癌的突破性治疗产品，CT041 海外授权预期高，也是当前实体瘤 CAR-T 最有潜力的品种。科济具有自主病毒生产能力，为商业化提供充足支持：上海金山厂房可支持 2000 人产能，美国北卡工厂可支持 700 人产能，CAR-T 的商业化放量，产能的支持是关键，通过位于上海徐汇的临床生产厂房及位于上海金山的商业化 GMP 生产厂房，科济自主生产 CAR-T 细胞产品以支持中国的临床试验，并自主生产慢病毒载体以支持全球临床试验及未来商业化需求。科济强大的生产能力为其商业化提供充足的支持。盈利预测与投资评级：科济核心产品 CT041 和 CT053 具备全球竞争力，未来将进军中美欧市场。我们将 2023/2024 年的营收预测由 0.26/3.21 亿元，调整为 1.00/1.50 亿元，增加 2025 年预测值 3.60 亿元。公司下半年核心催化剂为可能的产品授权，以及核心产品 CT053 申报上市。维持“买入”评级。风险提示：研发进展不及预期；审批进程不及预期；商业化不及预期；国内外 CAR-T 竞争格局加剧；新技术开发失败的风险。

(证券分析师：朱国广)

### 恩捷股份(002812): 2023 年中报点评: 1H 份额受侵蚀业绩低于预期, 海外高增具备先发优势

投资要点 Q2 毛利率下降明显、业绩低于预期。23 年 H1 公司营收 56 亿元，同减 3%，归母净利 14 亿元，同减 30%；其中 23Q2 营收 30 亿元，同环比-5%/+17%，归母净利 7.6 亿元，同环比-32%/+16%，扣非净利 7.2 亿元，同环比-33%/+14%，毛利率 41.4%，同环比-10/-5pct，归母净利率 25.2%，同环比-10/-0.1pct，扣非净利率 23.9%，同环比-10/-1pct，低于市场预期。23H1 份额受侵蚀，出货量低于预期，全年下修至 55 亿平+。1H 公司隔膜收入 48 亿元，同比下降 4%，出货量我们预计为 21-22 亿平，同比下滑 5-10%。其中 23Q2 出货量我们预计为 11-12 亿平，环比增 20%左右，同比微降。1H 公司出货增速低于行业，主要由于干法国内份额提升 6pct 至 28%，而公司干法产能尚未投产，其次湿法二三线厂商放量侵蚀公司份额，1H 公司湿法份额下降 4pct 至 47%，因此公司整体份额下降 6pct 至 34%。23Q3 起公司接近满产，全年出货量我们预计为 55-60 亿平，同比增 15%-20%。随着年底公司干法产能逐步释放，24 年我们预计出货 80 亿平+，25 年我们预计出货 100 亿平+，可保持年均 35%增速。Q2 降价影响单平净利低于预期，但海外高增且维持高盈利水平。我们测算 1H 公司隔膜均价 2.4-2.5 元/平，较 22 年下降 5-10%，其中 Q2 降价体现更为明显。1H 公司隔膜利润 13.5 亿元，同比下滑 29%，单平利润 0.6 元/平，同比下滑 23%，我们预计 Q2 单平利润 0.6 元/平，环比持平。隔膜二三

线厂商扩产提速，产能过剩，价格仍逐季小幅下调，对公司盈利有所影响，但公司产能利用率提升及海外客户占比提升有所对冲。1H公司境外收入 10 亿元，同增 74%，占隔膜收入比重 21%，毛利率 49%，同降 5pct，远好于国内水平，我们预计海外占比仍呈逐步提升趋势，且 Q2 涂覆占比提升至 50%，其中一体化涂覆占 30%，增厚盈利。1H 其他业务利润下滑，Q2 财务费用大幅下降，存货维持合理水平。其他业务 1H 收入 7.7 亿元，同比增 6%，我们预计贡献 0.6 亿元扣非净利，同比-49%。23H1 费用率 13.6%，同增 5.3pct；其中 23Q2 费用率 11.1%，同环比+2.1/-5.4pct，其中财务费用率环比-4pct，贡献明显。Q2 末存货 27.33 亿元，较年初+11%，其中库存商品 13 亿元，较年初-11%。盈利预测与投资评级：考虑到行业竞争加剧，我们下修公司 23-25 年归母净利润预期至 36.92/48.63/65.83 亿元(原预期 52.29/70.41/91.43 亿元)，同比-9%/+32%/+36%，对应 PE 为 18x/14x/10x，考虑公司为隔膜行业龙头，给予 23 年 30xPE，对应目标价 113.4 元，维持“买入”评级。风险提示：销量不及预期，盈利水平不及预期。

(证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕  
证券分析师：岳斯瑶)

### 华凯易佰 (300592)：2023Q2 业绩点评：业绩持续超预期，看好公司效率持续提升

**投资要点** 事件：(1) 23H1 公司实现营业收入 29.92 亿元，yoy+52.10%；归母净利润 2.08 亿元，yoy+149.66%。(2) 23H1 易佰网络实现收入 29.81 亿元，yoy+52.11%；净利润 2.43 亿元，yoy+116.96%。(3) 23Q2 实现营收 16.13 亿元，yoy+56.31%；23Q2 实现归母净利润 1.32 亿元，yoy+171.43%；扣非归母净利润 1.20 亿元，yoy+166.41%；均实现大幅上涨。23Q2 三大主业实现持续高增长，其中亿迈平台增长亮眼，全年业绩表现值得期待。宏观环境相对稳定叠加公司规模持续扩张，推动净利率稳中有升：23Q2 公司实现净利率 8.75%，23Q1 公司实现净利率 6.2%，23Q2 增长 2.55pct，呈现稳定增长态势。全球宏观经济相对低迷，国际运费处于低位，大幅反弹拉升概率较小；外加人民币总体贬多升少出口利好，共同推动公司净利率保持稳定。在跨境电商行业扩张总体趋势下，公司逐步扩大规模，充分发挥规模效应，推动净利率拉升。半托管式亿迈平台增长亮眼，推动泛品业务 SKU 迅速增长：23H1 亿迈业务收入实现 3 亿元，超过 2022 年全年的 2.77 亿，根据公司 23 年中报业绩会披露的规划，亿迈 2023 年全年营收有望达到 8 亿以上且保持高增长态势。亿迈平台为中小商家提供半托管服务，实现 toB 销售后降低泛品存货及资金风险。此外，2023 年 H1 泛品业务 SKU 达到 90 万+，远超 2022 年 50 万+，低成本高效的 SKU 扩张得益于利用亿迈平台中小客户供应链，将其所有在售 SKU 都直接纳入产品库。公司产品库的扩大为未来泛品业务持续增长奠定了良好基础。精品业务坚持走相对高客单价战略，打造爆款单品：精品业务客单价明显提高，从 2022 年 300+元提升至 23Q2 的 500+元，带来更大毛利空间。并且，精品客单价在 500 元左右，总体属于高性价比产品，非常符合目前全球消费降级的趋势。在未来海外可能出现衰退的情况下仍然会保持较高的需求韧性。过去两年中，公司的精品团队逐步的走向成熟，仍然坚持走相对高客单价，SKU 数量较少，打造爆品的精品路线。盈利预测与投资评级：我们看好公司在跨境电商领域的竞争力，以及公司自身运营效率的不断提升。我们将公司 2023-2025 年归母净利润由 3.44/4.65/5.91 亿元调整至 3.95/5.38/6.88 亿元，当前市值对应 2024 年 PE 为 14 倍，维持“买入”评级。风险提示：海外需求下滑风险，AI 技术发展不及预期风险。

(证券分析师: 张良卫 研究助理: 何逊玥)

### 康诺亚-B (02162.HK): 2023 年中报点评: CM310 竞争优势不变, 肿瘤和自免产品组合高效推进

**投资要点** 事件: 公司 2023 年上半年, 收入为 3.27 亿元, 主要来源于阿斯利康的首付款收入, 研发费用为 2.5 亿元, 同比增加 52%, 主要与研发人员薪酬增加及多项研发项目及注册性临床研究的开展相关。康诺亚临床推进高效, 并开展重磅合作, 正在加速商业化进程。CM310 (IL4R $\alpha$ ) 两项适应症注册临床进展顺利, 2023 年商业化报产在即: CM310 首发适应症成人中重度特应性皮炎、慢性鼻窦炎伴鼻息肉全球患者人数超亿级, 市场空间庞大。CM310 于 2023 年 3 月完成针对成人中重度特应性皮炎的 III 期数据揭盲及统计分析, 主要疗效终点均达到, 目前处于安全性数据随访过程, 预计 2023 年底提交 NDA, 其 II 期临床数据展现出和当前唯一已上市同靶点药物 Dupilumab 单抗的强劲竞争力。慢性鼻窦炎伴鼻息肉的 II 期研究 CROWNS-1 数据发表于国际期刊, 其 III 期临床于 5 月完成入组, 有望于 2024H1 申报 NDA。此外, 2023 年 3 月已启动中重度哮喘关键 II/III 期研究, 由石药负责推进。中重度皮炎取得 FDA 临床许可, 未来有望通过适应症拓展及海外开发进一步拓宽 CM310 患者池。CM326 (TSLP) 临床试验高效推进, 与 CM310 形成互补, 进一步加深康诺亚在自免领域布局: CM326 为国内同靶点首批进入临床的药物, 竞争格局良好, 疗效有望超越美国已上市竞品。2023 年 6 月完成中重度 AD 患者 II 期临床入组工作。慢性鼻窦炎伴鼻息肉于 2023 年 2 月完成 Ib/IIa 期实验的入组工作, 体现出高效的临床执行能力。此外, 哮喘和 COPD 适应症也在布局推进, 由石药负责推进。双抗及 ADC 技术平台全面布局, 产品深入推动授权合作: 公司核心产品 CMG901 是全球首个获批进入临床的靶向 Claudin 18.2 的 ADC 产品, 2023 年 1 月 ASCO GI 会议报告了 901 的 Ia 期靓丽临床数据: 8 例二线及以上 Claudin 18.2 阳性 (表达量 >5%) 胃癌或胃食管结合部腺癌患者中 ORR=75%, DCR=100%, 并于 2023 年 2 月与阿斯利康订立全球独家许可协议, 临床推进和商业化得到背书。康诺亚基于自身新型 T 细胞重定向 (nTCE) 平台, 已研发出 3 款 CD3 双抗药物 (CD20-CD3 双抗—CM355、BCMA-CD3 双抗—CM336、GPC3-CD3 双抗—CM350), 均获批进入 I 期临床。CM313 (CD38 抗体) 于 2023 年 6 月在 EHA 大会上发布积极数据, ORR 达到 34.5%。生产能力扩容升级, 团队快速扩张: 公司拥有 30+ 款在研产品, 其中 9 款处于临床及注册临床阶段。截止年报员工数已接近 750 人, 其临床开发和运营以及 CMC 的生产员工均已经超过 250 人。公司生产基地的产能达到 18600 升, 为商业化推进做好准备。公司现金及现金等价物、定期存款及金融资产等合计 30 亿元, 能够支持康诺亚长期研发和经营。盈利预测与投资评级: 公司核心产品 CM310 具备较强的市场竞争力, 适应症具有较强的拓展性, 我们将 2023/2024 年的收入预测由 0/6.98 亿元调整为 4.00/3.49 亿元, 增加 2025 年预测值为 10.86 亿元。CM310 竞争优势不变, 其业绩未来增长空间大。维持“买入”评级。风险提示: 研发进展不及预期; 审批进程不及预期; 商业化不及预期。

(证券分析师: 朱国广)

### 亿纬锂能 (300014): 2023 年中报点评: H2 旺季出货预期高增, 大圆柱/LF560K 成效初显

**投资要点** 事件: 公司 23H1 营收 230 亿元, 同增 54%, 归母净利润 22 亿元, 同增 58%; Q2 营收 118 亿元, 同环比+44%/+5%, 归母净利润 10 亿元, 同环比+21%/-11%, 扣非净利 6.5 亿元, 同环比-15%/+5%, 毛

利率 15.1%，同环比-1/-2pct，归母净利率 8.6%，同环比-1.7/-1.6pct，业绩位于预告中值，符合预期，此外拟用 1.5-3 亿元回购公司股份，回购价不超 85.3 元/股。Q2 电池出货预计环增 30%，全年预计翻番增长。公司 H1 动力/储能电池收入 121/71 亿元，同增+72%/+120%，对应出货 12.7/9.0gwh，同增+79%/+102%。公司 Q2 动储预计出货 12-13gwh，同环比+100%/+30%，其中储能 5-6 月需求恢复，预计 Q2 出货 5gwh，环比提升 25%。Q3 公司排产大幅提升，储能发力明显，我们预计出货 20gwh+，环增 50-60%，全年预计出货 65-70gwh，同比翻番以上，其中储能 35gwh，同增 200%+，占比提升至 60%左右。新技术方面，大圆柱/LF560K 已获 5 年内意向性订单 472/140gwh，差异化路线成效初显。Q2 动力毛利率有所下行，H2 盈利预计稳中回升。公司储能 H1 均价 0.89 元/Wh，同比+9%，毛利率 15.6%，同比+15pct，单位毛利 0.12 元/Wh，其中 Q2 盈利相对稳定。动力 H1 均价 1.08 元/Wh，同比-4%，主要为国内客户占比提升，毛利率 14.1%，同比+0.4pct，单位毛利 0.14 元/Wh，环比持平，Q2 公司对国内车企有所让利，在锂价波动下，我们预计动力毛利率环比下降 2-3pct，叠加 Q2 电池均价下降 15%左右（碳酸锂降价+电池竞争加剧），我们预计 Q2 电池利润近 0.03 元/wh，环比下降约 15%，H2 公司出货环比大幅提升，且碳酸锂波动影响减弱，预计盈利稳中回升，全年单位利润预期 0.03 元/wh，合计贡献 20 亿元利润。Q2 消费电池环比持平，碳酸锂价格影响投资收益。消费电池 H1 收入 37 亿元，同减 19%，毛利率 21.3%，同减 4.4pct，我们预计消费电池 Q2 收入及利润环比微增，共贡献 2-3 亿元利润。思摩尔 H1 贡献投资收益 2.2 亿元，其中 Q2 贡献 1.3 亿元；碳酸锂及中游材料 H1 贡献投资收益 1.3 亿元，其中碳酸锂贡献 1.6 亿元，德邦亿纬亏损 2.0 亿元，我们预计碳酸锂及中游材料 Q1 贡献 1.5 亿元利润，Q2 亏损 0.3 亿元利润。盈利预测与投资评级：我们维持对 23-25 年归母净利 52.9/74.7/105.6 亿元的预计，同增 51%/41%/41%，对应 19/14/10x，考虑到公司 H2 旺季出货预期高增盈利回升，给予 23 年 30x，目标价 77.6 元，“买入”评级。风险提示：电动车销量不及预期，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）

### 江海股份（002484）：2023 年中报点评：业绩符合预期，市场拓展与降本增效并进

事件：公司发布 2023 年中报 23H1 业绩符合预期，毛利率同环比改善。23H1，公司实现营收 24.7 亿元，YoY+14%，归母净利润 3.6 亿元，YoY+21%；23Q2，公司实现营收 12.9 亿元，YoY+9%，归母净利润 2.1 亿元，YoY+14%。23Q2 毛利率为 26.7%，同比+1.2pct，环比+0.9pct，在电子行业下游景气度下滑背景下，公司通过化成箔成本改善、节能改造等方式持续降本增效，未来仍有成本优化空间，为业绩稳健增长奠定基础。受益新能源领域需求增长，三大电容业务梯次发力。23H1，公司铝电解/薄膜/超级电容营收分别达 20.0/2.0/1.0 亿元，yoy +12%/+39%/-5%，毛利率分别为 27.6%/20.6%/23.6%，yoy +1.6pct/-0.7pct/-5.5pct。1) 铝电解电容：公司大型铝电解电容全球产出第一位稳固，同时，小型电容切入笔电、服务器、安防设备供应链，成为新的增长极。2) 薄膜电容：公司按照镀膜、安规、针式、DCLink、AC、箱式、模组不同产品方向专业化布局，业绩拐点已形成，进入快速成长期。3) 超级电容：公司持续培育核心技术、拳头产品，在诸多新应用上已开启首台套研制并评价良好，超级电容业务未来增长可期。持续投入研发，为长期业绩提供持续充分增长动能。新技术研

发方面，公司不断提升三大电容产品性能，同时深化与高校科研院所合作，CPU、GPU 周边关键部件 MLPC 已取得技术性能突破，大规模应用指日可待，未来公司将强化在智能制造、新能源、电动汽车等成长型领域用高端电容器的研发，为长期业绩提供持续充分增长动能。  
 盈利预测与投资评级：公司营收增长稳健、费用管控持续优化，由于薄膜电容存在价格压力，超级电容市场发展低于预期，我们将公司 23-25 年的归母净利润由 8.74/11.46/14.56 亿元略微下调至 8.30/10.25/12.61 亿元，当前市值对应 PE 分别为 17/14/11 倍，维持“买入”评级。风险提示：薄膜电容客户导入不及预期；超级电容客户开拓不及预期；芯片缺货、疫情等因素影响下游市场需求。

(证券分析师：马天翼 证券分析师：鲍娴颖  
 研究助理：李璐彤)

### 金盘科技 (688676)：出海浪潮大幕拉开，AB 长单奏响序曲

投资要点 事件：与海外两大客户签订变压器中长期供货协议。1) 8 月 24 日发布公告，公司与海外客户 B 签订关于风能变压器的《供货协议》，有效期为 6 年，本协议未约定具体履约金额，但该客户在 2020-2022 年期间与公司签订订单金额累计超过 8 亿元。因全球风电装机持续增长，我们根据过去 3 年订单保守预估，客户 B 在未来 6 年订单额至少 16 亿元 (8 亿元 × 2)。2) 8 月 21 日公司发布公告，与海外客户 A 签署 2023-2028 年总计 10.8-14.4 亿元订单 (以 8 月 18 日 7.20 美元兑人民币汇率计)，年均约 2.2-2.9 亿元。金盘变压器出海逻辑持续演绎，海外供需的紧张以及海外客户对金盘的认可，已经初步用两大长单给出了证明：1) 欧美变压器需求高景气：欧美需求来自三点，第一是转型新能源带动风光储配套变压器需求，中长期时间节点明确；第二是美国制造业回流 (尤其是半导体、计算机等行业)、新增厂房拉动变压器需求；第三是电网老旧变压器改造需求。三大需求非偶发因素带来的，持续性强。2) 供给持续紧缺，交期不断延长。欧美本土变压器企业自给率不高，以全球变压器巨头 ABB、西门子、SGB 等大厂为主，当前 ABB、西门子等扩产意愿偏弱 (业务利润率低、成长性不足、决策链长等)，导致订单交期延长，变压器处于卖方市场——根据美国能源部 (DOE)，22 年公用事业单位反馈配电变压器的交期平均时间增加了 4 倍，从 3 个月延长到 1-2 年。而国内变压器企业出海面临渠道 (主要矛盾)、产品认证等多道门槛，历史上以国际贸易商间接出口为主，仅金盘直接对接终端，且其海口、桂林等工厂持续扩产能以承接海外订单。3) 公司在海外积淀深厚，充分受益于供需紧缺下的订单外溢。海外变压器巨头交期长+涨价，下游客户转向质量可靠、交期短、性价比高的中国供应商，金盘有望充分受益。公司 1998 年在纳斯达克 IPO，前期和西门子歌美飒、GE 等国际巨头合作，上市初已是风电干变全球龙一 (2020 年风电干变全球装机量份额达 21%)。各项布局齐全，渠道团队 “local for local”、本地人员比例高，墨西哥也有产能布局以降低关税。在当前供需紧张情况下，金盘干变、油变产品性价比高于 ABB、西门子等巨头，交期也更快。我们预计公司海外订单后续有望维持高增长，8 月的两大长单给出了需求持续性的初步证明，后续长单仍可期待。储能&数字化订单 H2 有望加速。1) 当前时点，市场对储能行业供给放量带来的竞争压力早已有预期，近年来公司储能项目早已开拓至海南省外，并在山西、湖南、福建加速落地工商业及大储项目，产品端涵盖液冷高压级联、低压储能。我们认为 H2 公司在省外有望持续斩获新订单。2) 数字化 H1 新增望变电气 7000 万订单 (专机设备、软件等)，后续有望向电力装备其他企业，乃至生物医药、物流仓储等行业延伸。盈利预测与投资评级：

我们维持公司 2023-2025 年归母净利润分别为 5.46/9.23/14.48，同比 +93%/+69%/+57%，对应 PE 分别 25 倍/15 倍/10 倍，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济下行、竞争加剧、原材料涨价超预期等。

(证券分析师：曾朵红 证券分析师：谢哲栋)

### 罗莱生活 (002293)：23 年中报点评：延续开店战略，Q2 业绩恢复至 21 年同期

**投资要点** 公司公布 2023 年中报：23H1 营收 24.56 亿元/yoy+3.12%、归母净利 2.85 亿元/yoy+27.69%，净利增幅超过收入、主因毛利率同比+2.17pct。分季度看，23Q1/Q2 营收分别同比-3.62%/+11.02%、较 21 年同期分别-6.0%/+0.8%，归母净利润分别同比+11.13%/+69.26%、较 21 年同期分别-3.1%/+7.8%，Q2 营收/归母净利均超过 21 年同期水平、净利增幅更大，主因新开店拉动收入增长、同时 23Q2 营业外收支较 21Q2 增多 1457 万元（23Q2/21Q2 分别为 556/-901 万元）。家纺直营增长较快，美国家具业务小幅下滑。1) 线上：23H1 收入同比+7.1%、占比 27.3%，毛利率同比+1.16pct 至 50.50%，电商渠道保持提价策略，收入恢复增长、毛利率进一步提升。2) 直营：23H1 收入同比+37.2%、占比 7.6%，截至 23H1 末直营门店 318 家、较 22H1 末净开 50 家、同比+19%，继续推进开店战略、在 22H1 低基数下实现较好修复。毛利率同比-0.62pct 至 66.2%，我们预计主因线下恢复经营后促销活动有所增加。3) 加盟：23H1 收入同比+6.3%、占比 35.2%，截至 23H1 末加盟门店 2374 家、较 22H1 末净开 124 家、同比+6%，开店带动收入增长。毛利率同比-1.20pct 至 44.4%，我们预计主因公司在消费偏弱环境下加大对加盟商的让利和支持。4) 美国家具：23H1 收入同比-6.6%、占比 21.6%，收入小幅下滑主因基数较高以及交付期波动造成的季度性短期变化。毛利率同比上升 4.69pct 至 36.9%，主因海运费下降、产品提价、人民币贬值。毛利率提升、费用率略增，存货小幅增加。1) 毛利率：23H1 同比+2.17pct 至 45.49%，主因高毛利直营渠道销售占比提升、低毛利美国家具业务占比下降。单季度看，23Q1/Q2 毛利率分别同比+2.17/+1.95pct 至 44.01%/47%。2) 期间费用率：23H1 同比+0.43pct 至 30.59%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.86/-0.74/+0.17/+0.14pct 至 22.46%/5.86%/2.58%/-0.31%，销售费用率提升主因直营开店相关费用增多、管理费用率下降主因中后台管理效率提升。分季度看 23Q1/Q2 期间费用率分别同比-0.23/+0.67pct，Q2 销售费用率有所提升。3) 归母净利率：结合毛利率、费用率变化以及资产减值损失缩窄（23H1/22H1 分别-4533/-5885 万元），23H1 归母净利率同比+2.23pct 至 11.58%。分季度看 23Q1/Q2 分别同比+1.90/+3.04pct 至 14.29%/8.83%，盈利水平显著恢复，Q2 归母净利率提升较多主因单 Q2 资产减值损失缩窄 2202 万元。4) 存货：截至 23H1 存货 15.69 亿元/yoy+4.68%，存货周转天数 215 天、较 22H1 增加 28 天，其中家纺存货在终端加大促销支持下有所下降、家具受发货节奏影响有部分积压。5) 现金流：23H1 经营活动现金流净额 3.01 亿元/yoy+1040%，主因收到销售货款增加；截至 23H1 货币资金 14.75 亿元，资金充沛。调整股权激励业绩考核目标，有利于激励员工积极性。2021 年公司推出限制性股票激励计划，业绩考核指标为：以 2020 年净利或收入为基数，21/22/23 年净利或收入增长率分别不低于 10%/21%/33%，其中 21 年达成考核指标、22 年因疫情影响未达成。考虑到环境发生较大变化，公司将 23 年考核指标进行调整：①以 2020 年净利为基数，23 年净利增速在低于 10%、10%~13%、13%~17%、17%及以上四个区间内分别可以解锁 0、50%、70%、100%解锁期股票（对应 23 年净利同比增速分别为低于 13.7%、13.7%~16.8%、



16.8%~21%、21%及以上); 或②以 20 年收入为基数, 23 年收入增速在低于 10%、10%~13%、13%~17%、17%及以上四个区间内分别可以解锁 0、50%、70%、100%解锁期股票(对应 23 年收入同比增速分别为低于 1.7%、1.7%~4.4%、4.4%~8.1%、8.1%及以上), 我们认为该调整有利于更好激励管理层积极性, 23 年业绩考核有望达成。盈利预测与投资评级: 公司为国内家纺龙头, 23H1 在国内消费弱复苏环境下继续推动开店战略, 收入小幅增长、毛利率提升带动下净利增幅较大, 其中 23Q2 业绩加速恢复、收入净利均已超 21 年同期。公司调整限制性股票激励计划后有利于更好激发员工积极性, 终端零售方面 7 月相对表现较弱, 8 月好于 7 月、较 21 年同期小幅提升, 我们维持 23-25 年归母净利润 7.20/8.17/9.17 亿元的预测、对应 PE 12/11/10X, 维持“买入”评级。风险提示: 经济及消费疲软、门店扩张不及预期等。

(证券分析师: 李婕 证券分析师: 赵艺原)

### 阳光电源(300274): 2023 年中报点评: 逆变器+储能出货高增, 盈利能力提升超预期

投资要点 事件: 公司发布 2023 半年报, 2023H1 营收 286 亿元, 同增 133%; 归母净利润 44 亿元, 同增 384%; 扣非归母净利润 43 亿元, 同增 438%。其中 2023Q2 营收 160 亿元, 同环增 108%/28%; 归母净利润 28.4 亿元, 同环增 481%/89%; 扣非归母净利润 28.2 亿元, 同环增 565%/94%; 公司业绩处于预告中值偏上, 超预期。2023Q2 逆变器出货环增 40%+、毛利率超预期提升。公司 2023H1 逆变器营收/出货为 116 亿元/50GW, 同增 84%/72%, 毛利率 39.5%, 同比提升 8.14%, 其中 2023Q2 营收/出货为 70 亿元/29GW, 出货环增 40%+, 其中海外占 60%; 量上主要系 2023 年货源缓解+公司品牌力强+地面领先优势, 同时加强中欧澳等渠道布局, 我们预计海外市占率有明显提升; 价格较稳+地面供货较紧+规模效应+运费下行+汇率因素, 毛利率同比大幅提升, 且 2023Q2 毛利率环增 1-2pct; 此外公司已研发 2000V 高压逆变器进一步助力降本增效, 全年预期出货 120-140GW, 同增 60%+。储能 2023Q2 出货环比翻倍、毛利率超预期提升、逐步成为最重要增长极。公司 2023H1 储能营收/出货为 85 亿元/5GWh, 同增 150%, 毛利率 30.66%, 同增提升 12.29%, 其中 2023Q2 营收/出货 49 亿元/3.5GWh, 2023Q2 毛利率环增 1-2pct, 出货环比约翻倍增长, 确收公司预计环比 50%+, 其中海外占比超 80%, 美国占比约 50%, 美国大储需求向好, 公司深耕美国多年进入收获期爆发式增长, 欧洲大储逐步起量, 澳洲出货高增长; 户储方面公司欧洲渠道库存较少, 保持增长, 全年公司预计出 16-20GWh, 同比翻倍以上增长, 其中户储出货公司预计 20-30 万套。顺应高增需求加速产能扩张, 当前正扩建 25GWh 产能, 2024 年底将达 55GWh, 2025 年产能将再增 50%, 逐步成为最重要的增长极。电站业务快速增长但盈利能力一般、下半年公司预计将有所改善。2023H1 电站 EPC 业务营收约 75.6 亿元, 同增 163%, 主要系分布式户用持续增长, 2023H1 户用开发约 2.1GW, 同增 250%, 2023H1 毛利率为 11.5%, 同降 4.2pct, 全年公司预计电站开发 6GW 左右, 同增 50%+。订单需求旺盛、经营质量高。公司 2023Q2 汇兑收益 4 亿元, 期间费用率为 8.9%, 同环降 5.1/4.1pct, 主要是规模效应和人民币贬值; 2023Q2 末经营性现金流 47.7 亿元, 同增 64 亿元, 经营质量高, 2023Q2 末存货 232 亿元, 较期初增长 22%, 主要系大储海外运输与交付存、电站集成开发有几个周期; 合同负债为 56.7 亿元, 较期初增长 50%, 说明订单饱满需求旺盛。投资建议: 我们预计 2023-2025 年归母净利 92.0/120.0/150.1 亿元, 同增 156%/30%/25%, 考虑公司为光储龙头, 储能出货环比翻倍, 给予 2023

年 30 倍 PE，对应目标价 186 元，给予“买入”评级。风险提示：竞争加剧，政策不及预期、汇率风险。

(证券分析师: 曾朵红 证券分析师: 陈瑶 证券分析师: 郭亚男)

### 华住集团-S (01179.HK): 2023 年中报点评: 营收、利润远超疫情前, Q3 有望继续兑现业绩

**投资要点** 事件: 2023 年 8 月 24 日下午, 公司发布 2023 年半年度公告, 2023H1 公司实现营收 100.10 亿元, 同比+65.1%, 归母净利润扭亏为 20.05 亿元。营收、净利润远超疫情前同期, 业绩向上弹性如期释放。2023Q2 公司实现营收 55.30 亿元, 同比+63.51%; 归母净利润扭亏为 10.15 亿元; Q2 公司整体经调整 EBITDA 为 18 亿元, 2019 年同期为 11 亿元。Q2 毛利率为 36.9%, 同比+25.2 个百分点, 归母净利率为 18.4%, 同比+28.7 个百分点, 盈利能力显著修复。分业务来看, 大陆部分实现营收 43 亿元, 同比+77%, 较 2019 年同期+53%; 实现归母净利润 9.9 亿元, 同比+149%, 较 2019 年同期+61% (若扣除 2019 年非经营性收益, 实际+237%)。海外部分实现营收 12 亿元, 同比+19%, 较 2019 年同期+29%; 基本实现盈亏平衡。大陆业务规模扩张及中高端化结构调整, 带动 RevPar 持续走高。截至 2023Q2 大陆业务总客房数达 81.8 万间, 同比+9%, 较 2019 年同期+77%; 其中直营房量 8.7 万间, 较 2019 年同期-0%, 直营营收较 2019 年同期+25%; 加盟房量 73.1 万间, 较 2019 年同期+94%, 加盟营收较 2019 年同期+124%。直营、加盟营收增速均优于房间量增速, 系结构优化及议价能力提升驱动, 中端及以上品牌的房量占比从 2019 年同期的 43% 提升至 2023Q2 的 54%, 经济型/中高端同店 RevPar 分别从 2019 年同期为 171/272 元提升至 2023Q2 的 192/309 元。暑期出行旺季将带动公司 Q3 业绩进一步提升。2023 年 7 月全国铁路/民航客运量为 4.06/0.62 亿人次, 比 2019 年同期增长 14%/5%, 暑期长途出行全面超越疫情前水平, 酒店景气度维持高位, 公司有望进一步释放业绩弹性。根据公司业绩指引, 2023Q3 预期收入同比增长 43%~47%, 倒推可得 Q3 公司 RevPar 较 2019 年恢复程度与 Q2 持平。盈利预测与投资评级: 华住集团作为酒店行业龙头, 品牌、流量、技术打造竞争壁垒, 管理文化赋能业务发展, 在疫情期间逆势扩张, 市场格局显著向好。由于 Q3 暑期旺季公司有望进一步兑现业绩, 调整华住集团盈利预测, 2023-2025 年归母净利润分别为 35.7/40.1/44.6 亿元 (前值为 35.1/39.0/46.0 亿元), 对应 PE 估值为 33/29/26 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 行业竞争加剧, 门店增长不及预期等

(证券分析师: 吴劲草 证券分析师: 石旖璿)

### 科锐国际 (300662): 2023 年中报点评: Q2 业绩环比有所恢复, 静待企业招聘端复苏

**投资要点** 2023 年 Q2 业绩端环比有所恢复: 公司于 2023 年 8 月 24 日晚披露 2023 年中报, 2023 年 H1, 公司实现收入 47.5 亿元, 同比+7.9%, 实现归母净利润 9752 万元, 同比下滑 25.9%, 扣非归母净利润 7074 万元, 同比下滑 37.25%。单拆 Q2, 公司实现收入 23.6 亿元, 同比+6.6%, 实现归母净利润 6422 万元, 同比下滑 18.4%。灵活用工业务收入稳定增长, 招聘业务受宏观环境影响有波动: 分业务类型来看, 灵活用工收入 43.3 亿元, 同比+12.95%, 中高端人才访寻 2.35 亿元, 同比下滑 38%。招聘流程外包收入 3446 万元, 同比下滑 47%, 技术服务收入 2346 万元, 同比+50%。分区域来看, 海外重要控股子公司 investigo 收入同比增速 15.7%。2023 年 Q2 毛利率同比有所下滑: 2023 年 Q2 公司毛利率 8.1%, 同比下滑 1.9pct, 销售费用率 2.07%,

同比-0.23pct, 管理费用率 2.6%, 同比+0.1pct。其中分产品来看, 2023 年 H1 灵活用工毛利率 6.22%, 同比下滑 0.89pct。技术研发类岗位外包人数占比进一步提升: 2023 年 H1, 公司灵活用工业务累计派出人数 20.4 万人次, 截至 2023 年 6 月末, 公司在册外包员工 3.27 万人, 按岗位类型来分类, 技术研发类岗位在职人数占比 57.73%。从客户结构来看, 2023 年 H1, 公司产生服务收入的客户数量达到 4457 家, 其中外资/合资企业客户收入占比 24.57%、民企客户收入占比 62.75%、政府机关/国有/事业单位客户收入占比 12.68%。平台化建设卓见成效, 触达客户同比增长显著: 公司通过垂直招聘平台、产业互联平台、SaaS 技术平台触达各类客户 3.07 万余家, 同比增长 47.25%; 运营招聘岗位 17.6 万余个, 同比增长 131%; 链接生态合作伙伴 11.6 万余家, 同比+42.3%。盈利预测与投资评级: 科锐国际在灵活用工领域有深厚的行业经验和丰富的行业资源, 市场化运营机制灵活, 效率较高, 2023 年 Q2 业绩反馈仍在复苏中, 我们下调 2023-2025 年归母净利润从 3.52 亿元/4.64 亿元/6.05 亿元下调至 2.5/3.7/4.7 亿元, 最新股价对应 2023-2025 年 PE 分别为 27/19/14 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 招聘恢复不及预期, 灵活用工恢复不及预期等

(证券分析师: 吴劲草 证券分析师: 谭志千)

#### 华虹半导体 (01347.HK): “闲置资金现金管理”事件点评: 扩产周期较长, 不改变募集资金用途

**投资要点** 事件: 公司登陆科创板, 发布公告称, 计划使用最高余额不超过人民币 210 亿元的闲置募集资金进行现金管理, 公司将按照相关规定严格控制风险, 使用部分闲置募集资金购买安全性高、流动性好的低风险现金管理产品 (包括但不限于协定存款、通知存款等存款产品), 且该等现金管理产品不得用于质押, 不用于以证券投资为目的的投资行为。公司 2023 年第二季度实现营收 6.314 亿美元, 同比增长 1.7%; 归母净利润 0.785 亿美元, 同比下降 6.4%。公司营收维持了环比持平, 利润端出现了较大幅度环比下滑, 导致投资者担忧后续景气度, 近期股价跌幅较大。同时, 投资者对公司现金管理的行为存在一定争议。项目投资需要时间周期, 现金管理不改变资金用途。晶圆代工行业为重资产行业, 本身建厂所需资金体量庞大。同时, 募集资金投资项目建设需要一定周期, 短期难以完全投入使用, 会造成部分资金沉淀。根据募集资金投资项目建设进度 (具体可参考此前 12 寸厂的建设), 现阶段募集资金在短期内出现暂时闲置的情况。公司本次授权暂时闲置募集资金进行现金管理的最高额度, 非实际现金管理金额。公司将严格执行募集资金使用计划, 在确保不影响募集资金投资项目建设计划的前提下进行现金管理, 未改变募集资金的使用计划, 并非长时间的资金闲置, 有利于提高资金使用效率, 符合公司和全体股东的利益。静待半导体周期回暖, 仍然看好长期前景。基于晶圆厂的悲观指引, 半导体行业短期陷入低谷, 投资人信心低迷。我们认为行业周期左侧触底是共识, 只是弱需求影响对未来的预期。随着人工智能/先进计算/边缘侧等新终端或应用的兴起, 整体终端仍有望增长。随着需求的逐步恢复, 以及基数的降低, 后续 ASP 提升及毛利率改善仍可期待。盈利预测与投资评级: 结合下游需求及公司扩产进度, 维持 2023-2025 年归母净利润为 2.22 亿美元、3.09 亿美元、4.16 亿美元, 同比分别-51%、+39%、+34%。对应现价 (8 月 24 日收盘价) PE 分别为 19 倍、14 倍、10 倍, 对应现价 (8 月 24 日收盘价) PB 分别为 1.0 倍、0.9 倍、0.9 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 行业需求不及预期风险, 无锡厂爬坡慢于预期风险, 毛利率改善弱于预期

风险，中美贸易摩擦加剧风险

(证券分析师: 张良卫 证券分析师: 卞学清)

**顶点软件 (603383): 2023 年中报点评: 业绩符合预期, A5 渗透与金融信创加速共振**

**投资要点** 中报业绩符合预期,各业务稳步推进: 1)上半年收入 2.81 亿 (yoy+22.03%), 归母净利润 0.62 亿 (yoy+74.80%), 扣非归母净利润 0.54 亿 (yoy+79.56%); 2) Q2 收入 1.5 亿 (yoy+14.4%), 归母净利润 0.39 亿 (yoy+19.34%), 扣非归母净利润 0.37 亿 (yoy+24.18%)。证券新交易体系、数智运营、财富管理、机构服务、大资管、数据应用等业务线均保持快速增长。其中部分注册制系统改造相关订单收入确认有延后,为行业普遍情况,我们维持全年盈利预测。金融信创推进加速, A5 进入快速推广期: 我们观察到,下半年以来行业信创大单频出,如麒麟软件中标邮政集团 6 万套服务器操作系统、中信银行 65 亿信创基础设施大单等。相比 79 号文要求的 2027 年全面替代时间点,部分金融机构有望在 2025 年前推进实质性替换,金融信创在力度和节奏方面都有显著加强。公司新一代核心交易系统在先发优势和技术路线方面实质性领先,上半年 A5 交易系统还在华宝证券、麦高证券、华鑫证券等客户上线。在未来的金融信创窗口期,顶点软件有望凭借产品力的代际优势,弯道超车切入更多增量客户,并以点带面实现全业务的市占率提升。财务指标: 盈利能力、现金流均有改善。1) 盈利能力: 上半年公司毛利率 69.12% (yoy+1.16pcts), 净利率 21.37% (yoy+7.24pcts), 净利率变化主要源于股权激励摊销费用减少 (2022 年约 2500 万,今年预计 1000 万左右)。2) 费用率: 上半年销售/管理/研发费用率 13.93%、18.84%、26.37%, 分别 yoy+1.85pcts、+3.98pcts、+1.72pcts。3) 现金流: 上半年销售商品、提供劳务收到的现金 2.01 亿 (yoy+50.41%), 经营活动现金流净额-1.01 亿 (比去年同期-1.34 亿、一季度-1.18 亿均有改善)。盈利预测与投资评级: 考虑到金融信创的带动以及证券 IT 行业的快速发展,我们维持 2023-2025 年收入预测 7.9/10.2/13.0 亿元; 归母净利润预测 2.3/3.1/4.0 亿元, yoy+39.7%/+33.6%/28.2%; 分别对应 EPS 1.36/1.81/2.32 元, 对应 47/35/27 倍 PE。维持“买入”评级。风险提示: 下游行业压缩 IT 开支; 市场竞争加剧; 信创推进不及预期

(证券分析师: 王紫敬 证券分析师: 李康桥)

**福斯特 (603806): 福斯特 2023 年中报点评: Q2 盈利修复+市占率提升, 行业底部彰显龙头优势**

**投资要点** 事件: 公司发布 2023 年中报, 2023H1 营收/归母净利/扣非净利 106/8.9/8.2 亿元, 同比+17.8/-16.3/-17.8%, 其中 2023Q2 营收/归母净利/扣非净利为 57/5.2/4.8 亿元, 同比+11.1/-27.5/-30.4%。2023H1 毛/净利率 14.6/8.3%, 同比-5.4/-3.4pct, 其中 2023Q2 毛/净利率 16.6/9.1%, 同比-6.2/-4.8pct, 环比+4.3/+1.7pct。2023H1 经营活动现金净流出 18.90 亿元, 同比-50%, 2023Q2 期间费用率 4.5%, 环比减少 0.1pct, 信用减值 1.68 亿元, 主要是应收账款坏账减值。公司会计准则严格于行业水平, 后续收回账款后将冲回减值, 考虑减值冲回, 业绩超预期。2023H1 胶膜盈利回升、看好全年盈利持续修复。公司 2023H1 胶膜出货 9.67 亿平, 同增 57.2%, POE 类占比超 40%。2023Q2 胶膜出货约 5.1 亿平, 同环增 52%/10%, 市占率环比提升, 测算均价 10.1 元/平, 同环比-26%/+5.8%, 单平净利约 0.9 元, 考虑减值冲回约 1.2 元, 分别环比增加约 2/5 毛, 盈利环比修复明显, 主要系高价库存降库+产品结构优化。2023Q3 EVA 粒子价格重回上升通道+组件排产提升, 胶膜顺价通畅, 我们预计 2023Q3 量利将进一步环比提升。展

望全年，2023年N型电池技术快速渗透，我们预计全年渗透率将升至30%+，公司针对不同技术路线均充分布局，其中应用于0BB技术的连接膜已正式出货。我们预计2023-24年底公司胶膜产能达25/30亿平，2023年出货20亿平+，POE类占40%+，盈利更优且成本稳定的POE类出货增长将进一步提振盈利。新材料多业务并进、步入全面发展阶段。公司新材料业务持续景气：1) 2023H1背板出货8.3亿平，同比增加47%，我们预计背板业务将继续稳扎稳打，全年出货2亿平+，同比增加60%+；2) 2023H1感光干膜营收2.17亿，同降6%，对应出货0.54亿平，同比持平，主要受全球消费电子需求下滑影响，我们预计后续随AI、5G、智能车等增长热点推动需求提升，公司2023年出货增速有望提至30-50%；3) 2023H1功能膜业务迅速勃发，其中铝塑膜已顺利导入赣锋电子、诺威科技等客户，2023H1出货414万平，同增78%，热法/干法均批量出货，正式进入放量阶段，我们预计全年出货1000万平+，同增67%+；水处理膜差异化道路获得下游认可，未来随公司不断改进优化，有望快速完成0-1进程，助力公司形成多维并进的全面化发展阶段。盈利预测与投资评级：基于胶膜竞争加剧，我们下调2023年盈利预测，我们预计2023-2025年公司归母净利润25.0/36.5/47.8亿元（前值2023年为28.2亿元），同比增加58%/46%/31%，基于公司胶膜龙头地位，我们给予公司2023年30xPE，对应目标价40.3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）

### 时代电气(03898.HK): 2023H1业绩点评: 轨交业务微增, 新兴装备业务持续高景气

投资要点 2023H1 营收同比+31.3%，归母净利润同比+35.2%，营收利润符合预期。公司2023H1实现营收85.7亿元，同比上涨31.3%；归母净利润11.5亿元，同比上涨35.2%。毛利率为31.1%，同比下降3.1pcts；净利率为13.9%，同比上升0.4pcts。新兴装备业务：IGBT仍然高增，留意24年降价风险。2023H1，公司新兴装备业务营收37.5亿元，同比增长105.1%，其中功率半导体实现营收13.8亿元，同比增长78.8%。此外，新能源电驱收入8.3亿元，同比增长91.3%；工业变流实现营收9.4亿元，同比增长187.3%。工业变流等下游表现亮眼，超过我们此前预期。也应注意到，公司整体功率业务环比增速出现放缓（考虑到产能爬坡已经到较高水位），24年增速可能将出现一定程度下行。轨交装备业务：基建大年，开启缓慢复苏。2023H1，公司轨交装备业务营收46.9亿元，同比增长2.0%。其中，轨交电气装备业务出现同比正增长，符合年初以来的轨交复苏节奏。公司同时在积极开拓海外市场业务。2023年有望见到招标重启，带来需求高增。特斯拉碳化硅方案未定，IGBT及碳化硅灵活调配。公司IGBT三期线扩产进展顺利，碳化硅23年有望在部分细分领域拓展。公司可灵活调配未来产能，同时受益两种技术路线的发展。央企价值重估大年，核心资产值得重视。我国对于科技创新高度重视，随着新一轮国企改革的开启，叠加中国特色估值体系的提出，优质国企资产将迎来价值重估机遇。公司作为老牌央企，在轨交装备、新兴装备均拥有强竞争优势，传统业务估值较低，有望受到市场关注。盈利预测与投资评级：公司业绩符合预期，考虑到23年业绩兑现节奏，已经24年后可能出现的降价，我们上调2023年归母净利润预测分别为29.7亿元（+0.6亿元），下调2024-2025年预测为31.4亿元（-1.2亿元）33.5亿元（-1.2亿元），同比分别+16%、+6%、+7%，对应现价（8月24日

收盘) PE 分别为 11.9 倍、11.3 倍、10.6 倍, 维持“买入”评级。风险提示: IGBT 业务拓展不及预期风险, 宏观经济及行业政策变化风险, 关联交易占比较高风险

(证券分析师: 张良卫 证券分析师: 卞学清)

**惠泰医疗 (688617): 2023 年半年报点评: 23H1 业绩超我们预期, 看好电生理进口替代加速**

**投资要点** 事件: 23H1 实现收入 7.88 亿(+41.81%), 归母净利润 2.57 亿(+62.01%), 单 23Q2 收入 4.38 亿(+51.05%), 归母净利润 1.55 亿(+68.04%)。23H1 实现毛利率 71.73% (+1.35pct), 净利率 32.06% (+5.2pct), 单 23Q2 收入利润均超我们预期。电生理集采后进口替代加速。23H1 公司在超过 400 家医院完成三维电生理手术 3,500 余例, 电生理产品目前覆盖医院 800 余家。2022 年福建 27 省电生理带量采购中, 公司电生理产品全线中标, 根据医疗机构的预报量数据显示, 公司产品需求量名列前茅。公司国际业务整体呈现良好的增长趋势。公司 PCI 自主品牌同比增长 96.29%; EP 自主品牌同比增长 98.09%; 国际 OEM 同比增长 77.95%; PCI 自主品牌及 EP 自主品牌增长强劲。公司冠脉产品线持续升级, 外周介入产品线进一步完善。截至报告期末, 导引延伸导管(二代)、双腔微导管、高压球囊扩张导管等获得注册证, 穿通导管、血栓抽吸导管(二代)、复杂病变导丝等产品已进入注册发补阶段, 血管内回收装置、球囊微导管等产品已进入注册审查阶段。外周领域外周球囊扩张导管等产品已获得国内注册证。在研项目颈动脉球囊扩张导管、溶栓导管、支撑导管、胸主动脉支架等产品已进入注册发补阶段, 弹簧圈等已进入注册审查阶段。在研项目脉冲消融导管、脉冲消融仪、高密度标测导管、压力射频仪和压力感应消融导管已进入临床随访阶段。公司规模优势逐步体现。23H1 公司扩容和优化电生理耗材产线, 产能同比扩大 50%以上。公司自主研发的专用设备占比呈逐步上升趋势, 较 2022 年底, 各主要成品产线效率提升 10%, 半成品生产工序效率提升 15%。实现了导管装配、鞘组装配、内包装作业、外包装作业产线自动化生产。同时, 公司不同产品工序投入机器人达到 32 台, 生产自动化范围不断扩大, 已经从主产品工序扩充到辅助工序。盈利预测与投资评级: 考虑到公司规模效应体现, 我们上调 23-25 年归母净利润由 4.85/6.52/8.79 亿为 5.13/6.93/9.21 亿, 当前股价对应 PE 40/29/22x, 维持“买入”评级。风险提示: 集采降幅超预期, 手术量不及预期, 竞争加剧风险等。

(证券分析师: 朱国广)

**招商积余 (001914): 2023 年中报点评: 经营稳健外拓发力, 增值服务齐头并进**

**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 69.8 亿元, 同比增长 23.6%; 归母净利润 4.2 亿元, 同比增长 26.7%, 业绩符合我们预期。营收业绩高增, 毛利率稳中有升。2023 年上半年公司营收同比增长 23.6%, 其中物业管理业务营收 66.9 亿元, 同比增长 23.0%; 资产管理业务营收 2.8 亿元, 同比增长 30.6%。收入同比增长主要由于: 1) 原有物业管理项目增长、新拓展市场化物业管理项目增加及公司收购的积余新中、积余汇勤两家控股子公司于 2022 年下半年内并表; 2) 在管商业运营项目增加带来收入增长以及 2022 年同期公司减免租金。利润率方面: 公司 2023 年上半年毛利率为 13.3%, 同比提升 0.6pct; 其中物业管理业务毛利率为 11.6%, 同比提升 0.4pct。费用率方面: 2023 年上半年管理费率为 3.4%, 同比下降 0.2pct。市场规模化开拓效果显著, 持续深耕非住业态。截至 2023 年 6 月 30 日, 公司在管项目 2011 个, 较 2022 年底新增 127 个; 管

理面积增长至 3.3 亿方，其中来自第三方项目的管理面积占比 66.4% 达 2.2 亿方。公司不断加大市场拓展力度，2023 年上半年实现新签年度合同额 18.9 亿元，同比增长 18.3%；其中第三方项目新签年度合同额 16.5 亿元。公司持续深耕非住业态，第三方项目新签年度合同额中非住业态占比 94.2%；新增办公类、园区类、政府类项目上百个，核心业态如金融、互联网、航空、高校、医院、城市服务类项目拓展表现强劲。增值服务迅速发展，多条业务线齐头并进。公司到家汇云平台的企业商城、个人商城、资源运营三条核心业务线齐头并进，2023 年上半年营收达 2.5 亿元，同比增长 22.6%；实现平台交易额 5.1 亿元，同比增长 36.8%。“办公集采”升级为“招商易采”目录采购平台，已服务集团企业客户超 2,000 家，拓展非住 B 端客户外部市场，上半年新增客户 361 家。商业运营业务加速扩张，持有物业稳健经营。截至 2023 年 6 月末，公司旗下招商商管在管商业项目 61 个（其中招商蛇口持有的项目 53 个），较去年同期增加 14 个；管理面积 346.0 万方，同比增长 48.4%。公司持有型物业总可出租面积为 48.9 万方，总体出租率为 97.0%。盈利预测：公司背靠龙头央企开发商，内生外拓齐发力，在管规模稳健增长，增值服务多条业务线稳步发展。我们维持其 2023-2025 年归母净利润 7.7/9.5/11.6 亿元的预测，对应的 EPS 为 0.72/0.90/1.10 元，对应的 PE 为 21.2X/17.1X/14.0X，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；市场化拓展不及预期；收并购投后管理不及预期。

（证券分析师：房诚琦 证券分析师：白学松

证券分析师：肖畅）

### 富途控股 (FUTU)：2023 年中报点评：高利率环境助力业绩高增，国际化战略蹄疾步稳

**投资要点** 事件：富途控股发布 2023 年中期业绩，公司 23H1 实现营收 49.85 亿港元，同比增长 47.14%，实现净利润 23.11 亿港元，同比增长 90.47%；其中 23Q2 营收同比+42.26%至 24.85 亿港元，净利润同比+74.47%至 11.20 亿港元，业绩符合预期。利息收入大幅提升，经纪业务收入稳中有增：1) 高利率环境及两融业务回暖驱动利息收入高增。2023H1，富途利息收入同比增长 125.8%至 27.0 亿港元，是驱动公司业绩提升的主要动力。一方面，得益于美元持续加息背景下的高利率市场环境，公司银行存款利息收入增长迅速。另一方面，公司两融业务回暖，23H1 末两融业务余额较 22H1 增长 18%至 340 亿港元，两融资产占客户资产比重由 22 年末的 6.4%提升至 7.3%。2) 佣金率提升助力经纪业务收入保持稳定。2023H1，富途平台交易额同比下滑 18%至 2.2 万亿港元，但综合佣金率同比由万分之 7.5 提升至万分之 9.3，导致公司经纪佣金及手续费收入同比+1.5%至 20.3 亿港元。积极进军海外市场，用户规模持续扩张：2023 年 5 月 16 日，富途控股宣布将从中国境内应用市场下架富途牛牛应用，跨境证券业务整改正式落地。为持续扩张业务范围，公司国际化步伐进一步加快。2023 年 5 月 16 日，富途控股旗下马来西亚全资子公司从马来西亚证监会获得了资本市场服务牌照的原则性批准，公司正式新增马来西亚作为东南亚新据点。2023 年 8 月 4 日，富途旗下子品牌 moomoo 正式上线加拿大市场。受益于国际化战略持续发力，公司获客情况良好。截至 2023H1，富途注册用户数/开户客户数/有资产客户数分别达到 2,053/340/159 万人，分别同比+10%/+12%/+14%。财富管理业务维持高增，企业服务业务稳步推进：1) 23H1 高利率环境下货币基金吸引力提升，带动富途财富管理业务规模大幅增长。截至 2023H1，富途财富管理业务 AUM 达到 435 亿港元，较上年同期增长 99%。2) 富途

控股旗下企业与机构服务品牌富途安逸深耕 B 端业务。23H1 富途共承销 18 个港股 IPO 项目，在券商行业排名第一，在 23H1 港股募资额 top10 的 IPO 项目中，有 8 个项目由富途担任承销商。同时，截至 23H1，富途 ESOP 总客户数达到 683 家，同比增长 32%。盈利预测与投资评级：我们预计公司 2023-2025 年净利润分别为 40.65/45.99/50.72 亿港元（2023-2024 年前值分别为 38.09/46.87 亿港元），对应增速分别为 38.88%/13.13%/10.29%，对应 2023-2025 年 EPS 分别为 29.19/33.02/36.42 港元，当前市值对应 2023-2025 年 PE 估值分别为 13.11x/11.59x/10.51x。公司中长期成长空间可观，维持“买入”评级。风险提示：1）监管趋严抑制业务创新；2）行业竞争加剧。

（证券分析师：胡翔 证券分析师：朱洁羽 证券分析师：葛玉翔）

### 英伟达 (NVDA)：FY2024Q2 点评：营收利润再超预期，指引强劲，大额回购彰显信心

投资要点 业绩概览：整体业绩再超市场预期。公司 FY2024Q2 收入 135 亿美元，同比+102%，环比+88%，超过市场一致预期的 112 亿美元。Non-GAAP 净利润 67.4 亿美元，同比+422%，环比+148%。实现 GAAP 毛利率 70.1%，同比+26.6pcts，环比+5.5pcts。AI 算力为疲弱经济下一抹亮色，高增长仍将持续数个季度。FY2024Q1 业绩会上，管理层指引下一季度（FY24Q2）营收 110 亿美元，最终兑现 135 亿美元，进展大超预期。市场也从年初担忧数据中心下滑，转为关注 AI 大模型进展。管理层再次给出 F24Q3 强劲的营收增长指引（160 亿美元），超出此前海外投资者预期，符合部分国内投资人的乐观预期；NON-GAAP 毛利率再次上升，达到 71.2%，并指引下季度继续提升。数据中心业务 A100/H100 的放量已然兑现。新产品矩阵强大，数据中心高增长。公司本季度先后推出 GH200、L40S 等新产品，生成式人工智能是大势所趋，云客户对于 AI 基础设施需求强劲，且从 Q2 即开始兑现。Q3 指引环比增速达到 18.5%，我们认为短期瓶颈还在供给端，后续几个季度的增长仍然值得期待。游戏业务略超预期，PC 有望复苏。FY2024Q2，公司游戏业务收入 24.9 亿美元，同比+22%，环比+11%，超过市场预期。英特尔等开始展望 PC 需求回暖，我们认为公司后续有望受益于游戏行业景气度上行。汽车业务略低于预期，Orin 芯片需求持续增长。FY2024Q2，公司汽车业务收入 2.53 亿美元，同比+15%，环比-15%，智能驾驶需求仍然强劲。小鹏 G6 宣布采用公司 Orin 芯片。此外，公司专业可视化业务 FY24Q2 收入为 3.79 亿美元，同比-24%，环比+28%。盈利预测与投资评级：由于 AI 算力投资已进入兑现阶段，行业需求超预期，我们将公司 FY2024-2026 年收入由 435/507/532 亿美元调整至 541/800/874 亿美元；将公司 FY2024-2026 年 NON-GAAP 净利润预测由 188/236/245 亿美元调整至 256/385/405 亿美元，对应 FY2024-FY2026 年 PE 为 45/30/29X，维持“买入”评级。风险提示：AI 技术发展不及预期风险，技术风险，盈利预测上调过于乐观风险

（证券分析师：张良卫 证券分析师：卞学清 研究助理：何逊玥）

### 中国中免 (601888)：2023 年半年度报告点评：毛利率环比回升，有望迎来政策拐点

投资要点 事件：2023 年 8 月 24 日下午，公司发布 2023 年半年度报告，2023H1 公司实现营收 358.58 亿元，同比+29.7%，归母净利润 38.66 亿元，同比-1.8%，扣非归母净利润 38.54 亿元，同比-1.9%。营收、利润基本符合预期。单第二季度来看，2023Q2 公司实现营收 150.9 亿



元，同比+38.8%；实现归母净利润 15.7 亿元，同比+13.9%；扣非归母净利润 15.6 亿元，同比+13.9%。营收、利润基本符合预期，国内旅游市场恢复带动线下销售持续增长。毛利率边际回升，净利率略下滑。2023Q2 毛利率为 32.8%，环比提升 3.8 个百分点，恢复至 2022 年以来较高水平，或可归因于免税销售折扣收窄及汇率变动。Q2 销售费用率为 14.8%，同比+10.8 个百分点，环比+4.9 个百分点，系国际客流恢复带动机场租金上涨，2023Q2 北京首都机场/上海浦东+虹桥机场/广州白云机场的国际客流平均恢复至 31.0%，其中北上广分别为 23.9%/40.8%/42.0%。2023Q2 公司的归母净利率为 10.4%，较 2023Q1 环比-0.7pct。海南赴岛游维持高景气，国际客流持续爬坡。2023 年 7 月海口美兰机场/三亚凤凰机场的旅客吞吐量恢复至 2019 年同期的 105%/118%，赴岛游持续高景气，驱动海南离岛免税销售额增长。国际客流持续爬坡，2023 年 7 月，北京首都机场/上海浦东+虹桥机场/广州白云机场国际+地区航线旅客吞吐量恢复至 2019 年 34.2%/59.7%/55.6%，第三批出境团队游名单公布，未来随着国际航线的持续恢复，国际客流有望带动口岸免税销售额增长。盈利预测与投资评级：未来市内免税店政策落地、海南客流维持高景气、国际航线的恢复有利于旅游零售行业市场规模扩张再次提速。中免市场地位稳固，中长期看好中国中免作为旅游零售龙头受益市内免税店政策和出境游的逐步恢复。维持公司 2023-2025 年盈利预期，归母净利润分别为 70.95/102.49/126.35 亿元，对应 PE 33/23/18 倍，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济风险、居民奢侈品消费意愿不足的风险、海南自贸港建设进度不及预期、行业竞争加剧的风险等。

(证券分析师：吴劲草 证券分析师：石旻瑄)

#### 紫光国微 (002049)：2023 年中报点评：营收同增 28.56%，整体经营业绩持续保持增长

事件：公司发布 2023 年中报：2023 年上半年实现营收 37.35 亿元，同增+28.56%；归母净利润 13.92 亿元，同增+16.22%。投资要点 营业收入同增 28.56%，研发投入同增 62.36%。公司 2023H1 实现营收 37.35 亿元，同比增长 28.56%，2023Q2 实现营收 21.94 亿元，同比增长 40.31%，主要系集成电路业务规模的增长、销售量的增加所致。2023H1 归母净利润 13.92 亿元，同比增长 16.22%，2023Q2 实现归母净利润 8.08 亿元，强势带动 2023 年上半年归母净利。2023H1 毛利率 64.75%，归母净利率 37.28%；2023Q2 毛利率 63.42%，净利率 37.06%，主要因高毛利的集成电路与非电信类智能卡芯片业务带动，毛利率些微下滑但总体盈利能力仍较强。2023 年上半年，公司持续加大研发投入，研发投入达 7.56 亿元，同比增长 62.36%，研发能力强。回购股份，新股东全力推动股权激励。公司完成债务重组后，由国有控股变为无实控人，为股权激励提供了前提条件。新股东智广芯注重企业培养和稳定人才，将帮助公司尽快实施股权激励并完善激励机制。公司于 2023 年 3 月 30 日宣布使用自有资金回购超 3 亿元的公司股票并于 2023 年 7 月 4 日回购股份方案已实施完毕，用于股权激励或员工持股计划，激励方案有助于提高员工的业务水平和工作效率，为公司长期发展带来更多创新和竞争力。国内特种集成电路领先企业，国产替代需求与产能提升双助推。公司是国内最早从事特种集成电路研发设计的企业之一，在研发能力、客户资源和核心技术等方面形成了体系化的竞争优势，公司以特种 SoPC 平台产品为代表的系统级芯片已得到用户认可，三代、四代的产品已完成研发，开始进行推广。特种集成电路具备倍增装备效能的能力，目前国内自主研发比例较低，市场需求大，随着十四五信息化建设的推进，公司业绩有望进一步提升。

盈利预测与投资评级：考虑到公司在国内特种集成电路的领先地位，以及特种集成电路的降价压力，我们维持先前的预测，预计 2023-2025 年公司归母净利润为 32.53/42.50/52.43 亿元，对应 PE 分别为 22/17/13 倍，维持“买入”评级。风险提示：1) 产品研发、技术更新失败导致风险；2) 营收账款回收不及时；3) 市场竞争。

(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>