

# 东吴证券晨会纪要

## 东吴证券晨会纪要 2023-08-29

### 宏观策略

2023年08月29日

#### 宏观周报 20230827: 下调印花税率: 秤砣虽小, 但是否能压千斤?

近日证监会公开表示“已关注到市场对调降证券交易印花税税率的呼吁和关切”, 新一轮印花税调整政策终于在今天“千呼万唤始出来”。历次印花税率改革如何展开? 改革政策推出后对股市活跃度的刺激作用又有多大? 以史为鉴, 历次印花税率调整均发生在股市过热或过冷的情况之下, 政策推出后极短期内可以对股市起到一定提振作用, 但资本市场信心的完全恢复仍需更多政策的释放。本周高频数据显示, 车市热度不减, 假期收尾为出行热度再“充电”; 三线城市引领新房销售小幅回暖, 而二手房销售表现略显逊色。高温下的工业生产难逃放缓节奏, 但建筑业生产形势有改观、汽车业继续在高温之际“迎难而上”。受地产链利好政策不断影响, 国内工业品价格普涨。票据利率临近月末回升。风险提示: 政策定力超预期; 出口超预期萎缩; 信贷投放不及预期。

晨会编辑 张良卫

执业证书: S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

#### 宏观点评 20230827: 印花税下调与政策接力

今天市场久盼的印花税下调终于落地。从本周五三部门(住建部、人民银行、金融监管总局)9年来首次推动取消“认房又认贷”, 到当前财政部15年来首次调降印花税呼应证监会“活跃资本市场”。我们终于看到部委间通过政策协同形成合力, 以兑现中央“提振经济和恢复信心”的顶层设计。从当前来看, 我们认为“活跃资本市场一揽子措施”+“一揽子地方化债方案”+“房地产政策的优化调整”构成了下半年政策发力的主线, 随着这三大政策的同步推进, 市场从政策底—市场底—经济底的进程也有望加速。风险提示: 政策定力超预期; 政策效果不及预期; 欧美提前陷入显著衰退, 出口超预期萎缩。

#### 宏观点评 20230826: Jackson Hole 会议, 鲍威尔“透露”了什么?

同样的“鹰”派发言, 不一样的市场反应。去年 Jackson Hole 会议上, 美联储主席鲍威尔十分钟的“鹰派”发言吓崩美股, 当日下跌 3.4%。而在本次会议上, 市场吸取了去年的教训, 提前开始“鹰派”定价, 所以相比于去年整体显得更加淡定与从容。市场也并未对此次鹰派的言论“伤得太深”, 讲话 20 分钟后, 标普 500 跌幅仅在 0.2% 左右。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, 政策被迫提前转向, 美国银行危机再起金融风险暴露。

### 固收金工

#### 固收点评 20230828: 特殊再融资债券或将重启, 分配机制及区域额度或为几何?

投资建议: 整体而言, 受限于全国地方债务限额管控, 大部分地区所取得的特殊再融资债券额度对其隐债负担的变化影响不大, 可见各地方政府的化债措施不能仅依靠特殊再融资债券予以置换, 真正实现隐债清零、避免发生系统性金融风险的目标仍需各地政府统筹全局, 牢牢把握建立核心产业提升自身财政经济实力以及全力支持当地城投平台市场化转型两

项长期化债方针。风险提示：债务率测算误差；政策落地超预期。

**固收周报 20230827：2023 年 9 月流动性是否存在压力？**

2023 年 9 月流动性是否存在压力：从实体经济角度而言，超额准备金是真正意义上的“高能货币”。(1) 2023 年 9 月外汇占款环比减少约 23 亿元，对流动性略有负面影响。(2) 8 月以来，在政府债发行提速背景下，资金利率震荡上行，叠加 8 月 15 日央行下调 7 天逆回购利率 10BP 以及月中缴税因素，资金利率曾一度高于政策利率，随着缴税高峰过去，截止 2023 年 8 月 24 日，DR001 和 DR007 分别为 1.58% 和 1.78%，重回政策利率以下。从公开市场操作来看，8 月央行共计净回笼 1460 亿元。2023 年 8 月 15 日，央行继 6 月降息后进一步下调政策利率，分别将 MLF 和 OMO 利率下调 15BP、10BP。8 月 21 日，1 年期 LPR 下调 10BP，而 5 年期以上 LPR 与上期持平。此次 LPR 非对称降息更多出于稳定银行净息差的考虑。(3) 2023 年 9 月财政存款净减少 5400 亿元左右。(4) 2023 年 9 月 M0 环比增加 2100 亿元左右。(5) 2023 年 9 月法定存款准备金约增加 2200 亿元。考虑财政存款、现金走款和银行缴准因素后，2023 年 9 月不存在流动性缺口。从央行未下调 5 年期以上 LPR 的谨慎操作来看，缓解商业银行息差压力将成为后续政策的主要着力点，预计下半年央行会进一步引导存款利率下行，同时不排除下半年降准的可能，流动性总体宽松。美国 7 月房地产市场持续回暖，耐用品订单大幅下滑，美债收益率和美联储加息路径未来预计如何变化。(1) 7 月美国新屋销售超预期创新高，房地产市场复苏。(2) 当前美国成屋库存水平处于历史低位，导致购房者涌入新屋市场，刺激新屋建设。(3) 7 月美国耐用品订单创三年最大跌幅，引发市场对高利率导致制造业衰退的担忧。(4) 鲍威尔认为目前通胀存在不确定性，将在必要时候继续加息。短期来看，通胀虽有下降但仍远高于目标水平。短期美债收益率反弹回升概率犹存；中期来看，美联储货币政策将会趋于谨慎与灵活，我们认为中期 10 年期美债国债收益率或将维持筑顶格局，顶部存在被突破风险的同时，中期看向 3.5-4.0% 区间震荡。

**固收点评 20230826：绿色债券周度数据跟踪（20230821-20230825）**

本周（20230821-20230825）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 23 只，合计发行规模约 339.20 亿元，较上周增加 232.35 亿元。绿色债券周成交额合计 536 亿元，较上周增加 44 亿元。

**固收点评 20230826：二级资本债周度数据跟踪（20230821-20230825）**

本周（20230821-20230825）银行间市场及交易所市场共新发行二级资本债 2 只，发行规模为 78.00 亿元，较上周增加 68.00 亿元。二级资本债周成交量合计约 1361 亿元，较上周增加 3 亿元。

**行业**

**国防军工行业跟踪周报：军工行业的温故知新与变量前瞻**

相关标的：增量订单、增量资金、主题优势是军工行业核心逻辑的三点驱动力：中期调整中有增量订单的方向，属于增量资金配置权重的个股，以及在军工的强优大中特估国家安全中最先受益的央企军工标的。四个条线值得关注：(1) 军工集团下属标的兼顾改革增效可挖掘的点：中航西飞、江航装备、中航沈飞、中航高科。(2) 新订单、新概念、新动量：北方导航、七一二、航天电子。(3) 超跌上游反弹布局：中简科技、铂力特、华秦科技、菲利华、航宇科技、火炬电子。(4) 中国推动沙伊和解后

效逐渐形成新的全球地缘格局之下的军贸拳头产品的相关总装企业：北方导航、中国船舶、中船防务、中国动力、中国重工。 风险提示：业绩不及预期风险、改革不及预期风险。

**汽车周观点：回调已充分，坚定拥抱【AI 智能化+出海】**

投资建议：回调已充分，坚定拥抱汽车【AI 智能化+出海】两条主线！短期板块因市场对淡季 8 月数据产生的干扰+电动车价格战的担忧+中报业绩的担心导致汽车板块总体有些回调。但我们认为这波回调是布局汽车 2023Q4 和 2024 年优质标的良机。2023H2 价格战相比 2023H1 是【更有效的竞争】，最终会加速新能源汽车渗透率上升。 n 主线一【拥抱 AI+汽车智能化】：战略看多 H+A 股整车板块！港股整车优选【小鹏+理想+蔚来】等，A 股整车优选【长安汽车+比亚迪+长城/广汽/上汽等】。零部件三条布局思路：1) L3 智能化核心受益环节：域控制器（德赛西威+均胜电子+华阳集团+经纬恒润）+线控底盘（耐世特+伯特利+拓普集团）+软件算法/检测（中国汽研等）等。2) 华为汽车产业链标的。整车及零部件合作伙伴（长安+赛力斯+江淮+奇瑞/瑞鹤模具）。3) 以特斯拉产业链为代表的电动化核心硬件。T 链（拓普集团+旭升集团+新泉股份+爱柯迪+岱美股份+嵘泰股份等），一体化/车灯/座椅（文灿股份+星宇股份+继峰股份）。 n 主线二【拥抱汽车出海大时代】：优选技术输出的客车板块（宇通客车+金龙汽车），其次高性价比的重卡板块（中集车辆+中国重汽）+两轮车（雅迪控股/爱玛科技/春风动力）。 n 风险提示：全球经济复苏力度低于预期，L3-L4 智能化技术创新低于预期，全球新能源渗透率低于预期，地缘政治不确定性风险增大。

**商贸零售行业跟踪周报：A 股主要黄金珠宝公司 2023Q2 延续了较好的业绩表现，关注黄金珠宝投资机会**

2023 年以来，黄金消费保持了较高的景气度，加盟商也重回正常开店节奏。我们预计未来头部品牌的市场份额还将进一步提升。推荐老凤祥、潮宏基、周大生、周大福、中国黄金，建议关注：菜百股份。

**非银金融行业跟踪周报 20230821-20230827：建议配置对政策宽松看涨期权的非银板块**

投资建议：券商：1) 投资端改革深化背景下，财富管理市场受益，首推【东方财富】。2) 行业整体杠杆率抬升预期下，推荐【中信证券】、【中金公司】，建议关注【华泰证券】。3) 交易端优化、资本市场提振预期及 AI 大趋势下，推荐【同花顺】、【指南针】，建议关注【财富趋势】、【顶点软件】。保险：当前应优选资产端具备弹性潜力的标的，推荐【新华保险】和【中国人寿】。 风险提示：1) 宏观经济不及预期；2) 政策趋紧抑制行业创新；3) 市场竞争加剧。

**保险 II 行业深度报告：重疾费率涨幅差异显现，销售难度略增但格局改善——揭开新预定利率产品面纱（保障篇）**

预定利率下调后使得重疾险费率提升，销售难度略增但格局或改善。由于预定利率的下降会使得长期险费率上行，考虑到当前重疾险新单仍处于行业下行期，费率变贵或将雪上加霜，同时，当前低利率环境下，居民超储需求外溢至储蓄型保险业务。考虑到实际费率涨幅低于我们测算的毛保费涨幅，我们预计新预定利率重疾产品新业务价值率或有轻微下行，但中小公司竞争情况边际好转，中小机构费率涨幅大于头部公司。下一阶段可以关注定期重疾险产品的开发和销售。 投资建议：花开堪折直须折，莫待无花空折枝。作为顺周期，保险板块充分受益于长端利率向上+权益

市场回暖+地产政策缓释，当前市场关注下半年队伍增员情况和 2024 年开门红产品及策略布局。个股推荐：首推资产端弹性标的中国人寿和新华保险，推荐中国太保和中国平安。 风险提示：预定利率下调后重疾险费率提升使得销售难度增加、重疾险销售持续低迷、寿险业转型持续低于预期。

**建筑材料行业跟踪周报：强势股纷纷补跌，逐渐布局中期**

周观点：本周美元延续强势，但商品和海外股市大面积翻红。人民币汇率在央行的干预下转升，但股市延续下跌。我们认为主要是国内各项刺激政策雷声大雨点小，落地低于预期。对于巴西金砖峰会召开时，建筑央企普遍大跌。我们认为主要是今年存量博弈行情下强势股的补跌，海外业务进展依旧向好。强势股的补跌意味着短期底部，下周行情或存在反弹。中期底部仍在反复，一方面是政策落地进度，另一方面是美元加息节奏。目前站在新一轮周期面前，我们认为择股思路也要从存量博弈转向增量价值，积极布局能上调业绩的方向，例如，出口链的一带一路方向，消费中的部分消费建材和家居家电，投资链的洁净室工程等。 1、中短期在下半年欧美加息周期结束后，全球需求或将进入新一轮向上期。中长期一带一路和 RCEP 地区的工业化有望推动其城镇化，成为未来十年全球需求的最大增量来源。两个维度择股，一带一路和 RCEP 区域收入占总收入的比例以及本土化的能力。结合本土化的情况，推荐米奥会展、中材国际，中国交建。 2、在强力政策作用下，国内地产的螺旋下滑态势必将得到遏止。我们预计地产销售端最快将在四季度企稳，投资端和主体信用端在明年企稳。对于地产链而言，需求的压制或将持续一年，但供给端出清带来的格局改善已经开始反应，部分超预期的赛道值得关注，例如瓷砖。工程端经营方式从重收入转向重回款，短期仍将影响收入和利润率。零售端建材和家居家电的业绩兑现能力更强。推荐伟星新材、东鹏控股、蒙娜丽莎、坚朗五金、东方雨虹、旗滨集团，建议关注江山欧派。 3、非地产链条中，长期看好产业升级或节能减碳类投资需求。当前来看，半导体国产化进程加速推进，洁净室工程供给持续紧张，推荐圣晖集成、再升科技，建议关注柏诚股份。 风险提示：地产信用风险失控、政策定力超预期。

**医药生物行业跟踪周报：医药政策已现积极信号，股价底部明显**

本周、年初至今医药指数涨幅分别为-2.62%、-13.42%，相对沪指的超额收益分别为-0.45%、-12.60%；本周医疗服务、化药及中药等股价跌幅较小，医药商业、生物制品及器械等股价跌幅较大；本周涨幅居前力生制药（+13.68%）、通化金马（+11.40%）、钱江生化（+9.30%），跌幅居前人民同泰（-22.04%）、贝瑞基因（-17.78%）、万泰生物（-17.43%）。涨跌表现特点：小市值医药个股跌幅比大市值个股更为明显，其中医疗服务也出现明显补跌。 自免和皮肤科慢性病市场广阔，长期看好。我国类风湿关节炎患者约 600 万人，IgA 肾病约 200 万人，系统性红斑狼疮约 100 万人，患者人群很大，然而我国自身免疫疾病领域创新药的渗透率很低。随着医保的覆盖、国内患者负担能力的提升，以及医生/患者对生物制剂的认知提升，在中国市场治疗风湿免疫疾病的靶向生物药具有较大的增长潜力。我们对自免领域创新药全球销售额进行统计，我们发现当前销售增速最快的几个自免产品有，JAK1 抑制剂、IL4Ra 单抗、IL23 单抗、FcRn 等。

从国产新药研发进展来看，目前 JAK1 抑制剂研发进度最快的是泽璟制

药和瑞石生物，均处于申报上市阶段；IL4Ra 单抗研发最快的是康诺亚，处于 III 期临床阶段；IL23 单抗进度最快的是康哲药业，于今年 5 月份获批上市；FcRn 拮抗剂进度最快的是再鼎医药与 argenx 合作开发的艾加莫德 α 注射液，于今年 6 月国内获批上市。

**电力设备行业跟踪周报：锂电需求依然弱复苏、光伏组件价格启稳**

电气设备 7834 下跌 5.4%，表现弱于大盘。本周（8 月 21 日-8 月 25 日，下同）发电及电网跌 2.44%，核电跌 4%，新能源汽车跌 4.34%，电气设备跌 5.4%，光伏跌 5.53%，锂电池跌 6.42%，发电设备跌 7.31%。涨幅前五为赢合科技、晓程科技、恒润股份、台海核电、炬华科技；跌幅前五为摩恩电气、恩捷股份、智云股份、天奈科技、泰永长征。

**建筑装饰行业跟踪周报：地产政策持续放松，期待稳增长政策发力**

周观点：继续推荐关注建筑央企国企改革、中特估和一带一路主线下的投资机会：（1）7 月基建投资增速环比有所放缓，地产投资端压力仍然较大，7 月建筑 PMI 环比回落，政策发力和积极性预期继续升温，我们预计后续稳增长政策有望继续发力，期待更多增量政策工具落地，此前国务院和住建部相继出台了城中村改造和促进家居消费等方面的政策；国企改革深化持续推进，2023 年国务院国资委开始试行“一利五率”指标体系，提升净资产收益率和现金流考核权重，将指引建筑央企继续提升经营效率；结合此前证监会提出的探索建立中国特色估值体系，建筑央企有望迎来基本面和估值共振，我们继续看好估值仍处历史低位、业绩稳健的基建龙头企业估值持续修复机会，推荐中国交建、中国建筑、中国电建、中国铁建、中国中铁等。（2）“一带一路”方向：二十大报告提出共建“一带一路”高质量发展，将进一步深化交通、能源和网络等基础设施的互联互通建设，开展更大范围、更高水平、更深层次的合作，为建筑央企参与一带一路沿线市场打开更大空间，今年以来我国与“一带一路”沿线国家贸易保持较快增长，一带一路沿线国家的基建需求也有望提升；今年是一带一路倡议提出 10 周年，第三届“一带一路”高峰论坛将在今年举办，近期金砖国家宣布扩员，金砖合作开启新起点，未来预计更多合作和政策支持有望出台，海外工程业务有望受益，多个国际工程公司上半年海外订单高增，后续有望逐渐兑现到业绩层面。建议关注国际工程板块，个股推荐中材国际，建议关注中工国际、北方国际、中钢国际等。（3）需求结构有亮点，新业务增量开拓下的投资机会：在双碳战略、绿色节能建筑等政策推进下，装配式建筑、节能降碳以及新能源相关的基建细分领域景气度较高，有相关转型布局的企业有望受益。推荐铝模板租赁服务商志特新材；建议关注装配式建筑方向的鸿路钢构。风险提示：地产信用风险失控、政策定力超预期、国企改革进展低于预期等。

**环保行业跟踪周报：核废水排海加强核污染防治&检测需求，现金流改善+价格改革+核心资产盘活价值重估**

日本启动福岛核废水排海，关注核污染防治&检测板块需求释放。日本 8 月 24 日启动核废水排海，预计持续 30 年。经 ALPS 处理的核废水已去除大部分放射性核素（氚除外），排海的核废水中仍存在氚、碳-14 等放射性同位素，或将通过海洋食物链对人类健康带来风险。对核辐射的担忧提升核污染处理&放射性元素监测相关需求。建议关注：1) 核污染防治：中电环保（国内核电水处理市占率前列）、嘉戎技术、三达膜、建工修复、沃顿科技等；2) 核污染检测：莱伯泰科、聚光科技、实朴检测、禾信仪器、谱尼测试、华盛昌、优利德、中广核技、捷强装备等。

**东吴公用事业周报：关注天然气在能源转型中的“桥梁”+氢能发展“孵化器”作用**

本周行情回顾：市场延续上周疲软态势，水电板块防御属性凸显，领跑全A。当前市场风格下，公用事业板块防御性凸显，建议关注低估值高股息的水电、燃气、核电板块。 关注天然气上游产业链发展机遇。1) 天然气作为远比煤电灵活、清洁的稳定电源，在碳中和过程中是电源侧不可绕开的稳定电源，调峰作用显著，看好我国能源结构中天然气消费的占比提升，预计我国天然气的消费 2035 年达峰。2) 天然气与氢能产业链之间息息相关。制氢环节：天然气可以制氢，成本较低，管道天然气可掺氢；基础设施：天然气的储存运输加气站与氢能产业链上重合度高。天然气在能源转型侧作为电源侧调峰的桥梁+氢能发展的孵化器作用，在新型电力系统中的重要性提升，我们看好未来十年我国天然气国内需求的提升，建议关注天然气上游开采、中游储运产业链的机会。 风险提示：电力需求超预期下行风险，电力市场化进程中电价超预期下行情形等

**非银金融行业点评报告：印花税减半征收，证券交易端迎重大利好**

投资建议：1) 券商：当前阶段证券板块基本面及政策面均有支撑，政治局会议定调“活跃资本市场，提振投资者信心”，投资端、融资端、交易端改革快马加鞭，后续政策力度依旧值得期待。从估值角度来看，截至 2023 年 8 月 25 日，证券板块估值 1.31xPB，历史分位数 7.85%，具备较高的性价比及安全边际，看好板块行情持续性，建议配置头部券商或低位券商：①投资端改革深化背景下，财富管理市场受益，首推零售券商龙头【东方财富】。②行业整体杠杆率抬升预期下，推荐【中信证券】、【中金公司(H)】，建议关注【华泰证券】。2) 保险：看好权益市场修复，保险资产端将受益，重点推荐【新华保险】、【中国人寿】。 风险提示：1) 市场交投活跃度持续下滑；2) 政策效果不及预期。

**机械设备行业跟踪周报：推荐机床板块的顺周期&进口替代投资机会；看好需求快速增长的智能焊接设备**

推荐机床板块的顺周期&进口替代投资机会；看好需求快速增长的智能焊接设备

**石油石化行业跟踪周报：大炼化周报：化工品价格整体上涨，炼化价差环比改善**

大炼化周报

**石油石化行业跟踪周报：烯烃行业周报：烯烃链产品报价整体上调，丙烯酸及酯表现亮眼**

烯烃行业周报

**石油石化行业跟踪周报：原油周报：需求前景悲观，国际油价持续下跌**

【风险提示】1) 地缘政治因素对油价出现大幅度的干扰。2) 宏观经济增速严重下滑，导致需求端严重不振。3) 新能源加大替代传统石油需求的风险。4) OPEC+联盟修改石油供应计划的风险。5) 美国解除对伊朗制裁，伊朗原油快速回归市场的风险。6) 美国对页岩油生产环保、融资等政策调整的风险。7) 全球 2050 净零排放政策调整的风险。

**有色金属行业跟踪周报：加息预期反复，金价震荡运行**

投资要点 段落提要：回顾本周行情，有色板块本周下跌 2.17%，在全部一级行业中排名第九。二级行业方面，周内申万有色金属类二级行业涨跌互现。工业金属方面，美国制造、服务业数据表现低于预期，周内美元回落叠加衰退担忧支撑工业金属价格上涨，预计后续价格震荡运行。贵金属

方面，美国经济衰退预期升温，贵金属价格出现反弹，但美联储主席在周五全球央行会议中仍保持鹰派言论，预计后续价格震荡运行。

**周观点：** 铜：终端消费彰显韧性，支撑铜价小幅上涨。伦铜报收 8,361 美元/吨，环比上涨 1.54 %；沪铜报收 68,930 元/吨，环比上涨 1.37%。供应端，本周 TC 价格维持 93.5 美元/吨高位，铜矿供应维持相对宽松状态。冶炼厂在夏季维护后恢复生产，叠加精矿加工费持续高企，调动生产商的积极性，产量环比增加 0.63%。需求端，上半年国内精炼铜表观需求同比增长约 9%，主要来源于电缆厂、电网和建筑业等主要铜消费行业，这显示终端消费韧性依然存在，叠加市场对传统消费旺季“金九银十”的乐观预期影响，本周铜价重心上移。长期来看，伴随国内经济刺激政策出台落地，叠加 9、10 月需求旺季以及低位库存水平支撑铜价，预计后市铜价震荡略偏强运行。 铝：氧化铝减产，铝价小幅上涨。本周伦铝报收 2,155 美元/吨，环比上涨 0.54%；沪铝报收 18,555 元/吨，环比上涨 0.84%。供应端，云南复产产能已全部释放完毕，供应继续增加。本周电解铝开工产能 4274.90 万吨，较上周增加 12 万吨，开工率已达到 90.48%。需求端，下游加工企业周度开工率环比小幅上升；成本端，近期山东以及西南区域部分氧化铝企业例行设备检修工作，涉及总年产能约 300 万吨左右，检修周期在 8-15 天预计共影响焙烧产量约 10 万吨，氧化铝价格受此影响出现跳涨，受此影响，本周铝价环比上涨。往后看，短期内下游开工回升预期较低，后续政策影响需进一步观察追踪，预计铝价维持震荡态势。 黄金：加息预期反复，黄金价格震荡运行。本周 COMEX 黄金收盘价报收 1,944.70 美元/盎司，环比上涨 1.34%；SHFE 黄金报收 458.50 元/克，环比上涨 0.75%。美国 8 月 Markit 制造业 PMI 初值 47，创今年 2 月份以来新低；服务业 PMI 初值 51，创两个月新低；综合 PMI 初值 50.4，创今年 2 月以来新低。多项经济数据表现疲软，高利率基调所致的整体制造业及服务业需求萎靡

**钢铁行业跟踪周报：短期价格震荡，库存下探，看好后续旺季预期需求反弹**

本周市场行情维持震荡，短期来看伴随平控政策落地符合我们对于钢价提振效果较弱判断，中长期来看旺季来临叠加国家对于城中村、房地产限购等政策出台，需求有望得到进一步支撑。标的的首推华菱钢铁（普转特，估值提升进行时）、宝钢股份（钢铁工业龙头）。

**煤炭开采行业跟踪周报：用电需求预期趋弱，预计煤价承压震荡**

**投资要点** 行业近况： 动力煤方面，下游需求维持弱势，价格震荡运行。 本周港口动力煤现货价环比上涨 16 元/吨，报收 818 元/吨。供给端，近期部分煤矿因存在安全生产隐患停产整顿、叠加产地发运成本持续倒挂，港口调入量环比小幅增加，本周环渤海四港区日均调入量 173.13 万吨，环比上周增加 3.24 万吨，增幅 1.91%，高于去年和前年同期水平。需求端，下游电厂库存较高、采购需求疲弱，本周日均调出量 182.79 万吨，环比上周减少 0.56 万吨，减幅 0.30%。库存端，本周环渤海四港口日均库存 2325.57 万吨，环比上周减少 63.64 万吨，减幅 2.66%。考虑到当前煤炭消费旺季步入尾声，下游需求趋弱、叠加库存高位，预计短期煤价承压。 炼焦煤方面，短期价格预计难以大幅上涨。 本周山西产主焦煤京唐港库提价格收报 2100 元/吨，环比上周下跌 50 元/吨。供给端，产地供应较为稳定，进口量维持高位，整体仍较为宽松。需求端，受城中村改造等稳增长政策推动，市场对下游地产需求预期有所回暖；但同时考虑

到全年粗钢产量预期平控的影响，预期后续铁水产量难以持续上升，焦煤价格上行空间有限。 估值与建议： 我们维持行业评级不变。 风险提示： 下游需求不及预期；保供力度强于预期，煤价大幅下跌。

### 推荐个股及其他点评

#### 容知日新（688768）：2023 年年报点评：PHM 龙头地位稳固，静待下半年业绩回升

盈利预测与投资评级：容知日新作为国产 PHM 龙头，虽然业绩短期受行业景气度和确收影响，但行业地位稳固，具备数据积累和算法研发的先发优势。随着公司发布新产品，强化销售体系，优化内部管理，公司下半年有望增速回暖。但由于公司 Q2 增速较低，我们下调 2023-2025 年归母净利润预测为 1.39(-0.39)/2.00(-0.58)/2.90(-0.82)亿元，维持“买入”评级。风险提示：技术发展不及预期；工业互联网支持政策不及预期；行业竞争加剧。

#### 长华集团（605018）：2023 年中报点评：下游客户产销回暖，降本增效 Q2 量利齐升

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2023-2025 年营收为 22.0/26.2/30.1 亿元，同比分别+20%/+19%/+15%，归母净利润为 1.8/2.3/2.8 亿元，同比分别+62%/+31%/+19%，对应 PE 为 27/21/17 倍，维持“买入”评级。风险提示：核心客户销量不及预期，新产品开发不及预期

#### 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：考虑公司盈利水平超预期，我们上修公司 2023-2025 年归母净利润预测至 21.08/24.58/29.25 亿元（原预期为 18.87/23.26/31.34 亿元），同比-7%/+17%/+19%，对应 PE 为 11x/9x/8x，给予 2023 年 18xPE，目标价 74.9 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。

#### 东方甄选（01797.HK）：FY23 年报点评：自营品销售表现亮眼，期待多渠道布局贡献增量

盈利预测与投资评级：由于公司加大投入自有 APP 和供应链等，研发及销售费用或有所提升，我们将公司 FY24-25 归母净利润预期从 15.09/18.46 亿元下调至 9.51/13.22 亿元，并预计公司 FY26 归母净利润为 15.54 亿元。我们预计 FY24-26 Non-IFRS 净利润为 13.5/15.2/16.5 亿元，Non-IFRS 净利润对应 FY24-26 PE 倍数分别为 30/27/25 倍。我们看好公司直播电商业务长期增长空间，维持“买入”评级。风险提示：直播电商竞争加剧，消费不及预期，多渠道运营成效不达预期

#### 盛剑环境（603324）：2023 年中报点评：半年度新签单超 22 年全年，湿电子化学品耗材实现突破

盈利预测与投资评级：半导体废气治理龙头充分受益国产化率提升，设备与耗材贡献新增量。我们维持 2023-2025 年归母净利润 2.15/2.94/3.87 亿元，同增 65%/37%/31%，当前市值对应 2023-2025 年 PE20/15/11x（2023/8/25），维持“买入”评级。风险提示：下游行业资本支出波动，原材料价格波动，行业竞争加剧

#### 国盛智科（688558）：2023 年中报点评：Q2 业绩环比改善，看好行业逐步复苏

2023 年中报点评：Q2 业绩环比改善，看好行业逐步复苏

**信德新材 (301349): 2023 年中报点评: Q2 产品结构变化及计提存货跌价准备影响盈利, 业绩低于市场预期**

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 1.05/1.75/2.28 亿元 (原预期 2.09/3.03/4.23 亿元), 同比-30%/+67%/+31%, 对应 PE 为 42x/25x/19x, 考虑到公司长期仍有增长潜力, 维持“买入”评级。 风险提示: 销量不及预期, 盈利水平不及预期

**金龙汽车 (600686): 2023 年中报业绩点评: 出口高增兑现, 盈利能力持续修复**

盈利预测与投资评级: 我们维持公司 2023~2025 年营业收入 205/233/266 亿元, 同比+12%/+14%/+14%, 维持归母净利润为 1.44/3.05/6.28 亿元, 2024~2025 年同比+112%/+106%, 2023~2025 年对应 EPS 为 0.20/0.43/0.88 元, PE 为 34/16/8 倍。维持公司“买入”评级。 风险提示: 全球经济复苏不及预期, 国内外客车需求低于预期。

**中国汽研 (601965): 2023 年中报业绩点评: 利润环比高增, 智能网联加速放量**

盈利预测与投资评级: 我们维持公司 2023-2025 年的营收为 39.7/47.7/59.1 亿元, 同比+21%/+20%/+24%; 2023-2025 年归母净利润为 8.3/10.1/12.6 亿元, 同比+21%/+22%/+25%, 对应 PE 25/20/16 倍, 维持“买入”评级。

风险提示: 新进入者获公告强检相关认证资质, 客户回款周期超出预期。

**江淮汽车 (600418): 2023 年半年报点评: 业绩符合预期, 归母净利润持续转正**

盈利预测与投资评级: 公司对外积极合作, 打开长期成长空间。我们维持江淮汽车 2023-2025 年业绩预测, 归母净利润为 2.90/4.09/7.40 亿元, 对应 PE 为 89/63/35 倍, 维持江淮汽车“买入”评级。 风险提示: 商用车行业景气度低预期; 对外合作进展低预期; 芯片/电池等关键零部件供应链不稳定风险等

**鸣志电器 (603728): 2023 年半年报点评: 中报业绩承压, 下半年有望修复**

2023 年 H1 营收同比 3%, 归母净利润-24%, 业绩不及市场预期。公司发布 23 年中报, 23H1 营收 13.06 亿元, 同比+3.02%; 归母净利润 0.53 亿元, 同比-24.35%。23Q2 营收 6.56 亿元, 同比+10.89%, 环比+1.04%; 归母净利润 0.21 亿元, 同比-33.59%, 环比-35.99%, 业绩不及市场预期。分地区看, 23H1 国内/境外营收同比-3.73%/+10.43%, 主要系国内需求弱复苏, 但公司海外渠道优势支撑业务增长。盈利端, 23H1 毛利率 36.70%, 同比-1.79pct, Q2 毛利率 34.79%, 同比-3.88pct, 环比-3.84pct, 主要系太仓基地产量未达预期、人工成本提升较多等因素导致, 同时 Q2 原材料库存跌价造成资产减值 0.12 亿元, 导致业绩不及市场预期。

**地素时尚 (603587): 2023 年中报点评: Q2 业绩加速恢复, 电商渠道表现突出**

盈利预测与投资评级: 公司深耕中高端女装领域, 多品牌梯度发展, 并持续进行品牌力拓展, 23 H1 联名青年艺术家张占占、巴黎高级成衣设计师品牌 ELLERY 助力品牌文化输出, DA 携手热门 IP 芭比打造联名系列实现破圈、全网话题声量超 2 亿、曝光触达超 1.2 亿。23 年 8 月主品牌 DA 正式发布全新品牌标识 MONOGRAM “D”, 体现柔美与力量并存的品牌精神内核, 并持续发力线上及私域运营。23 年以来受益疫情放开, Q1 收入增速逐渐回暖、Q2 进一步改善, 正经营杠杆下利润增速超收入端。

展望下半年，渠道调整预计将继续进行，Q3 随基数走高、业绩增速或有所波动，Q4 重回低基数期，将呈现较强修复弹性。我们维持 23-25 年归母净利润预测 5.8/6.9/7.8 亿元、对应 PE 为 12/10/9 X，维持“买入”评级。风险提示：终端消费疲软、库存周转放缓、疫情反复等。

**五粮液（000858）：2023 年半年报业绩点评：Q2 业绩虽略低于预期，全年双位数劲仍在**

今年消费复苏温而不暖，压力环境下五粮液强品牌势能更加强劲，考虑全年表现，我们调整 2023-2025 年归母净利润为 302、347、394 亿元（前值分别为 316、364、413 亿元），同比+13%/15%/13%（前值分别为 18%/15%/14%），当前市值对应 PE 为 21/18/16X，维持“买入”评级。

**亚香股份（301220）：2023 年半年报点评：23H1 业绩短期承压，看好泰国项目高成长性**

盈利预测与投资评级：基于公司经营情况，我们调整公司 2023-2025 年归母净利润分别为 1.1、1.7、2.4 亿元（此前 2023-2025 年预期为 1.3、1.8、2.5 亿元），同比增速分别为-14%、54%、40%，2023 年 8 月 25 日收盘价对应的 PE 分别为 24、16、11 倍。考虑到公司与客户关系稳定、研发能力较强、凉味剂和香兰素在细分领域具备领先优势，同时受益于天然香料的政策支持与泰国基地的建设，我们看好公司发展前景，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济波动风险；原材料价格波动风险；市场竞争加剧及需求变化风险；在建项目不及预期风险；环保风险；客户集中风险。

**欧科亿（688308）：2023 年中报点评：渠道开拓&终端复苏下，看好业绩回暖**

2023 年中报点评：渠道开拓&终端复苏下，看好业绩回暖

**英科再生（688087）：2023 年中报点评：2023Q2 业绩修复，2023H1 再生 PET 收入贡献超 10%**

事件：2023H1 公司实现营收 11.34 亿元，同增 5.88%；归母净利润 1.19 亿元，同减 17.54%；扣非归母净利润 1.16 亿元，同减 20.45%。盈利预测与投资评级：公司为再生塑料先行者，项目稳步推进有望持续贡献增长，我们维持 2023-2025 年归母净利润预测 2.99/3.76/4.57 亿元，对应 15/12/10 倍 PE，维持“买入”评级。风险提示：项目投产及进度不达预期，贸易政策变动和加征关税风险。

**中国太保（601601）：2023 年中报点评：转型标杆引领行业复苏**

盈利预测与投资评级：转型标杆引领行业复苏。我们维持盈利预测，预计 2023-25 年归母净利润分别为 290.6、340.32 和 379.53 亿元，同比增速为 18%、17%和 12%，NBV 同比增速分别为 17%、11%和 11%，维持“买入”评级。风险提示：1) 芯基本法实施成效不持续；2) 长端利率及权益市场下行

**中际旭创（300308）：2023 年中报点评：公司盈利能力提升明显，期待 AI 高速光模块加速放量打开业绩空间**

事件：中际旭创发布 2023 年半年报，1)2023 上半年公司实现营收 40.0 亿元，同比减少 5.4%，归母净利润达 6.1 亿元，同比增长 24.6%；2)2023 年二季度公司营收达 21.7 亿元，同比增长 1.1%，归母净利润达 3.6 亿元，同比增长 32.3%；3) 子公司苏州旭创 2023 上半年实现营收 38.3 亿元，同比减少 3.4%，实现净利润 7.1 亿元，同比增加 37.3% 产品结构优化叠加持续降本增效，公司盈利能力有望持续提升。1)AI 算力需求激增

显著拉动 800G 光模块需求，使得公司光模块产品向 800G 及以上产品加速迭代，800G 等高端产品出货比重逐渐增加，公司 2023 上半年毛利率同比提升 3.6 个百分点达 30.4%；2) 公司不断优化费用支出，在研发费用率维持在 8% 左右的同时，三费费用率同比减少 1.9 个百分点达 4.3%，归母净利率同比提升 3.7 个百分点达 15.3%；3) 子公司苏州旭创净利率同比增加 5.5 个百分点达 18.6%。我们预计随着 AI 高速光模块产品加速放量，公司的盈利能力有望持续增强。北美云厂商 AI 算力建设意愿明确，光模块需求具有可持续性。北美四大云厂商在 7 月的财报会上均强调将持续重点建设 AI 算力设施，虽然一些厂商由于非基本面的客观因素导致资本开支不达预期，但从长期视角来看，AI 算力开支有望迎来总量+结构双击增长。公司在客户处积累深厚，业绩空间有望打开。中际旭创长期向北美重点客户批量供应高速光模块产品，并与新老客户共同进行产品研发，保障客户在高速光模块产品上的技术迭代和规模上量，因此公司有望保持在 800G 乃至后续硅光、1.6T 等产品上的供应地位，实现业绩空间的扩张。盈利预测与投资评级：我们预计 AI 算力建设浪潮将为公司带来盈利能力及业绩空间持续提升的机会，预测公司 2023-2025 年归母净利润分别为 17.8/40.1/50.4 亿元，同比增长 45.7%/129.0%/23.4%，当前市值对应 PE 分别为 48.2/21.0/17.0 倍，维持“买入”评级。风险提示：高速光模块需求不及预期；客户开拓与份额不及预期；产品研发落地不及预期；行业竞争加剧。

**派能科技 (688063)：2023 年中报点评：Q2 下游去库业绩低于预期，2H 有望逐步恢复**

盈利预测与投资评级：由于下游需求偏弱，我们下修 23-25 年归母净利至 11.0/15.1/22.5 亿元（原预测 25.0/34.0/45.2 亿元），同比-13%/+37%/+48%，对应 PE 23/17/11x，考虑到户用储能市场竞争加剧，给予 24 年 26xPE，目标价 224 元，“买入”评级。风险提示：需求不及预期，行业竞争加剧。

**骄成超声 (688392)：2023 年中报点评：Q2 业绩符合预期，第二增长曲线轮廓初显**

盈利预测与投资评级：由于下游电池厂扩产速度放缓，我们下调公司 23-25 年归母净利润预测至 1.3/2.0/3.5 亿元（前值：1.7/2.6/4.1 亿元），同增 18%/54%/75%，对应 PE 77/50/29x，维持“买入”评级。风险提示：新技术进度不及预期、电动车销量不及预期、大客户合作未能顺利推进。

**华立科技 (301011)：2023 年中报点评：动漫 IP 衍生品强劲复苏，运营业务持续修复**

盈利预测与投资评级：考虑到公司游乐场运营业务复苏进度较我们此前预期稍缓，我们下调盈利预测，预计 2023-2025 年 EPS 分别为 0.40/0.78/1.05 元（此前为 0.64/1.09/1.46 元），对应当前股价 PE 分别为 50/26/19 倍。我们看好公司游戏游艺龙头优势稳固，动漫 IP 衍生品业务空间广阔，业绩弹性将持续兑现，维持“买入”评级。风险提示：动漫 IP 衍生品发展不及预期风险，业务复苏不及预期风险，市场竞争加剧风险，宏观经济波动风险

**仕净科技 (301030)：2023 年中报点评：归母同比高增 154%，利润率提升现金流改善**

事件：2023 年上半年公司实现营业收入 13.32 亿元，同比增长 98.12%；归母净利润 1.03 亿元，同比增长 153.50%；扣非归母净利润 1.00 亿元，

同比增长 194.52%；加权平均 ROE 同比提高 3.84pct 至 7.73%。盈利预测与投资评级：光伏景气度上行，水泥固碳逐步推进，电池片项目建设顺利，我们维持公司 2023-2025 年归母净利润预测 2.40/9.04/12.51 亿元，对应 30、8、6 倍 PE，维持“买入”评级。风险提示：订单不及预期，研发风险，行业竞争加剧。

**华峰测控 (688200): 2023 年中报点评: 业绩短期承压, 静待封测行业需求回暖**

盈利预测与投资评级：考虑到封测行业景气复苏进度，我们调整公司 2023-2025 年归母净利润预测分别为 4.71、6.64 和 8.88 亿元（原值 5.43、7.48 和 10.03 亿元），当前市值对应动态 PE 分别为 39/28/21 倍，维持“增持”评级。风险提示：半导体行业景气度下滑、新品产业化不及预期等。

**东微半导体 (688261): 2023 年中报点评: 短期业绩承压, 长期看好成长空间**

下游需求调整叠加竞争加剧，23H1 业绩不及预期。23H1，公司实现营收 5.3 亿元，YoY+14%，归母净利润 1.0 亿元，YoY-14%；23Q2，公司实现营收 2.3 亿元，YoY-11%，归母净利润 0.3 亿元，YoY-58%，毛利率 20.6%，环比-12pct。23Q2 以来，功率半导体海外龙头厂商加大中国市场竞争力度、国内产能的进一步释放以及下游需求的调整导致供求关系变化，公司产品价格呈现明显下降趋势，因此造成短期业绩承压。高性能功率器件技术创新引领者，看好长期成长空间。公司重视底层器件结构创新与研发，持续丰富产品矩阵，23H1 高压超级结/中低压屏蔽栅/超级硅 MOS/TGBT 营收 4.4/0.7/0.07/0.14 亿元，同比+21%/-17%/+984%/-18%，SiC 器件营收 6 万元，且汽车及工业级应用营收占比已超 81%，看好其长期营收稳健增长、盈利能力修复空间。1) 营收第二曲线：公司重视研发，23H1 研发费用 0.4 亿元，同增 90%。TGBT、SiC 器件有望打开公司成长天花板，TGBT 在多个重点客户实现批量供货，更大功率的车用主驱及大功率光伏芯片产品开发成功、客户验证通过；SiC MOS 持续批量出货，第一代 SiC MOS 研发稳步推进。2) 盈利能力修复可期：公司主营产品从 8 英寸转 12 英寸工艺平台的拓展工作已基本完成，同时，公司新一代超级结 MOS 产品芯片面积减小、性价比提升，未来在工艺优化、技术迭代之下，盈利能力修复可期。盈利预测与投资评级：公司短期业绩受到功率半导体下游需求调整、市场竞争加剧影响，基于此，我们下调对公司的盈利预测，预计 23-25 年归母净利润为 2.5/3.5/4.6 亿元（前次预测值为 3.9/5.2/6.7 亿元），当前市值对应 PE 分别为 52/37/28 倍，维持“买入”评级。风险提示：代工产能增长不及预期；功率半导体市场竞争加剧的风险；下游需求不及预期的风险。

**宝通科技 (300031): 2023 年中报点评: 工业互联网延续高增速, 移动互联网扭亏为盈**

盈利预测与投资评级：考虑到智能输送系统服务订单确认节奏略慢于我们此前预期，我们下调此前盈利预测，预计 2023-2025 年 EPS 分别为 0.98/1.37/1.77 元（2023 年此前为 1.04/1.37/1.84 元），对应当前股价 PE 分别为 19/14/11 倍。我们看好公司双主业稳健发展，AI 及元宇宙布局持续落地，维持“买入”评级。风险提示：新游表现不及预期，工业智能化不及预期，政策监管风险

**华友钴业 (603799): 2023 年中报点评: Q2 业绩符合市场预期, 2H 镍锂逐步起量贡献盈利**

**盈利预测与投资评级:** 考虑铜、镍等金属价格下跌, 我们下修公司 23-25 年归母净利润至 55/75/101 亿元 (原预期为 66/86/112 亿元), 同比增长 42%/36%/35%, 对应 PE 为 14x/10x/8x, 考虑公司一体化优势显著, 给予 2023 年 22xPE, 对应目标价 71.7 元, 维持“买入”评级。 风险提示: 上游原材料价格大幅波动, 电动车销量不及预期。

**老凤祥 (600612): 2023 年中报点评: 归母净利润同比+43%, 国企改革下经营潜力逐步释放**

**盈利预测与投资评级:** 老凤祥是我国老牌黄金珠宝国企, 品牌历史积淀深, 品牌力强, 国企改革下经营潜力在逐步释放中, 我们维持 2023-2025 年将实现归母净利润 21.9 /25.8 /29.5 亿元, 对应 2023-2025 年 PE 为 15/13/11 倍, 维持“买入”评级。

**赛恩斯 (688480): 2023 年中报点评: 收入确认具备季节性, 合作紫金&股权激励指引期待全年业务放量**

**盈利预测与投资评级:** 我们维持 2023-2025 年归母净利润 0.95/1.48/2.02 亿元, 对应 2023-2025 年 EPS 分别为 1.00/1.56/2.13 元。对应 2023-2025 年 PE 28/18/13 倍 (估值日期 2023/8/25)。维持“买入”评级。

**中国石化 (600028): 2023 年半年报点评: 境内成品油销量高增, 增储稳油增气降本成果显著**

**盈利预测与投资评级:** 基于公司经营情况, 我们调整公司 2023-2025 年归母净利润分别为 735、836 和 891 亿元 (此前 2023-2025 年预期为 778、855、885 亿元), 同比增速分别为 11%、14%、7%, 2023 年 8 月 25 日收盘价对应的 A 股 PE 分别为 10、9、8 倍。考虑到成品油需求反弹, 公司业绩增长提速, 维持“买入”评级。 风险提示: 地缘政治风险; 宏观经济波动; 成品油需求复苏不及预期。

**美埃科技 (688376): 2023 年中报点评: 快速开拓海外市场, 耗材替换打开存量空间**

**盈利预测与投资评级:** 洁净室设备供应龙头, 在手订单饱满, 产能扩张&规模效应助力公司加速成长。我们维持 2023-2025 年公司归母净利润 1.7/2.5/3.2 亿元, 对应增速分别为 40%/45%/29%, 当前市值对应 2023-2025 年 PE23/16/12x (2023/8/25), 维持“买入”评级。 风险提示: 扩产进度不及预期, 洁净室下游政策风险, 技术迭代风险

**福瑞达 (600223): 地产剥离影响营收暂时承压, 化妆品医药表现稳健**

公司聚焦大健康产业, 化妆品业务高成长, 渠道精细化运营、产品力趋于提升。我们维持 2023-25 年归母净利润分别为 4.11/5.33/6.39 亿元, 分别同增 805%/30%/20%, 当前市值对应 2023-25 年 PE 为 23x/18x/15x, 维持“买入”评级。

**南网能源 (003035): 2023 年半年报点评: 短期受生物质拖累, 长期看好综合能源服务商大发展**

**事件:** 公司发布 2023 年半年报, 2023 年上半年公司实现营业收入 13.03 亿元, 同比增长-0.4%; 实现归属母公司净利润 1.94 亿元, 同比增长-7.6%。单 Q2 看, 实现营业收入 7.55 亿元, 同比增长 3.5%; 实现归母净利润 1.12 亿元, 同比增长-6.8%, 业绩符合预期。 受生物质发电和城市节能业务合同到期, 拖累公司业绩。 聚焦主业屋顶光伏+建筑节能, 稳扎稳打实现营收增速 20%左右。 工商业储能侧: 关注下半年广东蓄冷电价执行情况, 有望增厚项目盈利, 调动项目积极性。 风险提示: 行业需求下降、竞争加剧造成产品价格和毛利率持续下降等

**泰胜风能 (300129): 泰胜风能: Q2 业绩低于预期, 在手订单新高、H2 盈利有望修复**

盈利预测与投资评级: 基于海风开工不及预期, 我们下调盈利预测, 我们预计 23-25 年归母净利润 4.1/6.1/8.0 亿元 (前值为 5.7/7.9/9.5 亿元), 同增 49%/49%/31%, 考虑公司南方基地落成有望持续优化海风出货结构, 给予 2023 年 25xPE, 目标价 11.0 元, 维持“买入”评级。风险提示: 竞争加剧, 政策不及预期等。

**永贵电器 (300351): 2023 中报点评: 轨交业务节奏放缓, 车载业务持续增长**

盈利预测与投资评级: 公司深度布局轨道交通与工业、车载与能源信息、特种装备三大业务板块, 开拓海外市场, 我们看好公司在轨交连接器领域巩固龙头地位的同时, 发力新能源连接器和充电枪业务。由于上半年轨道交通与工业板块业绩承压, 我们将公司 23-25 年归母净利润预测调整为 1.85/2.6/3.2 亿元 (前值为 2.33/3.03/3.92 亿元)。当前市值对应 PE 分别为 26.41/18.8/15.24 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 新能源车市场需求不及预期; 充电桩行业增速不及预期。

**曼恩斯特 (301325): 2023 年中报点评: Q2 盈利水平进一步向上, 业绩亮眼**

盈利预测与投资评级: 我们维持对公司 23-25 年归母净利 4.0/6.5/9.4 亿元的预计, 同增 98%/61%/45%, 对应 PE 26/16/11x, 考虑到公司为国内涂布模头龙头, 存量市场加速放量, 给予 24 年 25 倍 PE, 对应目标价 134.8 元, 维持“买入”评级。风险提示: 下游需求不及预期, 行业竞争加剧。

**华新水泥 (600801): 2023 年中报点评: 海外拓展、国内非水泥发力共同对冲国内水泥下行**

事件: 公司披露 2023 年中报, 实现营业收入 158.3 亿元, 同比+10.0%, 归母净利润 11.9 亿元, 同比-24.8%; 其中二季度实现营收 92.0 亿元, 同比+17.1%, 归母净利润 9.5 亿元, 同比+3.2%, 基本符合我们的预期。海外拓展、国内非水泥发力共同对冲国内水泥下行: (1) 23H1 公司水泥及熟料业务实现收入 97.5 亿元, 同比-5.0%, 销量 2995 万吨, 同比+2.1%, 测算单吨均价为 326 元, 同比-24.6 元。上半年全国水泥需求低迷, 且价格表现弱于季节性规律, 公司积极推进海外业务, 对冲国内需求下行, 收入表现韧性, 上半年国内/国外水泥业务分别实现营收 74.6/23.0 亿元, 同比分别-12.4%/+30.6%; (2) 商混业务收入 31.7 亿元, 同比+58.5%, 销量 1095 万方, 同比+82.3%, 测算单方均价为 290 元, 同比-43.5 元; 骨料业务收入 21.6 亿元, 同比+69.1%, 销量 5051 万吨, 同比+103.3%, 测算单吨均价为 42.8 元, 同比-8.7 元。公司上半年商混/骨料分别新增年产能 2115 万方/3150 万吨, 分别得益于武穴等骨料项目产能释放以及混凝土轻资产租赁模式下的拓展, 支撑非水泥收入高速增长。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, 非水泥+海外业务有望贡献新的增长点。我们维持 2023-2025 年归母净利润预测分别为 31.2 亿元/35.9 亿元/38.8 亿元, 8 月 25 日收盘价对应市盈率 9.0/7.8/7.2 倍, 维持“增持”评级。风险提示: 水泥需求恢复不及预期; 非水泥+海外业务扩张不及预期; 房地产信用风险失控的风险; 市场竞争加剧的风险。

**周大生 (002867): 2023 年中报点评: Q2 归母净利润同比增长 27%, 拓店表现亮眼**

盈利预测与投资评级: 周大生是我国头部的黄金珠宝品牌, 省代模式助力

下拓店速度加快，考虑黄金占比提升较快，镶嵌恢复还要时间，我们下调公司 2023-25 年归母净利润从 14.7/17.55/20.2 亿元至 13.95/16.7/19.2 亿元，最新股价对应 2023-25 年 PE 为 12/10/9 倍，维持“买入”评级。

**天壕能源 (300332): 2023 年中报点评: 短期气源对接进展缓慢，期待长期稀缺跨省长输气量提升**

盈利预测与投资评级：我们维持 2023-2025 年公司归母净利润 7.22/9.80/13.0 亿元，同比 97%/36%/33%，EPS 为 0.82/1.11/1.47 元，对应 PE12/9/7 倍（估值日 2023/08/25）。跨省长输管线具备产业链地位、资产稀缺性和盈利能力确定性，价值凸显，维持“买入”评级。

**中际联合 (605305): 2023 年中报点评: 海外市场加速放量，Q2 净利率拐点已经出现**

盈利预测与投资评级：考虑到公司费用端投入力度和国内风电市场放量节奏，我们谨慎调整 2023-2025 年归母净利润预测分别为 2.40、3.66 和 4.86 亿元（原值 2.93、4.16 和 5.42 亿元），当前市值对应动态 PE 为 20/13/10 倍。考虑到下半年国内市场需求放量，叠加海外市场拓展，维持“买入”评级。风险提示：风电行业景气下滑，海外市场拓展不及预期等。

**雍禾医疗 (02279.HK): 2023 年半年报点评: 内部精细化运营步履不停，全面推进毛发布局**

公司是国内最大毛发服务提供商，上市后加速扩张渠道。基于公司的战略调整，我们将公司 2023-25 年归母净利润从 1.00/1.95/3.13 亿元下调为 0.02/0.66/1.30 亿元，分别同增 101.9%/3960.9%/96.4%，当前市值对应 2023~25 年 PE 为 1314x/32x/16x，维持“买入”评级。

**广电计量 (002967): 2023 年中报点评: 业绩符合预期，多板块盈利能力修复明显**

盈利预测与投资评级：出于谨慎性考虑，我们调整公司 2023-2025 年归母净利润预测至 2.9（原值 3.2）/4.2（原值 4.7）/5.4（原值 6.3）亿元，当前市值对应 PE 为 42/29/23 倍，维持“增持”评级。风险提示：下游需求不及预期；行业竞争加剧；产能释放不及预期等

**先导智能 (300450): 2023 年半年报点评: 盈利能力提升，平台化布局持续推进**

盈利预测与投资评级：随着锂电业务持续受益于国内外扩产，光伏等业务平台化布局，我们维持公司 2023-2025 年归母净利润为 38/50/60 亿元，对应当前股价 PE 为 12/9/7 倍，维持“买入”评级。风险提示：新能源车销量低于预期，下游动力电池厂扩产低于预期。

**双良节能 (600481): 2023 年半年报点评: Q2 硅片减值拖累业绩，静待硅片价格企稳&装备业务放量**

盈利预测与投资评级：考虑到硅片价格波动等因素，我们维持公司 2023-2025 年归母净利润为 22.2/30.8/37.9 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 8/6/5 倍，维持“增持”评级。风险提示：下游扩产不及预期，新品拓展不及预期。

**阳光保险 (06963.HK): 2023 年中报点评: 利润增速优于同业，业务结构改善向头部梯队靠拢**

盈利预测与投资评级：利润增速优于同业，业务结构改善向头部梯队靠拢。根据中报披露调整盈利预测，我们预计 2023-25 年归母净利润为 61、81 和 91 亿元（原预测为 68、80 和 90 亿元），维持“买入”评级。风险提示：权益市场持续下行，银保渠道护城河不稳定

**中微公司 (688012): 2023 年中报点评: 大额投资收益增厚利润空间, 先进工艺产业化快速突破**

盈利预测与投资评级: 考虑到公司存在大额投资净收益, 我们调整 2023-2025 年归母净利润预测分别为 18.85、19.94 和 25.54 亿元 (原值 15.24、19.31 和 24.64 亿元), 当前市值对应动态 PE 分别为 43、40、32 倍。基于公司的高成长性, 维持“买入”评级。风险提示: 晶圆厂扩产节奏不及预期, 新品研发&产业化不及预期等。

**燕东微 (688172): 2023 年中报点评: 业绩符合预期, 23Q2 盈利能力环比改善**

23H1 业绩符合预期, 23Q2 盈利能力环比改善。23H1, 公司实现营收 10.8 亿元, YoY-6%, 归母净利润 2.7 亿元, YoY-13%, 主要系部分消费类产品销售价格下滑拖累业绩; 23Q2, 公司实现营收 5.7 亿元, YoY-2%, QoQ+11%, 归母净利润 1.8 亿元, YoY+15%, QoQ+100%, 23Q2 毛利率 38.4%, 环比+5pct, 净利率 30.7%, 环比+15pct, 23Q2 盈利能力环比改善, 主要受益于公司全面开展精益化管理, 提升运营和管理效率, 有望在市场环境变化、募投产线建设时期, 一定程度平滑业绩的周期波动。特种业务: IDM 模式契合自主可控需求, 老客户、新品类增长可期。23H1 公司特种业务稳健增长, 带动产品与方案业务实现营收 6.8 亿元, 同增 16%。公司已在特种领域深耕三十余年, 客户长期稳定, 主营产品包括光电及分立器件、数字集成电路、模拟集成电路和混合集成电路。特种市场对自主可控需求强烈, 公司有望凭借特种 IDM 能力, 深度受益特种电子国产化趋势, 实现特种 IC 业务稳健增长。晶圆代工业务: 国产设备代工试验线, 12 英寸产线建设稳步推进。公司晶圆代工产线大规模应用国产集成电路装备, 自主可控能力突出, 23H1 由于受到消费电子市场产品价格下滑的影响, 公司制造与服务业务实现营收 3.7 亿元, 同减 33%。公司现有 6 英寸、8 英寸晶圆生产线, 正在建设中的 12 英寸晶圆生产线已于 23 年 4 月通线, 首款功率器件良率达到预期。晶圆代工产线现已成功开发功率器件、BCD、MEMS 工艺技术, 产品端, 1200V IGBT、FRD 产品实现量产并通过新能源汽车客户认证, 硅光工艺平台已有一款光通信产品进入样品试制阶段, 同时有多款 6 英寸 SiC SBD 产品处于小批量交付中。盈利预测与投资评级: 公司特种集成电路及器件业务稳健增长, 12 英寸晶圆产线建设稳步推进, 基于此, 我们维持公司的盈利预测, 23-25 年归母净利润为 3.6/4.5/5.5 亿元, 当前市值对应 PE 分别为 83/68/55 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 特种业务增长不及预期; 新建 12 英寸产线投产不及预期; 市场竞争加剧。

**英恒科技 (01760.HK): 2023H1 业绩点评: 云服务下滑叠加研发费率提升, 等待盈利能力企稳**

盈利预测与投资评级: 由于需求疲弱及费用攀升, 我们下调公司 2023-2025 年净利润分别为 4.1 亿元 (-1.3 亿元), 5.2 亿元 (-1.6 亿元), 6.1 亿元 (-1.9 亿元), 同比分别-2%、+28%、+18%, 对应现价 (8 月 25 日收盘) PE 分别为 7.7 倍、6.1 倍、5.1 倍, 考虑到公司客户资源丰富, 在手订单饱满, 维持“买入”评级。

**中控技术 (688777): 2023 年中报点评: 龙头地位依旧, 引领工业信创和出海**

盈利预测与投资评级: 中控技术是国内流程工业数字化巨头, 产品性能接近海外, 是中国工业信创和出海的先锋。我们认为, 随着下游景气度回

暖，叠加国产化和“一带一路”建设加快，公司业绩有望保持高速增长。基于此，我们维持公司 2023-2025 年归母净利润为 10.77/14.15/18.49 亿元，维持“买入”评级。风险提示：下游行业实际资本开支投入不及预期；政策推进不及预期；产品研发进度不及预期。

**长春高新 (000661): 2023 年中报点评: 生长激素销售好于预期, “新药+营养”产品群快速拓展**

由于受到医疗反腐影响，我们将 2023-2025 年归母净利润由 49.3/59.1/69.8 亿元，下调为 47.6/54.9/63.4 亿元，对应同比增速为 15/15/15%，当前市值对应 PE 分别为 12/10/9 倍，由于就诊、消费逐渐恢复，新患入组有望加速，维持“买入”评级。

**信立泰 (002294): 2023 年中报点评: 业绩基本符合预期, 国内+国际创新加速推进**

由于受到氯吡格雷续约降价和反腐影响，我们将 2023-25 年归母净利润由 7.5/9.1/11.1 亿元，下调至 6.8/7.9/9.6 亿元，对应增速为 6/16/22%，当前市值对应 PE 分别为 45/39/32。由于：1) S086、恩那司他商业潜力大；2) 阿利沙坦持续放量，公司团队和商业化能力已被证明；3) 慢病领域用药人群巨大，市场星辰大海。维持“买入”评级。

**舜宇光学科技 (02382.HK): 2023 年中报点评: 盈利能力恶化, 等待新下游增长**

盈利预测与投资评级: 考虑需求因素，下调 2023-25 年归母净利润分别为 10.2 亿元 (-20.7 亿元)、17.6 亿元 (-24.1 亿元)、22.8 亿元 (-32.9 亿元)，同比分别 -58%、+73%、+30%，对应现价 (8 月 25 日收盘) PE 分别为 62 倍、36 倍、27 倍，考虑到 24 年盈利潜在的高增长及长周期看业绩超预期的可能，维持“买入”评级。

**绿城服务 (02869.HK): 2023 年中报点评: 业绩略超市场预期, 核心业务稳健增长**

绿城服务作为龙头物业公司，规模增长稳健，品质口碑多年领跑行业，外拓优势显著。我们维持其 2023-2025 年归母净利润 6.9/8.3/9.6 亿元的预测，对应的 EPS 为 0.21/0.26/0.30 元，对应的 PE 为 17.1X/14.1X/12.2X，维持“买入”评级

**银轮股份 (002126): 2023 年中报点评: 2023Q2 业绩符合预期, 毛利率环比持续改善**

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 6.03 亿、8.33 亿、10.35 亿的预测，对应的 EPS 分别为 0.75 元、1.04 元、1.29 元，2023-2025 年市盈率分别为 22.97 倍、16.63 倍、13.38 倍，维持“买入”评级。风险提示：新能源乘用车销量不及预期；原材料价格波动影响盈利。

**星宇股份 (601799): 2023 年中报点评: 2023Q2 业绩环比改善明显, 看好公司长期成长**

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 11.70 亿、15.18 亿、19.00 亿的预测，对应的 EPS 分别为 4.09 元、5.31 元、6.65 元，2023-2025 年市盈率分别为 33.05 倍、25.47 倍、20.35 倍，维持“买入”评级。风险提示：乘用车行业销量不及预期；车灯产品升级速度不及预期；新客户开拓不及预期。

**金科环境 (688466): 2023 年中报点评: 业绩同增 28%, 发布新水岛加速市场释放**

**盈利预测与投资评级:** 污废水资源化专家, 数字化产品升级, 切入 PCB、光伏等高端制造业再生水蓝海, 新水岛应用场景丰富, 加速工业端市场释放。我们维持 2023-2025 年归母净利润预测 1.13/1.54/2.07 亿元, 对应 19/14/10 倍 PE, 维持“买入”评级。 风险提示: 政策进展不及预期, 项目进展不及预期, 行业竞争加剧。

**福龙马 (603686): 2023 年中报点评: 环服新签单翻倍&新能源装备销量高增, 现金流大幅改善**

**盈利预测与投资评级:** 公司环卫服务新增订单高增, 运营业务贡献稳定收入利润, 政策推进&经济性改善, 期待新能源环卫装备放量。我们维持公司 2023-2025 年归母净利润预测 2.91/3.42/4.00 亿元, 同比增长 11%/18%/17%, 对应 2023-2025 年 PE 为 13/11/10 倍, 维持“买入”评级。 风险提示: 市场化率提升不及预期, 装备销售不及预期, 市场竞争加剧。

**王府井 (600859): 2023 年中报点评: 百货走出底部, 免税港项目爬坡期**

**盈利预测与投资评级:** 王府井作为全国连锁的老牌标杆百货零售集团, 获批免税牌照后, 万宁离岛免税项目“王府井免税港”投运, 打造特色免税业务。在出行和消费快速复苏的背景下, 离岛免税有望持续放量, 未来市内免税店落地拓宽想象空间, 公司营收和利润前景向好。基于海南免税销售额情况下调王府井盈利预测, 2023-2025 年归母净利润分别为 8.71/12.46/15.96 亿元 (前值为 9.78/14.61/17.89 亿元), 对应 PE 估值为 27/19/15 倍, 维持“增持”评级。 风险提示: 宏观经济波动的风险、免税项目业绩不及预期的风险、市场竞争加剧的风险

**九号公司 (689009): 2023 年中报点评: 电动两轮车表现依旧亮眼, 看好下半年拐点出现**

**盈利预测与投资评级:** 考虑到海外市场复苏进度等因素, 我们调整 2023-2025 年归母净利润预测为 5.64、9.13 和 13.92 亿元 (原值 7.35、12.05 和 17.96 亿元), 当前市值对应动态 PE 为 39/24/16 倍, 维持“买入”评级。 风险提示: 新品推广不及预期, 海外市场销量下滑, 盈利能力下滑等。

**浙江自然 (605080): 2023 年中报点评: Q2 收入降幅收窄, 多因素影响致利润仍承压**

公司为 TPU 充气床垫外销龙头, 22 年下半年以来受到外需放缓+客户去库影响导致业绩承压, 随客户库存逐渐去化, 23Q2 需求逐渐回暖、收入降幅收窄, 但净利受毛利率下降、费用率上升及非经损益等影响降幅扩大。我们预计 Q3 订单环比改善趋势有望延续, 同时公司保温箱包、水上用品、车载床垫等新品类逐渐放量, 收入有望进一步恢复, 叠加越南及柬埔寨工厂产能爬坡, 盈利能力环比有望修复。长期看公司客户资源优质, 随产能扩张、新品类拓展及逐渐放量, 业绩有望保持稳健增长。考虑到外需放缓、品牌仍处去库进程及汇率波动致锁汇亏损, 我们将 23-24 年归母净利润由 3.3/4.1 亿元下调至 2.0/2.4 亿元、新增 25 年归母净利润预测值 2.8 亿元、对应 23-25 年 PE 为 20/17/15X, 维持“买入”评级。

**迈为股份 (300751): 2023 年半年报点评: 费用前置影响 Q2 利润, 看好 HJT 放量后的规模效应**

**盈利预测与投资评级:** 我们维持公司 2023-2025 年的归母净利润为 13.09/19.40/29.41 亿元, 对应当前股价 PE 为 39/26/17 倍, 维持“买入”评级。 风险提示: 下游扩产不及预期, 研发进展不及预期。

**我武生物 (300357): 2023 年中报点评: 业绩基本符合预期, 经营逐步好转**

由于产品销售恢复不及预期及医疗反腐影响，我们将公司 2023-2025 年的归母净利润由 4.4/5.5/ 6.8 亿元，下调为 3.9/4.8/5.8 亿元，对应增速为 12/22/22%，当前市值对应 PE 分别为 42/35/28 倍，由于：1) 脱敏市场空间大、格局好；2) “尘螨+黄花蒿”滴剂双核驱动；3) 销售渠道布局全面、优势明显，维持“买入”评级。

**中材国际 (600970): 2023 年中报点评: 业绩符合预期, 结构调整与转型升级提质增速**

上半年收入维持平稳, 毛利率同比提升反映结构调整成效。期间费用率和负债率略有上升。Q2 主业新签订单延续高增长, 转型升级提质增速。(1) 公司是全球最大的水泥技术装备工程系统集成服务商, 整合完成强化综合竞争力, 股权激励充分激发管理层和核心骨干积极性。(2) 多年海外专业项目积淀铸就了公司领先的国际化属地化运营管理能力, 作为中建材集团国际化发展先锋官, 公司有望抓住“一带一路”高质量发展机遇。(3) 公司秉持“一核双驱、三业并举”顶层设计, 推动结构优化调整, 装备、运维业务有望加速成长, 整体经营质量有望进一步提升。(4) 我们暂维持公司 2023-2025 年归母净利润分别为 29.40 亿元、34.33 亿元、40.75 亿元, 8 月 25 日收盘价对应市盈率分别为 10.1 倍、8.6 倍、7.3 倍, 维持“买入”评级。

**新城悦服务 (01755.HK): 2023 年中报点评: 业绩高增现金流大幅好转, 战略业务稳步推进**

盈利预测: 公司盈利能力逐步企稳回升, 美元债的计提影响也基本告一段落, 增值业务中坚定执行既定战略, 竞争优势正在逐渐形成。基于公司 2023 年中报业绩情况, 我们上调其 2023-2025 年归母净利润的预测至 5.8/6.8/7.7 亿元(原预测为 4.8/5.4/6.0 亿元), 对应的 EPS 为 0.66/0.78/0.88 元(原 EPS 为 0.56/0.62/0.69 元), 对应的 PE 为 6.6X/5.6X/5.0X, 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; 社会总需求恢复缓慢。

**中新集团 (601512): 2023 中报点评: 区中园业务开启轻资产转型, 光伏项目稳步拓展**

盈利预测: 公司两翼业务高速发展, 尤其是光伏项目拓稳步拓展, 有望形成新的业绩增长极。我们维持其 2023-2025 年归母净利润为 18.0/20.1/22.3 亿元; 对应的 EPS 分别为 1.20/1.34/1.49 元/股, 对应的 PE 为 7.7X/6.9X/6.2X, 维持“买入”评级。风险提示: 苏州及周边地区经济发展停滞风险; 土地市场下行风险; 宏观经济环境及政策风险。

**越秀地产 (00123.HK): 2023 年中报点评: 经营业绩逆市高增, 精准投资获取优质土储**

公司双国资股东禀赋优势, 深耕 TOD 发展模式, 精准投资补充核心城市土储。随着市场波动减弱、复苏进程加快, 未来业绩确定性强, 我们上调其 2023/2024/2025 年归母净利润的预测至 45.8/52.7/60.5 亿元(原预测为 43.6/49.3/56.0 亿元), 对应的 EPS 为 1.14/1.31/1.50 元, 对应的 PE 为 7.6X/6.6X/5.7X, 维持“买入”评级。

**建发物业 (02156.HK): 2023 年中报点评: 业绩高增外拓发力, 业务结构持续优化**

盈利预测: 公司大股东项目供给稳定, 在管面积稳步增长。多元化社区增值服务高速增长。我们维持其 2023-2025 年归母净利润 3.3/4.3/5.5 亿元的预测, 对应的 EPS 为 0.25/0.32/0.41 元, 对应的 PE 为 13.9X/10.7X/8.4X,

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；社会总需求恢复缓慢。

**宋城演艺 (300144): 2023 年中报点评: Q2 业绩大幅修复, 核心项目暑期经营向好**

盈利预测与投资评级: 公司作为中国旅游演艺龙头公司, 以“主题公园+文化演艺”模式不断扩张, 定位独特形成优秀项目模型, 运营迭代保持领先, 随着旅游演艺行业重回轨道, 公司有望在疫后快速恢复盈利能力。根据景区经营恢复进度, 我们下调对宋城演艺的盈利预测, 2023-2025 年归母净利润分别 8.50/11.37/14.13 亿元 (前值为 9.26/13.31/16.24 亿元), 对应 PE 估值为 37/28/22 倍, 维持“增持”评级。风险提示: 在建项目建设进度不及预期, 新项目业绩爬坡不及预期, 行业竞争加剧等。

**爱柯迪 (600933): 2023 年半年报点评: 品类拓展+海外战略同步推进, 业绩同比高增长!**

盈利预测与投资评级: 我们维持公司 2023-2025 年营收预测为 57.50/77.20/96.04 亿元, 同比分别+35%/+34%/+24%; 维持 2023-2025 年归母净利润预测为 8.47/11.37/15.03 亿元, 同比分别+31%/+34%/+32%, 对应 PE 分别为 23/17/13 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 下游乘用车需求不及预期, 格局竞争加剧超出预期, 铝合金价格上涨超出预期。

**雅本化学 (300261): 2023 年半年报点评: 基地建设有序推进, 员工持股计划彰显公司发展信心**

盈利预测与投资评级: 基于公司大力推进兰州基地建设, 我们维持公司 2023-2025 年归母净利润分别 1.8、2.3、3.0 亿元, 同比增速分别-13%、31%、28%, 按 2023 年 8 月 25 日收盘价计算, 对应 PE 为 43、33、26 倍。我们看好公司“2+X”战略及其成长性, 维持“买入”评级。风险提示: 宏观经济波动; 项目投产进度不及预期; 股东减持影响。

**同程旅行 (00780.HK): 2023 年半年度报告点评: 业绩超预期, 微信流量助力深耕下沉市场**

盈利预测与投资评级: 同程旅行独享微信流量红利实现加速成长, 国内出行维持高景气, 跨境旅游逐渐恢复, 公司营收、利润大幅修复。基于最新财务数据和盈利能力修复态势, 我们上调 2023-2025 年同程旅行归母净利润分别为 12.71/17.38/23.04 亿元 (前值为 11.03/15.69/19.69 亿元), 对应年 PE 估值为 30/22/17 倍, 维持“增持”评级。风险提示: 出行恢复不及预期, 出行消费习惯变化, 行业竞争加剧等。

**万业企业 (600641): 2023 年中报点评: 半导体设备在手订单饱满, 平台化布局快速推进**

盈利预测与投资评级: 考虑到公司在手订单充足, 我们维持 2023-2025 年归母净利润预测分别为 5.03、5.62 和 6.39 亿元, 当前市值对应动态 PE 分别为 28、25 和 22 倍, 维持“增持”评级。风险提示: 晶圆厂扩产节奏不及预期, 订单获取及交付不及预期等。

**联赢激光 (688518): 2023 年中报点评: 净利率大幅提升, 在手订单依旧饱满**

盈利预测与投资评级: 考虑动力电池扩产增速放缓, 我们谨慎调整 2023-2025 年公司归母净利润预测分别为 4.93、6.83 和 8.73 亿元 (原值 5.04、7.31 和 9.38 亿元), 当前市值对应动态 PE 分别为 16、11 和 9 倍。公司立足锂电行业、横向拓展消费电子、汽车、光伏、氢燃料等领域, 平台化延展成长性较为突出, 维持“买入”评级。风险提示: 动力电池行业扩

产不及预期，市场竞争加剧等。

**新奥股份 (600803): 2023 年中报点评: 零售气价差修复, 直销气利润大增**

盈利预测与投资评级: 公司已完成新奥能源和舟山接收站资产的注入, 实现天然气全产业链布局, 天然气业务稳健发展, 龙头地位日益稳固。我们维持 2023-2025 年公司归母净利润 66.51/79.20/94.12 亿元, 同增 13.81%/19.07%/18.84%, EPS 为 2.15/2.56/3.04 元, 对应 PE 8.0/6.7/5.6 倍 (估值日期 2023/8/25), 维持“买入”评级。

**三星医疗 (601567): 2023 年中报点评: 医疗与配用电业务稳健向好, 毛利率显著提升**

事件: 2023 年 H1, 公司实现营业收入 55.49 亿元 (+26.17%, 表示同比增速, 下同), 实现归母净利润 8.70 亿元 (+147.60%), 扣非归母净利润 8.16 亿元 (+66.29%); 单 Q2 季度, 公司实现营业收入 33 亿元 (+36.63%), 归母净利润 6 亿元 (+221.37%), 扣非归母净利润 5.5 亿元 (+90.46%)。23H1 公司毛利率 31.12% (+4.63 pp)。归母净利润符合预告中值、收入符合预期, 整体业绩符合我们预期。盈利预测与投资评级: 考虑到公司智能配用电业务毛利率与净利率快速提升, 我们将 2023-2025 年公司归母净利润由 12.13/16.15/19.46 亿元调整至 16.83/21.77/25.68 亿元, 对应当前市值的 PE 估值分别为 12/10/8 倍。维持“买入”评级。风险提示: 医院扩张与盈利或不及预期风险; 医疗管理层团队变动风险; 医保政策不确定性风险; 海外订单增长或不及预期风险; 电表成本上涨风险等。

**九牧王 (601566): 23 年中报点评: Q2 主业加速恢复, 非经损益影响净利**

盈利预测与投资评级: 公司为国内男裤第一龙头, 20 年与君智咨询合作开启“男裤专家”战略改革, 围绕品牌、产品、渠道进行改革, 23H1 疫后修复+战略变革逐步显现促主业趋势向好, 营收已恢复至 21 年同期水平、扣非净利较 21 年同期呈现较大幅度增长、店效、盈利能力均明显改善, 但受到公允价值变动亏损拖累、上半年归母净利尚未恢复至 21 年同期水平且 Q2 单季净利仍出现亏损, 公司未来计划缩小金融资产规模、减小非经项目对业绩的扰动。渠道调整下公司上半年仍处净关店、但截至 23H1 末新开或整改的十代店数量近 1000 家 (22 年末 850 家)、占比超过 45%、明显提升, 预计未来保持每年 400 家左右的升级速度, 战略变革效果有望继续加强。考虑非经常性损益对净利的影 响, 我们将 23-25 年归母净利分别从 2.84/3.55/4.35 亿元下调至 2.45/3.23/3.96 亿元、对应 23-25 年 PE 为 23/17/14X, 维持“增持”评级。风险提示: 经济及消费疲软, 金融资产公允价值波动, 品牌转型不及预期等。

**荣盛石化 (002493): 2023 年半年报点评: Q2 盈利环比改善, 新材料项目有序推进**

盈利预测与投资评级: 我们维持公司 2023-2025 年归母净利润为 45、106、153 亿元, 按 8 月 25 日收盘价计算, 对应 PE 分别 26.2、11.3 和 7.8 倍。炼化板块景气回升, 新材料布局逐步成型, 维持“买入”评级。风险提示: 原材料价格波动、需求恢复不及预期、炼化行业竞争加剧

**振华科技 (000733): 2023 年中报点评: 业绩稳健增长, 看好军用电子领先企业发展前景**

盈利预测与投资评级: 考虑下游装备的放量节奏, 我们预计 2023-2025 年归母净利润为 29.40(-0.54)/35.31 (-1.62)/45.92(+0.50)亿元, 对应 PE 分

别为 15/13/10 倍，维持“买入”评级。 风险提示：1) 下游需求及订单波动；2) 原材料价格上涨；3) 客户集中度较高风险。

**霍莱沃 (688682): 2023 年中报点评: RDSim 和低轨卫星有望进一步提振业绩**

盈利预测与投资评级：基于下游应用领域广阔前景和公司在雷达检测领域的领先地位，我们将 2023-2025 年归母净利润调整为 0.81(-0.30)/1.06(-0.59)/1.47 亿元；对应 PE 分别为 43/33/24 倍，维持“买入”评级。 风险提示：1) 市场竞争加剧；2) 收入季节性波动；3) 人才流失和技术泄密。

**中航电子 (600372): 2023 年中报点评: 归母净利润同增 25.30%，两次增发打造一流航空电子企业**

盈利预测与投资评级：基于十四五期间军工行业高景气，并考虑公司在航空机载业务的核心地位，我们将 2023-2025 年归母净利润调整为 22.75 (+11.31) /29.96 (+15.53) /34.94(+17.19) 亿元；对应 PE 分别为 31/23/20 倍，维持“买入”评级。 风险提示：1) 市场竞争加剧风险；2) 供应链风险；3) 技术创新风险；4) 质量控制风险。

**华秦科技 (688281): 2023 年中报点评: 总营收同比增长 41.25%，型号任务饱满**

盈利预测与投资评级：基于十四五期间军工行业高景气，并考虑公司在航发产业链的核心地位，我们将公司 2023-2025 年归母净利润调整为 4.70 (+0.08) /6.43 (+0.13) /8.82(+0.58) 亿元；对应 PE 分别为 55/40/29 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。

**三角防务 (300775): 2023 年中报点评: 航空锻件核心供应商，有望受益于下游高景气**

盈利预测与投资评级：基于十四五军工行业高景气，并考虑公司在锻造领域的核心地位，我们将 2023-2025 年归母净利润调整为 8.10(-0.57)/10.53(-1.09)/12.70(-2.34)亿元；对应 PE 分别为 20/15/13 倍，维持“买入”评级。 风险提示：1) 下游需求及订单波动；2) 应收账款坏账风险；3) 客户集中度较高风险。

**中航高科 (600862): 2023 年中报点评: 营收同比增加 4.93%，航空新材料业务增长良好**

盈利预测与投资评级：基于十四五期间军工行业高景气，并考虑公司在碳纤维产业链的核心地位，我们将 2023-2025 年归母净利润预测调整为 10.10(-0.13)/13.57(+0.48)/16.84(+0.36)亿元；对应 PE 分别为 34/25/20 倍，维持“买入”评级。 风险提示：1) 战略举措未能实现对资源的有效管理风险；2) 复合材料业务受宏观经济波动及政策影响风险。

## 宏观策略

### 宏观周报 20230827: 下调印花税率: 秤砣虽小, 但是否能压千斤?

近日证监会公开表示“已关注到市场对调降证券交易印花税率率的呼吁和关切”, 新一轮印花税率调整政策终于在今天“千呼万唤始出来”。历次印花税率改革如何展开? 改革政策推出后对股市活跃度的刺激作用又有多大? 以史为鉴, 历次印花税率调整均发生在股市过热或过冷的情况之下, 政策推出后极短期内可以对股市起到一定提振作用, 但资本市场信心的完全恢复仍需更多政策的释放。印花税率调整是否能起到“星星之火, 可以燎原”之用途? 其实证券交易印花税率占税收收入比重比较低, 因此若下调印花税率后导致印花税额下降, 那对经济以及财政的冲击也并不大。但同时证券交易印花税率规模有限也意味着印花税率调整对于股市的调节性功能或很难发挥出来。那印花税率调整政策能否起到“以小博大”的作用, 成功撬动起投资者信心的重启? 以史为鉴, 印花税率政策推出之际正迎股市过热或过冷时期。继 1990 年沪深两大证券市场建立之后, 我国印花税率共经历了 13 次调整, 其中包括 5 次上调印花税率、8 次下调印花税率。历次印花税率调整均发生在股市走势趋于极端的情况之下: 比如在 2006 至 2007 年的大牛市中后期阶段, 2007 年 5 月将印花税率从 1% 提升至 3%; 2008 年熊市中后期阶段又推出了两轮降低印花税率的政策。“价”与“量”的博弈, 谁更胜一筹? 降低印花税率后对印花税率的影响途径主要有两种结果: 第一种形式是降低印花税率后的确对提振投资者信心起到一定作用, 投资者将更多资金流入股市, 使得政府所征印花税率不减反增; 第二种形式表现更直接明了: 降低印花税率对股市的提振作用“微不足道”, 导致政府所征印花税率降低。我们可以把这两条路径简单理解为, 价与量的博弈中, 第一种形式为“量”胜, 而第二种形式为“价”胜。“价”与“量”的博弈, 可能是“价”胜出。根据证券交易印花税率同比增速走势来看, 历次印花税率经历下调之后, 政府所征印花税率呈现出下降趋势。这可能意味着降低印花税率不足以完全提振投资者信心, “量”的提升并未弥补“价”的下调。降低印花税率后仅在极短期内提振股市活跃度。我们以近四次降低印花税率(即 2001 年 11 月、2005 年 1 月、2008 年 4 月及 2008 年 9 月)前后市场的反应为例进行讨论, 发现调降印花税率仅能使股市在极短期内止跌、带来日度或周度级别的回涨。若要真正提振资本市场信心, 仅靠降低印花税率进行支撑是不够的, 证券交易印花税率并不会影响股市的基本发展趋势。降低印花税率可能“醉翁之意不在酒”。印花税率调整并不能完全改变市场的长期趋势, 但我们认为降低印花税率的真正目的可能并不在于短期救市。从长远来看, 降低印花税率释放了两大信号: (1) 可以降低交易成本、提高交易效率; (2) 让投资者意识到市场的呼声产生了效果, 体现政策端对股市的关切, 促使其良性发展。调降印花税率或许只是稳定市场的第一步。降低印花税率似乎只能初步表明政策端对资本市场的呵护和判断, 但若要真正提振股市、恢复投资者信心, 仅靠降低印花税率这一政策进行支撑仍是不够的。也许提振资本市场政策“组合拳”的进一步推出, 政策的累计效应才会逐步开始显现。或者是在宏观政策上有所作为、经济尽快走出“困境”, 才能真正地使市场保持向好。本周高频数据显示, 车市热度不减, 假期收尾为出行热度再“充电”; 三线城市引领新房销售小幅回暖, 而二手房销售表现略显逊色。高温下的工业生产难逃放缓节奏, 但建筑业生产形势有改观、汽车业继续在高温之际“迎难而上”。受地产链利好政

策不断影响，国内工业品价格普涨。票据利率临近月末回升。 风险提示：政策定力超预期；出口超预期萎缩；信贷投放不及预期。

（证券分析师：陶川 证券分析师：邵翔）

### 宏观点评 20230827：印花税下调与政策接力

今天市场久盼的印花税下调终于落地。从本周五三部门（住建部、人民银行、金融监管总局）9年来首次推动取消“认房又认贷”，到当前财政部15年来首次调降印花税呼应证监会“活跃资本市场”。我们终于看到部委间通过政策协同形成合力，以兑现中央“提振经济和恢复信心”的顶层设计。从当前来看，我们认为“活跃资本市场一揽子措施”+“一揽子地方化债方案”+“房地产政策的优化调整”构成了下半年政策发力的主线，随着这三大政策的同步推进，市场从政策底—市场底—经济底的进程也有望加速。 下调印花税，吹响活跃资本市场的“冲锋号”。从今年二季度开始，我国股市表现逐步落后于其他国家。究其原因，我们认为市场估值偏低是最主要的拖累：疫情放开后经济复苏的曲折以及地缘政治的不确定性使得市场信心略显不足。基于此，活跃资本市场似乎成为稳定信心的“燃眉之急”。从7月政治局会议对“提振投资者信心”做出开端，到证监会“活跃资本市场25条”打好铺垫，政策端对资本市场的“保驾护航”不断传出积极的信号。而今天下调印花税率一举无疑是打响活跃资本市场的“第一枪”。降低印花税率：不高估短期作用，不低估中期信号。以史为鉴，我国共经历过8次证券交易印花税率的下调，而历次降低印花税率均发生在股市不太乐观的情形下。不过，调降印花税率本身对股市的提振作用似乎有限，但我们认为降低印花税率的真正目的可能并不在于短期救市。从中期来看，降低印花税释放了两大信号：（1）可以降低交易成本、提高交易效率；（2）让投资者意识到市场的呼声产生了效果，体现政策端对股市的关切。因此调降印花税率往往只是稳定市场的开始，待提振资本市场政策“组合拳”的进一步推出，政策的累计效应才会逐步开始显现。 财政、金融“两手抓”，今年地方化债将进入“快车道”。今年地方政府面临的土地收入下滑和偿债（尤其是隐性债务）压力上升的难题愈发严峻。面对从7月政治局会议上对“有效防范化解地方债务风险”的政策定调，9月或将迎来“一揽子化债方案”具体措施的落地。我们预计“财政+金融”会双剑合璧，将为今年化解地方隐性债务提供充分的保障：财政上，负债端推出特殊再融资债、资产端处置政府资产，应对偿债风险；金融上，央行或会设立SPV工具，应对债务的流动性风险。 财政端为化债主力，资负“双轮驱动”。在财政负债端，作为第一个成功将地方政府隐性债务清零的利器，2022年6月后暂停发行的特殊再融资债有望“重返赛场”。我们在之前的报告《呼之欲出，一文读懂特殊再融资债券》中提出，若今年重启特殊再融资债，其理论发行上限约为2.6万亿元，但由于限额空间需要为专项债预留额度、且出现大规模隐性债务置换的可能性并不大，因此我们预计今年特殊再融资债的发行规模大概为1.3-1.8亿元。在财政资产端，或可加大盘活存量资产力度为地方政府资产“增厚”。近年来政府多次重申盘活存量资产：2022年5月国办发布的《关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见》中，明确指出要“推动地方政府债务率较高、财政收支平衡压力较大的地区，加快盘活存量资产，稳妥化解地方政府债务风险”。我们预计今年盘活存量资产工作将全面铺开，短期内可为地方财政可持续能力“续航”，有利于推动地方政府各类债务的偿还工作。 金融端将是化债过程中的“最强辅助”。追溯我国上一次使用SPV为小微企业提供流动性是发生在新冠疫情初始之际：2020年6月央行推出了总额4400亿元的普惠小微企业信用贷款

支持计划以及普惠小微企业贷款延期支持工具,通过 SPV 向地方法人银行提供支持,间接为中小企业贷款提供支持。在央行无法直接向非金融机构(包括政府及其平台)提供贷款或融资的法律规定下,间接通过 SPV 向相关市场注入流动性这一举措是有效的。因此我们预计 SPV 将“重现江湖”、与财政端相关化债方案打好“配合战”,支持地方政府融资平台化解当下的流动性压力。 地产:预期政策兑现中。在 7 月下旬政治局会议以及住建部对地产放松表态一个月后,“认房不认贷”政策细则终于落地,也是 2017 年初以来二套房认定限购政策的首次全面放宽。细则中提到“该政策将纳入‘一城一策’工具箱,供城市自主选用”,意味着后续政策施行仍由各城市确定。截至 2023 年 7 月仍有十余个重点一、二线城市执行“认房不认贷”,我们认为除一线城市核心城区以外的地区会率先放开。“认房不认贷”影响几何?二套房认定放松后首付比例与房贷利率的下降将是刺激居民改善性换房的主要动力。根据我们统计,若目前仍执行“认房又认贷”的十五个城市均放松限购,市内住房置换的平均房贷利率将降低 82 个基点、首付比例平均降幅可达 23 个百分点(根据图 14 中认房又认贷的城市数据做简单平均),理论上对“卖一买一”的改善性需求刺激程度不小。但需求释放的程度以及持续性或需进一步观察。包括南京、杭州、郑州在内的城市已在去年陆续放开二套房认定限购措施,放松范围从面向特定人群及地区逐步扩大到全市,但刺激效果并非“立竿见影”。在如今居民消费信心及收入未完全修复的背景下,地产需求的释放或需要存量房贷降息等地产放松政策形成的“合力”。 风险提示:政策定力超预期;出口超预期萎缩;信贷投放不及预期。

(证券分析师:陶川 证券分析师:邵翔)

#### 宏观点评 20230826: Jackson Hole 会议,鲍威尔“透露”了什么?

同样的“鹰”派发言,不一样的市场反应。去年 Jackson Hole 会议上,美联储主席鲍威尔十分钟的“鹰派”发言吓崩美股,当日下跌 3.4%。而在本次会议上,市场吸取了去年的教训,提前开始“鹰派”定价,所以相比于去年整体显得更加淡定与从容。市场也并未对此次鹰派的言论“伤得太深”,当日三大股指均收涨。 鉴于美联储在历次 Jackson Hole 会议上释放过政策信号后,都会有相应的政策配合(图 1)。一年一度的全球央行年无疑是市场预判美联储下一步行动的重要依据。本次鲍威尔的演讲聚焦于两点:重申 2% 的通胀目标并强化或再次加息的立场。发言承认利率到了限制性水平,但美联储年内结束加息周期难度较大。讲话中鲍威尔表明“实际利率为正值,远高于大多数中性预期”。但是从实际情况来看,即便利率已经高于中性水平,对经济放缓程度有限且经济有重新加速迹象。倘若经济增长持续高于趋势,美联储需要进一步加息来抑制这一强劲趋势。 其实临近加息终点,7 月议息会议以来,美联储官员对于年内是否仍还有一次加息存在一定分歧(图 2)。鸽派官员博斯蒂克认为“我们目前的政策显然处于限制性区域,无需进一步加息。”而在 7 月疲软的 PCE 数据发布后,鹰派官员代表梅斯特、鲍曼、卡什卡利三位官员的表态并没有转向。反而在 7 月会议上上调了 2025 年的 PCE 和核心 PCE 同比预期,这与鲍威尔在会上传达的“尽管通胀已经从峰值回落,这是一个可喜的进展,但仍然过高”意思相一致。 美联储有“耐心”,加息更“从容”。美联储选择观望式策略以防前期工作的“前功尽弃”。因此在未看到持续性走软数据之前,9 月美联储很谨慎。但 11 月继续加息的可能性很大,原因主要有两个: 一是我们的模型显示年内美国通胀有再次提速的风险。我们的模型预测 8 月 CPI 同比将升至 3.8%(7 月为 3.2%),12 月 CPI 同比或将接近 4%,这与克利夫兰联储的预测基本

一致（图3）。近几个月来，通胀放缓的动能没有继续减弱，反而在上月反弹。二是美国经济韧性十足，“双轨”经济逐渐从分化到收敛。制造业与服务业PMI分化的走势在上月开始在回归一致。收敛过程中体现美国超强经济韧性：不仅二季度实际GDP增速被上修至2.4%，而三季度或将继续反弹至5.8%（亚特兰大联储预测）。从美联储官员表态可以看出，衰退不再是基准假设，这给美联储尚还有一次加息打了“强心针”。对于尚未结束的政策紧缩，债比股更“谨慎”。债市从上周开始，就在逐步定价本周杰克逊霍尔会议上可能释放的偏“鹰”政策预期。因此在讲话后，从波动来看，债市相对于股市表现的更加“从容”。往后看不确定性来自于9月议息会议上美联储对于降息的引导：降息时点方面，虽然市场对降息预期在不断后移，但对于明年的降息幅度仍旧高于联储预期（图4-5）。考虑到当前增长显著超预期，不排除联储在9月会议调降2024年降息幅度的可能性。如果美联储对明年降息的指引持续低于市场一致预期，将对美债有一定的引导作用。对于债市而言，由于10年期国债收益率走势和美联储政策利率走势相近，在美联储预期引导偏“鹰”下，短期内10年期的美债收益率将在4.2%左右的中枢高位波动。而对于股市而言，市场乐观预期将被修正。股市此前对市场政策预期的解读比债更“乐观”，虽然近期走势上出现了一定的下跌，但当前波动率明显处于较低水平。由于美联储政策并没有像市场所预期的“鸽派”靠拢，股市波动上升，美股继续调整将是大概率事件（图6）。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，政策被迫提前转向，美国银行危机再起金融风险暴露。

（证券分析师：陶川 证券分析师：邵翔）

## 固收金工

### 固收点评 20230828：特殊再融资债券或将重启，分配机制及区域额度或为几何？

事件 《财新周刊》2023年8月21日封面报道《怎样消化地方债》一文中披露较大规模特殊再融资债券或将于近期启动：媒体公开消息称预计总发行规模约1.5万亿元，分配机制及区域具体额度尚不明确，可能涉及12个偿债压力较大的省份及地区，包括天津、贵州、云南、陕西、重庆等。此外央行或将设立SPV，配合特殊再融资债券化解城投平台流动性风险。本次方案为中央一揽子化债方案的重要表现之一，若重启将推动第4轮地方债务置换，目的在于“防范化解个别地区的地方债流动性风险”。观点 第3轮特殊再融资债券发行浪潮回溯：1) 地方政府再融资债券首次出现于财政部发布的《2018年4月地方政府债券发行和债务余额情况》文件，彼时其用途定义为“用于偿还部分到期地方政府债券本金”，本质为一种“借新还旧”债券。自2020年12月起，部分再融资债券的募集资金用途表述发生变化，并由此衍生出特殊再融资债券。该类债券发行的资金募集用途不再是“偿还政府债券”并注明具体偿还对象，而是转为“偿还存量债务”，即实质上用于置换地方隐性债务。2) 历史上第3轮特殊再融资债券的发行可分为两个阶段，第一阶段为2020年12月-2021年9月，主要基于各省市在2019年开始的建制县隐性债务化解试点基础上，由原先的试点置换债转向追加推行特殊再融资债，发行规模为6128亿元；第二阶段为2021年10月-2022年6月，该阶段发行的特殊再融资债券集中于北京、广东、上海三地，该三省市由于地方经济财政实

力较强而作为推进全域无隐债试点区域，因此次发行目的为区域隐性债务清零，故该阶段特殊再融资债券发行规模达 5042 亿元；由结果来看，广东和北京两地已先后宣布实现全域隐性债务清零的目标，而上海浦东、奉贤、崇明、金山、松江和闵行 6 区亦于 2022 年宣布实现部分区域隐性债务清零。此后，特殊再融资债券处于暂停发行状态。3) 结合 2020 年 12 月至 2022 年 6 月整体特殊再融资债券发行情况来看，发行范围涉及全国 28 个省份，发行规模达到 1.12 万亿元。具体而言，其中特殊再融资债券发行规模最大的省市依次为北京（3518 亿元）、广东（1135 亿元）、上海（655 亿元）、辽宁（500 亿元）和重庆（500 亿元）；若剔除为实现全域隐债清零而发行的部分，则辽宁、重庆、天津、新疆、贵州等城投偿债压力较大的地区发行特殊再融资债券规模相对显著。本轮特殊再融资债券发行额度预计不超地方债务限额，分配机制或向高风险地区倾斜：1) 截至 2022 年末，全国隐性债务规模（根据城投有息负债计算）达 41.85 万亿元，地方政府债限额约 37.37 万亿元，地方政府债余额达 34.94 万亿元，即全国约有 2.43 万亿元的地方政府债举债空间，若假设本轮发放 1.5 万亿元特殊再融资债券的消息属实，则尽管该额度相对于置换全国范围内的隐性债务仍明显不足，但本轮特殊再融资债券的发行规模不超过该 2.43 万亿元的理论举债空间或有助于规避因增加地方政府显性债务额度而打破全国地方债务风险的当前水平。2) 从地方政府债发行限额地区分布来看，我国各地区地方债限额标准下的特殊再融资债券发行空间差异较大，且存在额度与需求不平衡的现象，即发行空间集中于上海、江苏、北京等强资质省市，而部分隐债负担较高的弱资质省份，例如天津、重庆，其潜在发行空间已不足 300 亿元。3) 考虑到北京、广东等地已宣布实现隐性债务全域清零，因此预计本轮 1.5 万亿元特殊再融资债券发放的区域额度将以对全国限额实行再分配为主，旨在集中解决个别偿债压力较大、违约风险较高的地区，从而实现一揽子化债方案“防范化解个别地区的地方债流动性风险”的目标。特殊再融资债券的落地预计将缓解市场对尾部区域城投债务的风险担忧，增强区域城投融资流动性，助力当地二级市场城投信用利差稳步下行：参考发行特殊再融资债券第一阶段期间的 2020 年 12 月的隐债置换试点区，以河南省许昌市魏都区为例，该地区于 2020 年 12 月 23 日成功通过全国竞争性评审，成为市内第一个建制县（区）入选试点。观察其被纳入试点后区域利差的走势变化，可以发现相较于同属许昌市但未纳入试点的禹州市，尽管禹州市财政经济实力均强于魏都区，但魏都区内 AAA 评级的城投公司信用利差走势在魏都区入选试点后即呈现显著压缩，而同期内禹州市同级别城投公司利差走势则仍保持稳中走扩态势，表明获得隐债置换额度的消息推动两地利差差异在 2021 年初之后快速收窄，且该影响维持长达近 5 个月，可见取得特殊再融资债券额度将有利于修复相应地区的城投估值、缓释区域风险、重塑市场信心。今年以来多地积极响应中央继续推进隐性债务化解指引，力争取得更多特殊再融资债券发行配额支持：2023 年初，贵州省、青海省便在各自《2022 年预算执行情况和 2023 年预算草案的报告》中提及计划争取县级化债试点，重点化解地方债务风险。此外，另有多个省和地级市在官方文件和会议中提及积极争取化债试点以及通过再融资债发行置换来化解债务等相关表述。该类表述出现的频率在 2023 年 6、7 月明显增加，且其中贵州、青海地区再度发文并与年初形成呼应，涉及地区更加具体，增加该部分地区取得本轮特殊再融资债券发行额度分配的概率。除政府发文表达化债意愿等措施外，本文认为各地区政府债务实际情况或系预测本轮特殊再融资债券额度分配对象的另一

关键因素：1) 根据 2023 年 3 月 29 日发布报告《地方债务空间还有几何？》，采用  $(\text{地方显性债务} + \text{隐性债务}) / (\text{一般公共预算收入} + \text{政府性基金收入})$  定义地方债务率，该指标主要反映地区整体债务的偿还压力及地方财政实力对其债务负担的覆盖程度，虽然测算方式表明发行特殊再融资债券是显、隐债的内部转化，并不影响地区债务率情况，但是基于“防范化解个别地区的地方债流动性风险”这一目的，本轮债券发行额度的分配或更可能偏向地方债务率偏高的地区。2) 结合地方政府负债率(%)、隐债负担(%)以及城投债利差(BP)等因素综合考虑，我们筛选出四类取得本轮特殊再融资债券发行额度可能性较高的地区：a) 第一类地区：天津、贵州、云南。该类地区均为 2023 年以来舆情事件频发、市场热度较高的“网红”地区，亦是城投利差持续高企的地区，提示此类地区市场信心亟需重振。其中天津债务率及隐债负担均居全国首位，云南与贵州兑付压力同样较大，且政府发文频繁，多项信号佐证该部分地区取得分配额度的概率极高。b) 第二类地区：重庆、陕西、湖南、湖北、江西、安徽与河南。该类地区或部分市县偿债压力较大、市场关注程度有所上升，或政府文件涉及化债试点申请、化债措施较多，且该类地区市场热度虽不及第一类地区，但城投有息负债规模及隐债负担在全国亦属于中等偏高水平，因此也有较大概率获得一定规模的特殊再融资债券发行额度。c) 第三类地区：广西、吉林、甘肃与内蒙古。该类地区同样具有获配特殊再融资债券发行额度的可能，但由于此类地区本身隐债规模和债务压力均尚可，因此获得分配额度的概率及规模均相应降低。d) 第四类地区：山东、宁夏、青海。虽然今年山东省内部分市、区舆情频发导致市场关注度持续高涨，但是鉴于其“经济发展大省”的定位以及处于全国中游水平的债务率与利差表现，或可推测中央及市场仍对山东省依靠自身财政经济实力完成化债抱有一定信心，因此分配其特殊再融资债券发行额度的可能性较低；而宁夏与青海虽然同样面临较高偿债压力，但由于其隐债规模较小，通过发行特殊再融资债券化债的影响有限，故可能性较低。基于对本轮特殊再融资债券发行额度分配对象的预测，进一步研判可能取得发行额度的地区所能获得的额度规模，研判依据为地区隐债负担与偿债压力大小：1) 前文中，我们得出地方债务率较高、隐债负担较重、流动性承压且伴随市场关注度保持高位的地区更可能成为本轮特殊再融资债券额度分配对象的结论，辅以本轮总额为 1.5 万亿元的假设，测算各地或可取得的特殊再融资债券额度以及取得分配后隐债体量的下降程度。2) 测算结果显示，a) 第一类地区（天津、贵州、云南）预计共获得 40% 左右的份额，城投有息负债体量均可相应下降约 20%，降幅较可观，其中天津将获得最高的比例（12%-18%），但取得该份额并完成发行后其隐债负担仍较大。b) 第二类地区（湖南、江西、湖北、安徽、陕西、重庆、河南）预计各将获得 5%-10% 的特殊再融资债券份额，该类地区城投有息负债体量下降幅度有限，介于 3%-8% 之间，分配后隐债负担仍处于较高水平，例如重庆依然约 336.58%，可见第二类地区取得特殊再融资债券额度后针对性的运用于个别下辖区县的可能性较大。c) 第三类地区（广西、吉林、甘肃、内蒙古）一方面由于获得分配的可能性较低，另一方面自身隐债负担较小，因此即使获得分配份额，预计比例或低于 3%，但仍能显著降低当地城投有息负债体量。d) 综上所述，本轮特殊再融资债券主要将集中解决个别偿债压力较大、化债进度受阻的地区，即当前债务规模、隐债负担双高、地区舆情多发的省市，本文推测对此类地区（天津、贵州、云南）有望分配特殊再融资债券额度比例或达 20% 左右，化债成效较好；而其余地区取得的额度比例虽可能均未超过

10%，但用于处理个别市、区县的债务问题仍有余地。整体而言，受限于全国地方债务限额管控，大部分地区所取得的特殊再融资债券额度对其隐债负担的变化影响不大，可见各地方政府的化债措施不能仅依靠特殊再融资债券予以置换，真正实现隐债清零、避免发生系统性金融风险的目标仍需各地政府统筹全局，牢牢把握建立核心产业提升自身财政经济实力以及全力支持当地城投平台市场化转型两项长期化债方针。风险提示：债务率测算误差；政策落地超预期。

(证券分析师：李勇 研究助理：徐津晶)

### 固收周报 20230827：2023 年 9 月流动性是否存在压力？

观点 2023 年 9 月流动性是否存在压力：从实体经济角度而言，超额准备金是真正意义上的“高能货币”。 $\Delta$ 超额准备金= $\Delta$ 基础货币- $\Delta$ 货币发行- $\Delta$ 法定存款准备金= $\Delta$ 外汇占款+ $\Delta$ 对其他存款性公司债权- $\Delta$ 财政存款- $\Delta$ M0- $\Delta$ 法定存款准备金。影响超储率的因素有五个：外汇占款、对其他存款性公司债权（主要关注央行公开市场操作）、财政存款、货币发行和法定存款准备金变动。下文将从五因素模型着手，对 2023 年 9 月流动性情况进行预测。(1) 2023 年 9 月外汇占款环比减少约 23 亿元，对流动性略有负面影响。(2) 8 月以来，在政府债发行提速背景下，资金利率震荡上行，叠加 8 月 15 日央行下调 7 天逆回购利率 10BP 以及月中缴税因素，资金利率曾一度高于政策利率，随着缴税高峰过去，截止 2023 年 8 月 24 日，DR001 和 DR007 分别为 1.58%和 1.78%，重回政策利率以下。从公开市场操作来看，8 月央行共计净回笼 1460 亿元。2023 年 8 月 15 日，央行继 6 月降息后进一步下调政策利率，分别将 MLF 和 OMO 利率下调 15BP、10BP。8 月 21 日，1 年期 LPR 下调 10BP，而 5 年期以上 LPR 与上期持平。此次 LPR 非对称降息更多出于稳定银行净息差的考虑。(3) 2023 年 9 月财政存款净减少 5400 亿元左右。(4) 2023 年 9 月 M0 环比增加 2100 亿元左右。(5) 2023 年 9 月法定存款准备金约增加 2200 亿元。考虑财政存款、现金走款和银行缴准因素后，2023 年 9 月不存在流动性缺口。从央行未下调 5 年期以上 LPR 的谨慎操作来看，缓解商业银行息差压力将成为后续政策的主要着力点，预计下半年央行会进一步引导存款利率下行，同时不排除下半年降准的可能，流动性总体宽松。美国 7 月房地产市场持续回暖，耐用品订单大幅下滑，美债收益率和美联储加息路径未来预计如何变化？本周，2Y 和 10Y 美债收益率在 20Y 美债的稳健标售结果公布后，分别下破 4.94%和 4.19%；在杰克逊霍尔全球央行年会开幕前，飙升至 5%和 4.34%；在公布 30 年期 TIPS 标售结果高于预发行利率后，飙升至 5%和 4.36%。本周分别在 4.94-5.05%和 4.18-4.36%间震荡。当前美国经济形势复杂，短期来看，虽然耐用品订单大幅下滑，但房地产市场持续回暖，房租价格居高不下，通胀韧性犹存。美联储的加息路径不确定性加大，我们认为其原因在于：(1) 7 月美国新屋销售超预期创新高，房地产市场复苏。美国 7 月成屋销售总数 407 万，低于预期 415 万；环比-2.16%，低于市场预期-0.2%；同比较上月跌幅收窄至-16.6%。新屋销售总数 71.4 万，高于预期 70.4 万，创今年新高；环比 4.4%，高于预期 1%；同比大幅升温至 31.49%。成屋中位价同比上升至 1.93%，新屋中位价同比跌幅扩大至-8.68%。成屋库存同比-14.62%，可供应 3.3 月，处于历史低位；新屋库存同比-5.4%，可供应 7.3 月。7 月营建许可同比跌幅收窄至-12.97%，新屋开工同比上涨至 5.91%。NABH 的住房景气指数持续攀升至 56，房地产市场出现回暖迹象。(2) 当前美国成屋库存水平处于历史低位，导致购房者涌入新屋市场，刺激新屋建设。目前房地产市场呈现出新屋销量同比增速高于成屋销量同比，但新屋中位价同比增速低于成屋

中位价的现象。从需求侧看，美债长短期收益率曲线倒挂，对房地产市场影响最显著的长端美债收益率见顶回落，对近五个月新屋销售同比上涨有贡献。从供给侧看，其一，疫情期间居民对住宅的需求迅速过热，且居家办公的趋势导致需求增强，但新屋开工受疫情影响走弱，且在美联储降息至零的影响下，导致成屋库存大幅减少。其二，7月美联储宣布加息25bp。高利率的环境下，居民出售成屋的意愿非常低。且前期房价飙升，和对地产需求的释放导致现在美国房价可负担水平处于历史低位。目前美国房地产回暖趋势可能小幅受到美债利率回升的影响，但若明年美联储开启降息，住房销售可能大幅提升，且成屋库存低位可能使得年内新屋建设链条改善。(3) 7月美国耐用品订单创三年最大跌幅，引发市场对高利率导致制造业衰退的担忧。7月耐用品订单环比-5.15%，下滑超预期-4%；同比下降至3.8%。剔除国防的耐用品订单环比和同比分别下降至-5.44%和4.09%。剔除运输的耐用品订单环比上涨至0.48%，高于预期0.2%；同比上涨至1.11%。分项来看，电子产品和运输设备是主要拖累项，主因非国防飞机订单在上月飙升后下跌-43.55%，反映出商用飞机预订量减少。(4) 鲍威尔认为目前通胀存在不确定性，将在必要时继续加息。8月25日，美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔全球央行年会的发言中主要论述了三方面的内容。第一、通胀已经有回落趋势，但依然存在不确定性。虽然商品通胀在高利率环境下得到较好控制，住房服务的价格也略有降温，但是非住房服务的价格仍受到火热劳动力市场的支撑。第二、要使通货膨胀持续回落至2%，需要一段时间的经济低于目标水平且劳动力市场出现一定的疲软。但是今年经济的韧性超预期强劲，就业市场供需缺口虽有改善但仍存在，房地产近期也出现复苏迹象，通胀有进一步上行的风险。第三、美联储在权衡通胀风险和经济冲击中愈发艰难。一方面，有官员对“做得太少”让通胀更深蒂固，另一方面，有官员担心“做得太多”对经济造成不必要的损害。接下来美联储会综合各种数据，谨慎权衡。综合上述分析，短期来看，通胀虽有下降但仍远高于目标水平。短期美债收益率反弹回升概率犹存；中期来看，美联储货币政策将会趋于谨慎与灵活，我们认为中期10年期美债国债收益率或将维持筑顶格局，顶部存在被突破风险的同时，中期看向3.5-4.0%区间震荡。风险提示：变种病毒超预期传播、宏观经济增速不及预期、全球“再通胀”超预期、地缘风险超预期。

(证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭 证券分析师：徐沐阳  
研究助理：徐津晶)

#### 固收点评 20230826：绿色债券周度数据跟踪（20230821-20230825）

**观点** 一级市场发行情况：本周（20230821-20230825）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券23只，合计发行规模约339.20亿元，较上周增加232.35亿元。发行年限以5年及以下中短期为主；发行人性质为中央国有企业、其他企业、央企子公司、中小微民企、地方国有企业和中外合资企业；主体评级以AAA级为主；发行人地域为北京市、广东省、上海市、天津市、青海省、江苏省、陕西省、浙江省、湖北省和吉林省；发行债券种类为资产支持票据、中期票据、券商专项资产管理、公司债、商业银行普通债和汽车抵押贷款证券化。二级市场成交情况：本周（20230821-20230825）绿色债券周成交额合计536亿元，较上周增加44亿元。分债券种类来看，成交量前三为非金公司信用债、金融机构债和利率债，分别为236亿元、196亿元和63亿元；分发行期限来看，3Y以下绿色债券成交量最高，占比约83.24%，市场热度持续；分发行主体行业来看，成交量前三的行业为金融、公用事业和交运设备，分别为280亿元、115亿元和18亿元；

分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、湖北省和广东省，分别为 219 亿元、67 亿元和 44 亿元。估值偏离%前三十个券情况：本周（20230821-20230825）绿色债券周成交均价估值偏离幅度不大，折价成交比例小于溢价成交，但是折价成交幅度大于溢价成交。折价个券方面，折价率前三的个券为 G23 柳控 1（-6.58%）、G21 富源（-6.50%）和 21 昆明轨道 MTN003（绿色）（-4.57%），其余折价率均在 -2.50% 以内，主体行业以建筑和房地产为主，中债隐含评级以 AA（2）评级为主，地域分布以广东省和江苏省居多。溢价个券方面，溢价率前三的个券为 19 蓉城轨交 GN001（0.41%）、19 水发集团 GN001（0.34%）和 21 扬新绿色债 02（0.25%），其余溢价率均在 0.20% 以内。主体行业以金融和公用事业为主，中债隐含评级以 AAA-评级为主，地域分布以北京市和江苏省居多。风险提示：Choice 信息更新延迟；数据披露不全。

（证券分析师：李勇 研究助理：徐津晶）

#### 固收点评 20230826：二级资本债周度数据跟踪（20230821-20230825）

**观点** 一级市场发行与存量情况：本周（20230821-20230825）银行间市场及交易所市场共新发行二级资本债 2 只，发行规模为 78.00 亿元，较上周增加 68.00 亿元。发行年限为 10Y；发行人性质为地方国有企业；主体评级为 AAA、AA+；发行人地域为四川省、广东省。截至 2023 年 8 月 25 日，二级资本债存量余额达 37,183.45 亿元，较上周末（20230818）增加 71 亿元。二级市场成交情况：本周（20230821-20230825）二级资本债周成交量合计约 1361 亿元，较上周增加 3 亿元，成交量前三个券分别为 22 工行二级资本债 03A（56.15 亿元）、22 工行二级资本债 04A（49.17 亿元）和 22 中行二级资本债 02A（39.29 亿元）。分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、上海市和浙江省，分别约为 925 亿元、108 亿元和 79 亿元。从到期收益率角度来看，截至 8 月 25 日，5Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为：2.05BP、-1.53BP、-14.53BP；7Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为：-1.51BP、-1.51BP、-14.51BP；10Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为：0.66BP、0.66BP、-12.34BP。估值偏离%前三十位个券情况：本周（20230821-20230825）二级资本债周成交均价估值偏离幅度整体不大，折价成交比例及幅度均小于溢价成交。折价个券方面，折价率前二的个券为 22 济宁银行二级资本债 01（-1.07%）和 22 厦门农商二级 01（-1.03%），其余折价率均在 -1.00% 以内。中债隐含评级以 AA 评级为主，地域分布以广东省、浙江省和四川省居多。溢价个券方面，溢价率前二的个券为 23 华兴银行二级资本债 01（2.67%）和 21 秦农农商二级 01（0.86%），其余溢价率均在 0.85% 以内。中债隐含评级以 AAA-评级为主，地域分布以北京市、上海市和广东省居多。风险提示：Choice、Wind 信息更新延迟；数据披露不全。

（证券分析师：李勇 研究助理：徐津晶）

## 行业

### 国防军工行业跟踪周报：军工行业的温故知新与变量前瞻

**投资要点** 上周军工行业走势与原因分析：上周五个交易日（0821-0825），军工（申万分类）全周涨跌幅为 -4.08%，行业涨幅排名位居第 22 / 31 位。上周，全市场大部分行业均有明显回调，主要影响因素来自于宏观因素，扣除上述因素，军工行业自身基本面不存在周度

明显变化。上一轮大级别军工行情复盘：上一轮军工行业贝塔机会主要位于 2020 年下半年。第一波是 2020 年 7 月-8 月初，核心赛道军机产业链主机厂板块与上游原材料元器件板块涨幅居前。第二波是 2020 年底估值切换，如果联合考虑第一波，构成 20200701-20210107 的上行阶段，行业总体上涨 65%。军机产业链在上述行情中核心受益，主要是市场看到了军机进入新一代机型放量周期，下游主机厂与上游原材料元器件中的核心标的，都取得了明显的超额收益。军工投资核心收益来自于业绩成长性与估值弹性，对于成长性，要优选核心赛道，即装备有较大增量增速的条线，如军机、导弹、远火以及某些新域新质装备领域。对于估值弹性，一是行业整体上受益于政治军事局势会有所上行，二是军工行业改革增效的潜力，受益于国资委改革政策推动的节奏和力度。今年以来市场扰动的核心因素：第一阶段：4 月初，当时军工行业处于情绪比较低的阶段，彼时市场在纠结两个点，即军工行业的价和量，一是军方不断要求降价，二是新的上量的大订单尚未下达。第二阶段：进入到三季度，从 7 月开始，目前也在经历连续 8 周的调整。市场关切有三：（1）近期军队体系披露部分人事调整；（2）近期军队采购信息网发公告，倒查 2017 年以来招采过程中的违规问题线索；（3）中报业绩情况。未来军工行业的潜在催化剂与宏观环境：年内潜在催化剂：高层关于军品订单审批；军贸管理体系与组织机构调整；国资委关于央企军工改革事项的推动；新的装备进展与披露、国内实兵实弹演练、与国外联合演习等多种事件类科目。明年宏观环境：展望 2024，局势紧张遇见全球性政治选举年。中国周边四个方向的局势层面，不断的面临新的斗争压力。2024 年是全球政治大年，1 月中国台湾地区领导人选举、2 月印尼大选、3 月俄罗斯大选、5 月印度大选、11 月美国和英国大选。世界主要国家与中国周边国家和地区的政治选举结果，可能会对中国对外的政治、经济、军事与外交关系带来新的变量风险，军工行业作为集中反应上述变量的领域，有望获得市场的持续重视。相关标的：增量订单、增量资金、主题优势是军工行业核心逻辑的三点驱动力：中期调整中有增量订单的方向，属于增量资金配置权重的个股，以及在军工的强优大中特估国家安全中最先受益的央企军工标的。四个条线值得关注：（1）军工集团下属标的兼顾改革增效可挖掘的点：中航西飞、江航装备、中航沈飞、中航高科。（2）新订单、新概念、新动量：北方导航、七一二、航天电子。（3）超跌上游反弹布局：中简科技、铂力特、华秦科技、菲利华、航宇科技、火炬电子。（4）中国推动沙伊和解后效逐渐形成新的全球地缘格局之下的军贸拳头产品的相关总装企业：北方导航、中国船舶、中船防务、中国动力、中国重工。风险提示：业绩不及预期风险、改革不及预期风险。

（证券分析师：苏立赞 证券分析师：许牧）

### 汽车周观点：回调已充分，坚定拥抱【AI 智能化+出海】

n 投资建议：回调已充分，坚定拥抱汽车【AI 智能化+出海】两条主线！短期板块因市场对淡季 8 月数据产生的干扰+电动车价格战的担忧+中报业绩的担心导致汽车板块总体有些回调。但我们认为这波回调是布局汽车 2023Q4 和 2024 年优质标的佳机。2023H2 价格战相比 2023H1 是【更有效的竞争】，最终会加速新能源汽车渗透率上升。n 主线一【拥抱 AI+汽车智能化】：战略看多 H+A 股整车板块！港股整车优选【小鹏+理想+蔚来】等，A 股整车优选【长安汽车+比亚迪+长城/广汽/上汽等】。零部件三条布局思路：1) L3 智能化核心受益环节：域控制器（德赛西威+均胜电子+华阳集团+经纬恒润）+线控底盘（耐世特+伯特利+拓普集团）+软件算法/检测（中国汽研等）等。2) 华为

汽车产业链标的。整车及零部件合作伙伴（长安+赛力斯+江淮+奇瑞/瑞鹄模具）。3）以特斯拉产业链为代表的电动化核心硬件。T链（拓普集团+旭升集团+新泉股份+爱柯迪+岱美股份+嵘泰股份等），一体化/车灯/座椅（文灿股份+星宇股份+继峰股份）。 n 主线二【拥抱汽车出海大时代】：优选技术输出的客车板块（宇通客车+金龙汽车），其次高性价比的重卡板块（中集车辆+中国重汽）+两轮车（雅迪控股/爱玛科技/春风动力）。 n 风险提示：全球经济复苏力度低于预期，L3-L4智能化技术创新低于预期，全球新能源渗透率低于预期，地缘政治不确定性风险增大。

（证券分析师：黄细里）

### 商贸零售行业跟踪周报：A股主要黄金珠宝公司 2023Q2 延续了较好的业绩表现，关注黄金珠宝投资机会

**投资要点** 主要黄金珠宝公司 Q2 延续了较好的业绩表现：本周 A 股黄金珠宝公司陆续披露了 2023 年中报，整体而言，主要黄金珠宝公司在 2023 年 Q2 依旧延续了较好的业绩表现，其中老凤祥 2023Q2 分别实现收入和归母净利润 157.85 亿元/5.57 亿元，同比增速分别为 3.2% 和 15.1%，周大生 2023 年 Q2 分别实现收入和归母净利润 39.5 亿元/3.74 亿元，同比增速分别为 69%和 26.8%，潮宏基 2023 年 Q2 分别实现了收入和归母净利润 14.8 亿元/8449 万元，同比增速分别为 61%和 54%。与 2021 年 Q2 相比较，老凤祥归母净利润超过了 2021 年 Q2 水平，周大生归母净利润基本达到了 2021 年 Q2 水平。2023 年 H1 国内黄金消费旺盛，一方面得益于疫后线下消费场景恢复，前期积压的婚庆，送礼，自戴等多方面需求逐步释放，另一方面金价持续上涨也让黄金消费形成一个正向循环。 主要黄金珠宝品牌在渠道拓展方面也有亮眼的进展：开店方面，上半年虽然是渠道拓展的淡季，但是主要的黄金珠宝在门店拓展方面也有不错的表现，其中潮宏基 2023H1 净增 60 家门店使得珠宝总门店达到 1218 家。周大生门店总数达到 4735 家，上半年净增 119 家，其中加盟门店 4453 家，上半年净增 86 家，直营门店 282 家，上半年净增 33 家，省代模式助力下公司开店表现亮眼。 从行业整体表现来看，2023 年 H1 黄金消费量同比+16.4%，呈现出量价齐升的正循环态势。根据中国黄金协会数据，2023 年 H1 我国黄金产量 178.6 吨，同比+2.24%，黄金消费量 554.9 吨，同比+16.4%。其中黄金首饰 368.3 吨，同比+14.8%，金条及金币 146.3 吨，同比+30.1%，工业及其他用金 40.3 吨，同比下降 7.65%。2023 年初至 6 月底，金价上涨 9.12%。上海黄金交易所 Au9999 黄金 6 月底收盘价 448.47 元/克，较年初上涨 9.12%，上半年加权平均价格为 432.09 元/克，较上一年同期上涨 10.91%。 2023 年以来，黄金消费保持了较高的景气度，加盟商也重回正常开店节奏。我们预计未来头部品牌的市场份额还将进一步提升。推荐老凤祥、潮宏基、周大生、周大福、中国黄金，建议关注：菜百股份。 风险提示：消费恢复不及预期，宏观经济波动，行业竞争加剧等。

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：石旻瑄

证券分析师：张家璇 证券分析师：谭志千 证券分析师：阳靖）

### 非银金融行业跟踪周报 20230821-20230827：建议配置对政策宽松看涨期权的非银板块

**投资要点** 当前非银板块交易的是对政策宽松的预期和经济复苏的现实。当前市场对经济复苏的预期仍然不稳固，期待更有实质性信号的政策落地，对宽松政策“不见兔子不撒鹰”，映射到非银板块，则是券商和保险板块在市场交投情绪持续低迷下估值在历史低位震荡。对券商板块而言，当前压制估值的因素在于“资本市场活跃度”。本周

四证监会召开机构投资者座谈会，提出将认真研究相关机构提出的意见建议，共同为养老金、保险资金、银行理财资金等中长期资金参与资本市场提供更加有力的支持保障，促进资本市场与中长期资金良性互动。对保险板块而言，当前压制估值的因素在于“长端利率与地产政策”。本周初，5年期LPR意外按兵不动，宽信用预期走弱引致长端利率下行；本周五三部门发文推进“认房不认贷”，叠加财税政策陆续出台，债市利率转向走高。我们认为当前十年期国债收益率已基本确认底部区间，进一步继续下探空间十分有限。近期，非银板块陆续发布2023年中期业绩，业绩表现基本符合预期。上半年权益市场宽幅震荡走弱，虽然上年同期投资收益基数较低，但今年以来市场对非银上市公司金融资产的减值预期仍不够充分。关注下周非银板块上市公司中期业绩交流会管理层对于公司和行业发展展望，能否提振机构投资者的信心。投资建议：券商：1) 投资端改革深化背景下，财富管理市场受益，首推【东方财富】。2) 行业整体杠杆率抬升预期下，推荐【中信证券】、【中金公司】，建议关注【华泰证券】。3) 交易端优化、资本市场提振预期及AI大趋势下，推荐【同花顺】、【指南针】，建议关注【财富趋势】、【顶点软件】。保险：当前应优选资产端具备弹性潜力的标的，推荐【新华保险】和【中国人寿】。风险提示：1) 宏观经济不及预期；2) 政策趋紧抑制行业创新；3) 市场竞争加剧。流动性及行业高频数据监测：

本周	上周环比	2022 同期比	高频数据监测
日均股基成交额(亿元)	8,819	4.17%	中国内地
中国香港日均股票成交额(亿港元)	716	0.46%	-
15.18%	两融余额(亿元)	15,679	-
0.73%	-4.20%	基金申购赎回比	0.76
0.88	1.05	开户平均变化率	7.73%
2.14%	10.88%	数据来源: Wind, Choice, 东吴	

证券研究所 注：中国内地股基成交额和中国香港日均股票成交额2022同期比为2023年初至今日均相较2022年同期日均的同比增速；基金申购赎回比和开户平均变化率上周环比/2022年同期比分别为上周与2022年同期（年初至截止日）的真实数据（比率）

（证券分析师：胡翔 证券分析师：朱洁羽 证券分析师：葛玉翔）

### 保险Ⅱ行业深度报告：重疾费率涨幅差异显现，销售难度略增但格局改善——揭开新预定利率产品面纱（保障篇）

投资要点 预定利率下调对保障型产品相比储蓄型业务费率产生的影响程度相对较小，但表征更为直接。保障型产品费率类似“传统商品”的价格。我们测算预定利率调整对保险财富类产品毛保费影响，从利率敏感性排序来看，终身寿险>年金>重疾>两全>定期寿险，当预定利率从3.5%下调到3.0%后，30岁男性，10年期缴，终身重疾险对应毛保费涨幅为16.4%。重疾险在经历病种竞争和百万医疗的冲击后，叠加行业人力持续萎缩，对险企新业务价值量价贡献明显下降。我们对头部和中小保险公司新预定利率产品费率变化情况后发现，整体来看新产品在保障范围、承保年龄范围、病种数量上均有所放松，我们以30岁男性，50万保额，20年期缴为例发现整体费率涨幅约为5%-15%之间，费率表现符合预期。头部公司新预定利率产品分析：重疾产品费率涨幅差异显现。后文产品比较样本为30岁男性，50万保额，20年期缴，其中国寿康宁保新产品和新华多倍新旧产品为19年期缴。我们对比了头部公司新旧预定利率重疾险责任变化及费率变化。平安鑫福星重疾种类有所增加，样本费率涨幅4.8%；平安盛世福

增加“高费用特定疾病保险金”，样本费率涨幅 5.4%。太保金生无忧删减重大疾病爱心加油包保险金保障，样本费率降幅 3%；太保个人终身重疾产品保障内容不变，样本费率涨幅 12%。国寿康宁保系列产品责任迭代升级，新产品 19 年缴较旧产品 20 年缴费率提升 20.8%。新华健康惠享系列产品保障有所调整，样本费率涨幅 16.6%。友邦保险产品定价与传统内资险企存在差异，目标费率固定，动态调整发生率和费用率水平，故新预定利率下的友邦如意悠享 B 款、友如意爱顺心重疾险产品责任与费率保持不变。中小机构新预定利率产品分析：以超级玛丽系列为例，费率上升 5%~25%。我们选取了具有代表性的中小公司君龙人寿超级玛丽系列，新产品责任有上下调整，二十年交新产品费率/旧产品费率在投保人年龄为 10/20/30/40 时分别为 120.3%、115.3%、110.7%、106.3%，涨幅高于头部公司。预定利率下调后使得重疾险费率提升，销售难度略增但格局或改善。由于预定利率的下降会使得长期险费率上行，考虑到当前重疾险新单仍处于行业下行期，费率变贵或将雪上加霜，同时，当前低利率环境下，居民超储需求外溢至储蓄型保险业务。考虑到实际费率涨幅低于我们测算的毛保费涨幅，我们预计新预定利率重疾产品新业务价值率或有轻微下行，但中小公司竞争情况边际好转，中小机构费率涨幅大于头部公司。下一阶段可以关注定期重疾险产品的开发和销售。投资建议：花开堪折直须折，莫待无花空折枝。作为顺周期，保险板块充分受益于长端利率向上+权益市场回暖+地产政策缓释，当前市场关注下半年队伍增员情况和 2024 年开门红产品及策略布局。个股推荐：首推资产端弹性标的中国人寿和新华保险，推荐中国太保和中国平安。风险提示：预定利率下调后重疾险费率提升使得销售难度增加、重疾险销售持续低迷、寿险业转型持续低于预期。

(证券分析师：胡翔 证券分析师：葛玉翔 证券分析师：朱洁羽)

### 建筑材料行业跟踪周报：强势股纷纷补跌，逐渐布局中期

投资 本周（2023.8.21-2023.8.25，下同）：本周建筑材料板块（SW）涨跌幅-2.82%，同期沪深 300、万得全 A 指数涨跌幅分别为-1.98%、-2.92%，超额收益分别为-0.84%、0.11%。大宗建材基本面与高频数据：（1）水泥：本周全国高标水泥市场价格为 358.8 元/吨，较上周持平，较 2022 年同期-68.3 元/吨。较上周价格持平的地区：两广地区、华北地区、东北地区、华东地区、中南地区、西南地区、西北地区；较上周价格上涨的地区：泛京津冀地区（+5.0 元/吨）；较上周价格下跌的地区：长三角地区（-5.0 元/吨）、长江流域地区（-4.3 元/吨）。本周全国样本企业平均水泥库位为 75.8%，较上周+0.9pct，较 2022 年同期+11.3pct。全国样本企业平均水泥出货率（日发货率/在产产能）为 57.9%，较上周+0.3pct，较 2022 年同期-3.5pct。（2）玻璃：卓创资讯统计的全国浮法白玻原片平均价格为 2089.0 元/吨，较上周+3.7 元/吨，较 2022 年同期+335.2 元/吨。（3）玻纤：无碱 2400tex 直接纱报 3600-3900 元/吨，无碱 2400texSMC 纱报 3900-4400 元/吨，无碱 2400tex 喷射纱报 5600-6500 元/吨，无碱 2400tex 毡用合股纱报 3800-4200 元/吨，无碱 2400tex 板材纱报 3900-4200 元/吨，无碱 2000tex 热塑直接纱报 4100-5400 元/吨。不同区域价格或有差异，个别企业价格较低；本周电子纱主流报价 7600-8500 元/吨不等，较上周价格基本持平；电子布当前主流报价为 3.2-3.8 元/米不等，成交按量可谈。周观点：本周美元延续强势，但商品和海外股市大面积翻红。人民币汇率在央行的干预下转升，但股市延续下跌。我们认为主要是国内各项刺激政策雷声大雨点小，落地低于预期。对于巴西金砖峰会召开时，建筑央

企普遍大跌。我们认为主要是今年存量博弈行情下强势股的补跌，海外业务进展依旧向好。强势股的补跌意味着短期底部，下周行情或存在反弹。中期底部仍在反复，一方面是政策落地进度，另一方面是美元加息节奏。目前站在新一轮周期面前，我们认为择股思路也要从存量博弈转向增量价值，积极布局能上调业绩的方向，例如，出口链的一带一路方向，消费中的部分消费建材和家居家电，投资链的洁净室工程等。

1、中短期在下半年欧美加息周期结束后，全球需求或将进入新一轮向上期。中长期一带一路和 RCEP 地区的工业化有望推动其城镇化，成为未来十年全球需求的最大增量来源。两个维度择股，一带一路和 RCEP 区域收入占总收入的比例以及本土化的能力。结合本土化的情况，推荐米奥会展、中材国际，中国交建。

2、在强力政策作用下，国内地产的螺旋下滑态势必将得到遏止。我们预计地产销售端最快将在四季度企稳，投资端和主体信用端在明年企稳。对于地产链而言，需求的压制或将持续一年，但供给端出清带来的格局改善已经开始反应，部分超预期的赛道值得关注，例如瓷砖。工程端经营方式从重收入转向重回款，短期仍将影响收入和利润率。零售端建材和家居家电的业绩兑现能力更强。推荐伟星新材、东鹏控股、蒙娜丽莎、坚朗五金、东方雨虹、旗滨集团，建议关注江山欧派。

3、非地产链条中，长期看好产业升级或节能减碳类投资需求。当前来看，半导体国产化进程加速推进，洁净室工程供给持续紧张，推荐圣晖集成、再升科技，建议关注柏诚股份。

大宗建材方面：水泥：当前下游需求支撑较弱叠加季节性尚未进入旺季，水泥发货表现仍弱，库存高位运行，但价格经历前期连续下调后，部分区域价格已处弱势企业现金成本线附近，竞争优势企业保有一定利润，因此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，局部区域开始复价，但反弹持续性仍需需求改善的支撑。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，地产链景气也有望企稳。当前水泥企业市净率估值处于历史底部，随着阶段性盈利底部确认，龙头企业综合竞争优势凸显，叠加中期需求预期提振，估值有望迎来修复。推荐受益沿江景气反弹，中长期产业链延伸有亮点的华新水泥、海螺水泥、上峰水泥、天山股份等。

玻纤：短期需求表现一般叠加季节性淡季影响厂商产销，企业库存压力仍大，但经历前期明显下调后，粗纱价格在二三线企业成本支撑下趋稳。中期随着景气底部供给增量放缓，风电等领域需求继续回暖，我们判断下半年供需平衡重回改善的趋势，若外需回暖或者内需基建地产领域需求改善，有望带来行业库存的超预期去化，涨价空间也有望打开。电子布供给出清更为充分，价格中枢有望逐步上移。当前板块估值处于历史低位，需求和盈利回升预期有望推动估值修复，推荐中国巨石，建议关注中材科技、山东玻纤、长海股份等。其他细分产业链推荐行业景气向上的龙头，推荐再升科技、赛特新材。

玻璃：短期终端需求延续季节性改善，但经历前期连续价格上调后，下游进入消化库存阶段，产销与价格阶段性转弱，但旺季刚需支撑延续的背景下，我们认为亦仍有社会库存增加和价格上涨的空间。中期随着在产产能继续回升，供给已由缺口回到平衡，景气方向需要关注旺季需求兑现以及地产政策预期。浮法玻璃龙头企业享有中长期成本优势，叠加光伏玻璃等多元业务的估值弹性，继续推荐旗滨集团，建议关注南玻 A 等。

装修建材方面：7、8 月传统高温淡季，发货同比均有改善但改善幅度不大，市场复苏情况仍偏弱。成本端例如铝合金、不锈钢、PVC、沥青等价格已有回调，预计 2023 年盈利继续修复。在地产放松政策效果逐步显现、坏账计提和现金流风险预期逐渐释放之

下，板块整体有望迎来业绩及估值修复。参考消费建材板块历史经验和当前的竞争态势来看，在地产行业资金缓和+信心从底部逐渐恢复的阶段，部分公司或将率先借助渠道领先布局、经营效率优势或融资加杠杆等进一步提升份额、进入新的扩张周期，发货或订单增速的拐点可作为右侧信号。推荐坚朗五金、东方雨虹、伟星新材、兔宝宝、科顺股份、北新建材、凯伦股份、东鹏控股、蒙娜丽莎、垒知集团，建议关注三棵树、中国联塑、苏博特、公元股份等。风险提示：地产信用风险失控、政策定力超预期。

(证券分析师：黄诗涛 证券分析师：房大磊

证券分析师：石峰源 证券分析师：任婕 研究助理：杨晓曦)

### 医药生物行业跟踪周报：医药政策已现积极信号，股价底部明显

**投资要点** 本周、年初至今医药指数涨幅分别为-2.62%、-13.42%，相对沪指的超额收益分别为-0.45%、-12.60%；本周医疗服务、化药及中药等股价跌幅较小，医药商业、生物制品及器械等股价跌幅较大；本周涨幅居前诺思格(+14.33%)、力生制药(+13.68%)、通化金马(+11.40%)，跌幅居前港通医疗(-24.99%)、人民同泰(-22.04%)、合富中国(-21.93%)。涨跌表现特点：小市值医药个股跌幅比大市值个股更为明显，其中医疗服务也出现明显补跌。 自免和皮肤科慢性病市场广阔，长期看好。我国类风湿关节炎患者约600万人，IgA肾病约200万人，系统性红斑狼疮约100万人，患者人群很大，然而我国自身免疫疾病领域创新药的渗透率很低。随着医保的覆盖、国内患者负担能力的提升，以及医生/患者对生物制剂的认知提升，在中国市场治疗风湿免疫疾病的靶向生物药具有较大的增长潜力。我们对自免领域创新药全球销售额进行统计，我们发现当前销售增速最快的几个自免产品有，JAK1抑制剂、IL4Ra单抗、IL23单抗、FcRn等。从国产新药研发进展来看，目前JAK1抑制剂研发进度最快的是泽璟制药和瑞石生物，均处于申报上市阶段；IL4Ra单抗研发最快的是康诺亚，处于III期临床阶段；IL23单抗进度最快的是康哲药业，于今年5月份获批上市；FcRn拮抗剂进度最快的是再鼎医药与 argenx 合作开发的艾加莫德α注射液，于今年6月国内获批上市。康方 PD-1/VEGF 双抗上市申请拟纳入优先审评；恒瑞 JAK1 抑制剂新适应症申报上市；诺华半年一次长效降脂药 Inclisiran 国内获批上市；8月24日 CDE 官网显示，拟将康方 PD-1/VEGF 双抗依沃西单抗注射液(AK112)的上市申请纳入优先审评，联合培美曲塞和卡铂用于经 EGFR 酪氨酸激酶抑制剂(EGFR-TKI)治疗后进展的 EGFR 突变的局部晚期或转移性非鳞非小细胞肺癌的治疗(受理号：CXSS2300061)；8月24日，据 CDE 官网显示，恒瑞艾玛昔替尼(SHR0302)新适应症申报上市(受理号：CXHS2300071)。此前，在今年6月，艾玛昔替尼已申报上市了一项适应症(受理号：CXHS2300052)，当前正处于审评中，推测适应症为特应性皮炎；8月22日，诺华宣布 PCSK9 siRNA 疗法 Inclisiran 获得 NMPA 批准上市，作为辅饮食的辅助疗法，用于治疗成人原发性高胆固醇血症(杂合子型家族性和非家族性)或混合型血脂异常患者，商品名为乐可为。 具体配置思路：1)血制品领域：天坛生物、卫光生物、博雅生物等；2)创新药领域：百济神州、恒瑞医药、海思科、荣昌生物、康诺亚、泽璟制药-U等；3)优秀仿创药领域：吉贝尔、恩华药业、京新药业、仙琚制药、立方制药、信立泰等；4)耗材领域：惠泰医疗、威高骨科、新产业等；5)中药领域：太极集团、佐力药业、方盛制药、康缘药业等；6)消费医疗领域：济民医疗、华夏眼科、爱尔眼科、爱美客等；7)其它医疗服务领域：三星医疗、海吉亚医疗、固生堂等；8)其它消费医疗：三诺生物，我武生物等；9)低

值耗材及消费医疗领域：康德莱、鱼跃医疗等；10) 科研服务领域：金斯瑞生物、药康生物、皓元医药、诺禾致源等。风险提示：药品或耗材降价超预期；新冠疫情反复；医保政策风险等。

(证券分析师：朱国广)

### 电力设备行业跟踪周报：锂电需求依然弱复苏、光伏组件价格启稳

**投资要点** 电气设备 7834 下跌 5.4%，表现弱于大盘。本周（8月21日-8月25日，下同）发电及电网跌 2.44%，核电跌 4%，新能源汽车跌 4.34%，电气设备跌 5.4%，光伏跌 5.53%，锂电池跌 6.42%，发电设备跌 7.31%。涨幅前五为赢合科技、晓程科技、恒润股份、台海核电、炬华科技；跌幅前五为摩恩电气、恩捷股份、智云股份、天奈科技、泰永长征。行业层面：储能：全国：十部门印发实施方案，储能为绿色低碳先进技术重点方向；吉林：新增新能源配储 10%/2h 以上，到 2025 年新型储能规模达 250MW；北京：北京完善分时电价机制，两部制电价峰平谷比为 1.6:1:0.4；湖北：湖北加强分布式光伏项目全过程管理，鼓励分布式光伏开发企业租赁或购买储能容量；青海：青海省下发能源领域碳达峰方案，推动 GW 级化学储能示范基地建设；美国：纽约州拨款近 1500 万美元授予四个示范项目，推进长时储能技术应用。电动车：乘联会预计，8 月新能源零售 70 万辆左右，同环比+31.5%/+9.2%，渗透率约 37.8%；通用汽车在上海开启 L4 级别自动驾驶道路测试；小米汽车已获得电动汽车生产资质，媒体报道现阶段电池供应商一供、二供分别为中航和宁德；越南电动汽车制造商 VinFast 股价翻倍，市值增加 440 亿美元，账面价值远高于通用汽车和福特汽车；哪吒汽车：发布浩智滑板底盘全新平台，采用 CTC 电池系统；小鹏：G9 改款车型将于四季度亮相，将保留优点提升性价比；长江有色市场钴 25.80 万/吨，本周-3.0%；SMM 工业级碳酸锂 20.90 万/吨，本周-0.9%；SMM 电池级碳酸锂 22.30 万/吨，本周-0.9%；LC2407 碳酸锂 17.97 万/吨，本周+2.6%；SMM 金属锂 149 万/吨，本周-5.1%；SMM 国产氢氧化锂 19.9 万/吨，本周-4.8%；SMM 六氟磷酸锂 11.55 万/吨，本周-8.0%；SMM 氧化钴前驱体 14.75 万/吨，本周-9.2%；SMM 四氧化三钴 14.75 万/吨，本周-6.3%；SMM 氯化钴 4.43 万/吨，本周-5.9；SMM 钴酸锂正极 25.25 万/吨，本周-5.3%；SMM 磷酸铁锂-动力正极 7.60 万/吨，本周-7.3%；百川石油焦负极 0.23 万/吨，本周+1.4%。新能源：能源局：上半年新投新型储能装机约 8.63GW/17.72GW；7 月太阳能级多晶硅产量环降 8.1%；TCL 中环再度上调硅片价格，涨幅 3.47%-6.44%；工信部等四部门：研制大容量与高电压储能变流器技术与试验检测等标准；美国再添光伏制造，西门子入局组串式逆变器；Panjiva：Q2 美国光伏组件进口同比激增 90.5%，超 50400 集装箱发往美国；印度：2023H1 光伏产品出口额激增 2696.4%；中国首个由铁铬液流+飞轮+锂电混合储能项目投运；根据 Solarzoom，本周单晶硅料 77.00 元/kg，环增 4.05%；单晶硅片 182/210mm 3.35/4.00 元/片，环增 6.35%/环平；单晶 PERC182/210 电池 0.76/0.74 元/W，环平；单面单晶 PERC182/双面 TOPCon182 组件 1.26/1.33 元/W，环降 0.32%/环比持平；玻璃 3.2mm/2.0mm 26/18.5 元/平，环增 1.96%/2.78%。本周陆风招标 1.24GW，海上暂无；本周陆风开/中标 1.39GW，海上暂无；2023 年 1-7 月光伏累计装机 97.2GW、风电 1-7 月累计装机 26.3GW。电网：2023 年 1-7 月电网累计投资 2473 亿元，同比+10%。公司层面：汇川技术：2023H1 营收 125 亿元，同增 20%；归母净利 21 亿元，同增 5%。容百科技：拟在韩国投建年产 4 万吨高镍三元正极和年产 2 万吨磷酸锰铁锂正极。阳光电源：1) 23H1 营收 286.22 亿元，同增 133.06%；归母净利 43.54 亿元，同增 383.55%；2) 董事长兼总裁曹

仁贤提议用 5-10 亿自有资金通过集中竞价回购部分股份。通威股份：23H1 营收 740.68 亿元，同增 22.75%；归母净利 133 亿元，同增 8.56%。阿特斯：23H1 营收 261.05 亿元，同增 31.71%；归母净利润 19.23 亿元，同增 321.75%。福斯特：23H1 营收 106.16 亿元，同增 17.76%；归母净利 8.85 亿元，同减 16.31%。恩捷股份：23H1 营收 56 亿元，同减 3%，归母净利 14 亿元，同减 30%。亿纬锂能：1) 23H1 营收 229.76 亿元，同增 54%；归母净利 22 亿元，同增 58%。2) 拟用 1.5-3 亿自有资金回购部分公众股份，不超过 85.31 元/股。湖南裕能：23H1 营收 231.8 亿，同增 64%；归母净利 12 亿，同减 24%。中伟股份：1) 23H1 营收 172.66 亿元，同增 21%；归母净利 7.68 亿元，同增 16%。2) 拟用 1.8-2.9 亿元回购股份，不超过 88 元/股。华友钴业：23H1 营收 333.46 亿元，同增 8%；归母净利 20.85 亿元，同减 8%。当升科技：23H1 营收 84 亿元，同减 7.8%；归母净利 9.26 亿元，同增 1%。派能科技：23H1 营收 25.57 亿元，同增 38%；归母净利 6.9 亿元，同增 163%。骄成超声：23H1 营收 3.5 亿，同增 42%，归母净利 0.6 亿，同增 16%。曼恩斯特：23H1 营收 3.47 亿，同增 77%，归母净利 1.59 亿，同增 97%。三花智控：23H1 营收 125.29 亿元，同增 23%；归母净利 13.95 亿元，同增 39%。金风科技：23H1 营收 190 亿元，同增 14%；归母净利 12.51 亿元，同减 35%。

投资策略：储能：23Q1 美国储能装机 778MW/2145MWh，同减 19/25%，23 年 7 月底备案量 29.9GW，环减 1%，美国大储 23 年有望重回 100%以上增长；国内储能 22 年 13-15Gwh，同增 150%+，今年 1-6 月招标超 30Gwh，4 月底开始需求明显好转，今年我们预计近 2 倍增长至 40Gwh+，工商业储能市场爆发预计装机超 4Gwh，同比增长 300%+；欧洲户储上半年需求偏弱叠加去库存出货疲软，3 季度环比预计仍然下滑，我们预计 4 季度将有所恢复；非洲因缺电光储需求尤其旺盛；全球储能三年的 CAGR 为 60-80%，继续看好储能逆变器/PCS 和储能电池龙头。电动车：国内 7 月淡季不淡，销量 78 万辆，同环比+32%/-3%，其中出口 10.1 万辆，同环比+87%/30%，贡献增量，8 月预估环比提升 5-10%；欧洲 7 月主流 9 国合计销量 17.4 万辆，同环比+37%/-26%，季末冲量后回落，但同比恢复力度亮眼，全年我们预计销量 320 万辆+，增 22%；美国 7 月电动车注册 12.9 万辆，同比 52%，环比-1%，符合预期。排产端，8 月龙头预示排产指引 10-20%，9 月环比微增。Q3 产业链部分环节价格虽进一步下行，但盈利基本进入底部区间，行业加速产能出清。此外新技术方面，即将进入收获期，锰铁锂、快充、复合集流体等 24 年有望量产，其中宁德时代发布 4C 铁锂快充，定位配套 10-20 万经济车型，解决里程焦虑问题。总体看，我们预计 23 年全球电动车销量仍可以维持 30%增长，当前电动车仍为基本面、估值、预期低点，龙头地位稳固且 25 年估值仅 10x，看好 Q2-Q3 盈利低点出现+需求逐步好转后锂电板块酝酿反转，首推盈利确定的电池环节、盈利趋势稳健的结构件、电解液&负极、隔膜龙头，并重点推荐新技术龙头。光伏：本周整体硅料市场继续持稳微涨，主要是因为硅料库存基本消化+下游排产提升，硅片、电池片小涨，而组件价格低位小跌，终端需求启动暂不显著。硅料带动产业链价格快速触底，叠加近期中美关系修复，海外天然气价格上涨，光伏板块见底。Topcon 投产持续加速，晶科速度和效率均领先，我们预计今年 Topcon 的渗透率近 30%，明年有望近 70%，HJT 近期也有些积极的进展；今年光伏供给瓶颈解决，储备项目释放，美国和中国市场确定高增，欧洲等保持稳健增长，我们预计 23 年全球光伏装机 370GW+，同增 50%以上，继续看好光伏板块成长，看好逆变器、电池新技术和一体化组件龙头。工控&机器人：

Q1 工控公司订单均微增，5&6 月订单同比开始明显增长，国产替代持续加速，工控拐点临近，同时龙头公司纷纷布局机器人，AI 时代潜力大，继续全面看好工控龙头和人形机器人龙头。电网：投资整体稳健，龙头公司订单和盈利能力好，关注特高压、出海、电改等方向。风电：陆风 23 年需求旺盛，海风 23 年平稳增长，关注零部件&海风龙头。重点推荐标的：宁德时代（动力&储能电池全球龙头、优质客户、领先技术和成本优势）、阳光电源（逆变器全球龙头、储能集成业务进入爆发期）、三花智控（热管理全球龙头、机器人总成空间大）、汇川技术（通用自动化开始复苏龙头 Alpha 明显、动力总成国内外全面突破）、金盘科技（干变全球龙头、海外订单超预期）、固德威（组串逆变器高增长，储能电池和集成有望上量）、阿特斯（一体化组件头部企业、深耕海外大储）、晶科能源（一体化组件龙头、topcon 明显领先）、比亚迪（电动车销量持续向好且结构升级、电池外供加速）、科达利（结构件全球龙头、结构创新受益）、亿纬锂能（动力&储能锂电上量盈利增长、消费类电池相对稳健）、宏发股份（继电器全球龙头稳健增长、高压直流高增长）、思源电气（一次高压设备综合龙头、订单和盈利超预期）、鸣志电器（步进电机全球龙头、机器人空心杯电机潜力大）、曼恩斯特（磨头龙头持续高增、多品类扩张）、璞泰来（负极&隔膜涂覆全球龙头、布局复合铜箔等打造材料平台）、天赐材料（电解液&六氟龙头、新型锂盐领先）、锦浪科技（组串式逆变器龙头、储能逆变器成倍增长）、晶澳科技（一体化组件龙头、2023 年利润弹性可期）、钧达股份（Topcon 电池龙头、扩产上量）、福斯特（EVA 和 POE 胶膜龙头、感光干膜上量）、平高电气（特高压交直流龙头、业绩持续超预期）、德业股份（并网逆变高增、储能逆变器和微逆成倍增长）、德方纳米（铁锂需求向好、锰铁锂技术领先）、华友钴业（镍钴龙头、前驱体龙头）、尚太科技（负极一体化龙头）、爱旭股份（PERC 电池龙头、ABC 电池组件上量在即）、隆基绿能（单晶硅片和组件全球龙头、新电池技术值得期待）、禾迈股份（微逆龙头出货有望连续翻番、储能产品开始导入）、天合光能（210 组件龙头战略布局一体化、户用系统和储能爆发）、新宙邦（电解液&氟化工齐头并进）、容百科技（高镍正极龙头、海外进展超预期）、昱能科技（微逆龙头有望连续翻番、大举布局储能）、派能科技（户储电池龙头、盈利能力强）、恩捷股份（湿法隔膜全球龙头、盈利能力强且稳定）、星源材质（隔膜龙二、量利双升）、通威股份（硅料和 PERC 电池龙头、大举布局组件）、东方电缆（海缆壁垒高格局好，龙头主业纯粹）、天顺风能（海工装备开始放量、陆塔/叶片稳定、风电运营稳步释放）、盛弘股份、湖南裕能、聚和材料、安科瑞、科士达、日月股份、中伟股份、许继电气、福莱特、国电南瑞、泰胜风能、大金重工、禾川科技、TCL 中环、金雷股份、当升科技、尚太科技、天奈科技、中信博、振华新材、三一重能、雷赛智能、美畅股份、弘元绿能、新强联、嘉元科技、诺德股份、大全能源、九号公司、金风科技。建议关注：元力股份、元琛科技、上能电气、亿晶光电、华电重工、昇辉科技、通合科技、帕瓦股份、科陆电子、东方日升、通灵股份、快可电子、宇邦新材、欣旺达、厦钨新能、信捷电气、岱勒新材、赣锋锂业、天齐锂业、中科电气、明阳智能、海力风电、泰胜风能等。风险提示：投资增速下滑，政策不及市场预期，价格竞争超市场预期。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕）

**建筑装饰行业跟踪周报：地产政策持续放松，期待稳增长政策发力**

投资要点 本周（2023.8.21-2023.8.25，下同）：本周建筑装饰板块

(SW) 涨跌幅-5.55%，同期沪深 300、万得全 A 指数涨跌幅分别为-1.98%、-2.92%，超额收益分别为-3.57%、-2.63%。 行业重要政策、事件变化、数据跟踪点评：(1) 李强主持召开国务院常务会议，审议通过《关于规划建设保障性住房的指导意见》等：会议指出推进保障性住房建设，是促进房地产市场平稳健康发展、推动建立房地产业发展新模式的重要举措，要用改革创新的办法推进建设，注重加强配套设施建设和公共服务供给。(2) 三部门推动落实购买首套房贷款“认房不用认贷”政策措施：通知明确居民家庭成员在当地名下无成套住房的，不论是否已利用贷款购买过住房，银行业金融机构均按首套房执行住房信贷政策。此项政策作为政策工具，纳入“一城一策”工具箱，供城市自主选用，有助于降低居民购房成本，更好满足刚性和改善性住房需求。(3) 2023 年 1—7 月全国新开工改造城镇老旧小区 4.66 万个：开工率 87.9%，领先时序进度，反映旧改工作加速推进。周观点：继续推荐关注建筑央企国企改革、中特估和一带一路主线下的投资机会：(1) 7 月基建投资增速环比有所放缓，地产投资端压力仍然较大，7 月建筑 PMI 环比回落，政策发力和积极性预期继续升温，我们预计后续稳增长政策有望继续发力，期待更多增量政策工具落地，此前国务院和住建部相继出台了城中村改造和促进家居消费等方面的政策；国企改革深化持续推进，2023 年国务院国资委开始试行“一利五率”指标体系，提升净资产收益率和现金流考核权重，将指引建筑央企继续提升经营效率；结合此前证监会提出的探索建立中国特色估值体系，建筑央企有望迎来基本面和估值共振，我们继续看好估值仍处历史低位、业绩稳健的基建龙头企业估值持续修复机会，推荐中国交建、中国建筑、中国电建、中国铁建、中国中铁等。(2) “一带一路”方向：二十大报告提出共建“一带一路”高质量发展，将进一步深化交通、能源和网络等基础设施的互联互通建设，开展更大范围、更高水平、更深层次的区域合作，为建筑央企参与一带一路沿线市场打开更大空间，今年以来我国与“一带一路”沿线国家贸易保持较快增长，一带一路沿线国家的基建需求也有望提升；今年是一带一路倡议提出 10 周年，第三届“一带一路”高峰论坛将在今年举办，近期金砖国家宣布扩员，金砖合作开启新起点，未来预计更多合作和政策支持有望出台，海外工程业务有望受益，多个国际工程公司上半年海外订单高增，后续有望逐渐兑现到业绩层面。建议关注国际工程板块，个股推荐中材国际，建议关注中工国际、北方国际、中钢国际等。(3) 需求结构有亮点，新业务增量开拓下的投资机会：在双碳战略、绿色节能建筑等政策推进下，装配式建筑、节能降碳以及新能源相关的基建细分领域景气度较高，有相关转型布局的企业有望受益。推荐铝模板租赁服务商志特新材；建议关注装配式建筑方向的鸿路钢构。 风险提示：地产信用风险失控、政策定力超预期、国企改革进展低于预期等。

(证券分析师：黄诗涛 证券分析师：房大磊

证券分析师：石峰源 证券分析师：任婕 研究助理：杨晓曦)

**环保行业跟踪周报：核废水排海加强核污染防治&检测需求，现金流改善+价格改革+核心资产盘活价值重估**

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。 日本启动福岛核废水排海，关注核污染防治&检测板块

需求释放。日本 8 月 24 日启动核废水排海，预计持续 30 年。经 ALPS 处理的核废水已去除大部分放射性核素（氚除外），排海的核废水中仍存在氚、碳-14 等放射性同位素，或将通过海洋食物链对人类健康带来风险。对核辐射的担忧提升核污染处理&放射性元素监测相关需求。建议关注：1）核污染防治：中电环保（国内核水电处理市占率前列）、嘉戎技术、三达膜、建工修复、沃顿科技等；2）核污染检测：莱伯泰科、聚光科技、实朴检测、禾信仪器、谱尼测试、华盛昌、优利德、中广核技、捷强装备等。行业跟踪：1）生物柴油：地沟油价格高位震荡，生物柴油市场弱势维稳，单吨盈利环比收窄。2023/8/11-2023/8/17 生柴均价 7900 元/吨（周环比持平），地沟油均价 5900 元/吨（周环比-1.1%），考虑一个月库存周期测算单吨盈利为 588 元/吨（周环比-27%）。近期大豆油、菜籽油、棕榈油价格仍处在上涨趋势，地沟油价格高位震荡，场内有降价风声但还未有明显下调，生物柴油场内参与者持观望心态。2）锂电回收：金属价格回落折扣系数维稳，盈利回升。2023/8/21-2023/8/25，三元黑粉折扣系数持平，锂/钴/镍系数均为 72%。截至 2023/8/25，碳酸锂 22.3 万（周环比-0.9%），金属钴 25.8 万（周环比-3.0%），金属镍 17.19 万（周环比+0.0%）。根据模型测算单吨废三元毛利-1.14 万（+0.20 万）。3）电子特气：拐点已现稀有气体价格逐步回暖，关注特气产品价格上调。2023/8/20-2023/8/26，氙气、氪气周均价 6.12 万元/立方米、700 元/立方米（环比+3.25%、+1.55%）；氩气价格下探，周均价 1218 元/瓶（环比-0.08%）；氦气周均价 295 元/立方米（环比持平）。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+RIETs 盘活。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 ttm5.0%，2023 年 PE9X（估值日 2023/8/25）。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 PE14X，PEG0.48（估值日 2023/8/25），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：景津装备：业绩持续高增，原料成本低位利润率提升。新奥股份：零售气价差修复，直销气利润大增。环卫装备月报：2023M1-7 环卫新能源销量同增 26%，渗透率同比提升 1.68pct 至 6.36%。伟明环保：环保运营稳健增长，新材料装备订单加速。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）

**东吴公用事业周报：关注天然气在能源转型中的“桥梁”+氢能发展“孵化器”作用**

本周行情回顾：市场延续上周疲软态势，水电板块防御属性凸显，领跑全 A。当前市场风格下，公用事业板块防御性凸显，建议关注低估值高股息的水电、燃气、核电板块。关注天然气上游产业链发展机遇。1）天然气作为远比煤电灵活、清洁的稳定电源，在碳中和过程中

是电源侧不可绕开的稳定电源，调峰作用显著，看好我国能源结构中天然气消费的占比提升，预计我国天然气的消费 2035 年达峰。2) 天然气与氢能产业链之间息息相关。制氢环节：天然气可以制氢，成本较低，管道天然气可掺氢；基础设施：天然气的储存运输加气站与氢能产业链上重合度高。天然气在能源转型侧作为电源侧调峰的桥梁+氢能发展的孵化器作用，在新型电力系统中的重要性提升，我们看好未来十年我国天然气国内需求的提升，建议关注天然气上游开采、中游储运产业链的机会。行业核心数据跟踪：8 月电网代购电维持高位，多省峰谷价差上涨，煤价端维持承压下跌态势。电价：7 月底公布 8 月电网代购电数据，8 月代购电价格维持高位，多省峰谷价差上涨，上海峰谷价差录得最大，1.9027 元/度，广东珠三角五市录得第二 1.4366 元/度，峰谷价差超 0.7 元地区达到 24 省。煤价：截至 2023 年 8 月 25 日，动力煤秦皇岛 5500 卡价格为 818 元/吨，周环比+16 元/吨，同比增长-31.6%。1) 天然气：顺价持续落地、关注国内消费量&价差修复。截至 2023/8/25，美国 HH/欧洲 TTF/东亚 JKM/中国 LNG 出厂/中国 LNG 到岸周同比 -2.4%/-16.1%/-7.5%/+4.0%/-7.8% 至 0.6/2.6/3.3/2.7/3.3 元/方。截至 2023 年 7 月底，全国共有 16%/20% 的地级及以上城市进行了居民/工商业的顺价，提价幅度为 0.35/0.33 元每方，期待顺价逐步落地。蓄水量：截至 2023/8/27，三峡水库蓄水量同比+28.7%，同比回升显著，来水偏丰；截至 2023 年 7 月 29 日，溪洛渡水库蓄水量同比+3.5%，来水偏枯。投资意见：1) 防御主题：关注水电和核电板块，标的上：【长江电力】、【中国广核】、【中国核电】；天然气：气量回暖，顺价机制理顺，估值底部反弹。【蓝天燃气】省输盈利稳定；2022 年分红超 80%，股息率 ttm7.2%（估值日 2023/8/25），2022 年加权 ROE18%。【新奥股份】龙头城燃，2023 年 PE8X（估值日 2023/8/25），拥有低价海气长协。2) 进攻主题：峰谷价差拉大推荐工商业屋顶光伏+工商业储能运营商【南网能源】。风险提示：电力需求超预期下行风险，电力市场化进程中电价超预期下行情形等 本周：2023.8.21-2023.8.25（下同）

（证券分析师：袁理 证券分析师：唐亚辉）

### 非银金融行业点评报告：印花税减半征收，证券交易端迎重大利好

**投资要点** 事件：2023 年 8 月 27 日，财政部公告，为活跃资本市场、提振投资者信心，自 2023 年 8 月 28 日起，证券交易印花税实施减半征收。同日，证监会宣布自 9 月 8 日起将投资者融资买入证券时的融资保证金最低比例由 100%降低至 80%。此外，限制减持、平衡一二级市场等政策也陆续落地。复盘历史经验，减征印花税短期内有望激活市场：调降印花税的主要政策目标是维系证券市场宏观稳定，促进市场交易活跃度提升。从 1990 年至今，A 股证券交易印花税历经 7 次下调。从历次调整征收的政策效果来看，减征印花税后市场反应较为迅速直接，短期内（一般为 1-2 周）政策具有提振市场信心和交易活跃度的刺激效应。以最近一次调降印花税为例，2008 年 9 月 19 日证券交易印花税由双边征收改为单边征收，当日指数大幅上涨，上证、深证分别+9.46%、+9.00%。减征印花税充分让利市场，投资者获得感有望提升：根据 2022 年全市场 A 股成交额（224 万亿元）测算，预计此次减征印花税将每年向市场让利 1,119 亿元，全市场投资者交易手续费预计将下降 30%。预计伴随制度性交易成本下降，市场活力有望进一步得到激发。利好频频落地，政策定力值得期待：从中央提出“活跃资本市场，提振投资者信心”开始，监管积极作为，出台了一批建设性的措施，包括转融资利率的优化、结算备付金比例下调、证券交易经手费下调、阶段性收紧 IPO 节奏、降低融资融券保证金比

例、规范股东减持行为等，这一系列政策都在边际上改善了市场交易活跃度。与此同时，监管层也在广泛征求活跃资本市场意见，政策的持续性已逐步印证。因此，我们有理由相信当前仍处于政策窗口期的初期，未来围绕投资端、融资端、交易端的改革力度仍然值得期待。投资建议：1) 券商：当前阶段证券板块基本面及政策面均有支撑，政治局会议定调“活跃资本市场，提振投资者信心”，投资端、融资端、交易端改革快马加鞭，后续政策力度依旧值得期待。从估值角度来看，截至2023年8月25日，证券板块估值1.31xPB，历史分位数7.85%，具备较高的性价比及安全边际，看好板块行情持续性，建议配置头部券商或低位券商：①投资端改革深化背景下，财富管理市场受益，首推零售券商龙头【东方财富】。②行业整体杠杆率抬升预期下，推荐【中信证券】、【中金公司(H)】，建议关注【华泰证券】。2) 保险：看好权益市场修复，保险资产端将受益，重点推荐【新华保险】、【中国人寿】。风险提示：1) 市场交投活跃度持续下滑；2) 政策效果不及预期。

(证券分析师：胡翔 证券分析师：朱洁羽 证券分析师：葛玉翔)

### 机械设备行业跟踪周报：推荐机床板块的顺周期&进口替代投资机会；看好需求快速增长的智能焊接设备

1.推荐组合：三一重工、恒立液压、晶盛机电、迈为股份、先导智能、拓荆科技、柏楚电子、华测检测、杰瑞股份、奥特维、长川科技、精测电子、绿的谐波、芯源微、富创精密、高测股份、杭可科技、海天精工、奥普特、金博股份、新莱应材、至纯科技、华中数控、联赢激光、纽威数控、道森股份。 2.投资要点： 机床行业：政策风起，看好自主可控背景下机床产业链投资机会 近日财政部、税务总局联合发布《关于工业母机企业增值税加计抵减政策的通知》，自2023年1月1日至2027年12月31日，对生产销售先进工业母机主机、关键功能部件、数控系统的增值税一般纳税人，允许按当期可抵扣进项税额加计15%抵减企业应纳增值税税额。我们认为该优惠政策将有效改善工业母机企业现金流压力，并提升未来研发投入&再投资能力。2018年中美贸易战后，国内自主可控意识逐步增强；而机床作为制造业自主可控最紧迫的一环，扶持政策频繁出台。此次出台针对工业母机的专项税收减免政策，再次凸显国家的重视程度。我们认为政策和资金双重加持下，国产机床有望逐步实现进口替代。投资建议：机床整机环节重点推荐海天精工、纽威数控、科德数控、国盛智科；建议关注豪迈科技、浙海德曼等。机床零部件环节重点推荐华中数控、秦川机床、恒立液压、绿的谐波。建议关注贝斯特、昊志机电等。 智能焊接：钢构智能焊接终端需求迫切，产业化正在加速推进 1) 技术端：钢结构焊接仍基本依赖人工，主要系：(1) 钢构大多为非标设计，同时钢板切割后边缘一致性较差，传统的示教式焊接机器人无法适用；(2) 钢构焊缝需进行开坡口，坡口形式各异，需依赖于庞大的工艺数据库积累。从核心技术来看，钢构智能焊接难点核心在于3D视觉识别软件、智能焊接软件和底层数据包。2) 需求端：一方面焊工为高危职业，人员招聘困难，钢构焊接产能供需错配现象日趋明显；另一方面，成本管控趋严背景下，钢构行业对于智能化生产线降本的需求越发迫切。3) 供给端：旺盛市场需求催化下，国内企业积极布局钢构智能焊接市场，现已涌现出柏楚电子、中集飞秒、安徽工布等领先供应商。在技术端日趋成熟背景下，2023年8月鸿路钢构发布500套角焊缝免示教焊接机器人招标，标志着行业开始进入批量应用阶段，后续产业化有望加速推进。重点推荐柏楚电子、埃斯顿，建议关注埃夫特-U。 出口型机械：出口需求边际向好、成本端改善，出口链机

械存在双击机会 欧美衰退担忧减弱，“一带一路”出口份额提升，出口链需求有望边际改善。北美新屋开工及销售等数据显示房地产底部复苏迹象。据美国商务部数据，美国 5 月新屋开工年化总数为 163.1 万户，高于市场预期 140 万户。“一带一路”十周年，中国出口份额持续提升，2023 年 1-6 月我国对东盟/俄罗斯的出口额为 2631/523 亿美元，累计同比增速分别为 1.5%/78.1%，同期对美国及欧洲出口累计同比增速为-17.9%/0.9%，一带一路已成为支撑我国出口的重要力量。汇率变化、海运费下降背景下，出口型企业利润率有望提升。建议关注：消费类机械银都股份、春风动力、巨星科技、浩洋股份；非消费类机械：工程机械三一重工、徐工机械、中联重科、恒立液压、杭叉集团、浙江鼎力，锂电设备全球化公司杭可科技、先导智能、安徽合力、诺力股份。 光伏设备：HJT 降本加速平价临界点将至，下游大规模扩产在即。 HJT 电池片效率&组件功率均有新突破，低衰减率性能优越。(1) 双面微晶提效显著，未来双面微晶量产平均效率稳定在 25.5% 以上，宣城三期 182 首批出片最高效率突破 25%，四期 210 首批出片最高效率达 25.58%，距异质结电池研发效率纪录仅有 1.23% 的差距。(2) 组件功率上 HJT 表现优异，近期通威 210-66HJT 的 0BB 组件功率创新高，达到 743.68W，华晟预期 210 双面微晶喜马拉雅 G12-132 组件平均量产出货功率将达到 725W 以上。成本曲线陡峭下降，规模效应值得重视。我们判断 2023Q3-Q4 HJT 成本打平主要依靠 0BB+50% 银包铜全面导入+110 微米薄硅片导入量产+规模效应。以目前首线的数据推算，HJT 非硅成本约 0.26 元/W，比 PERC 贵 0.13 元/W，考虑薄硅片+边皮料&高氧含量利用，能够节省 0.08 元/W，组件与 PERC 仅差 0.05 元/W，再结合高发电量的增益，HJT 组件具备经济性；同时华晟各项技术进展顺利，8 月有望实现盈利。目前 HJT 电池，全球产能 26.31GW，另有 52.7GW 新增产能正在排队进入入场、投产、出片，全年出货有望达到 15GW。在 8 月 25 日 HJT 论坛中，大晟资产与迈为科技签署了 1.2GW 异质结电池设备的战略合作协议，我们预计 2023 年 HJT 全行业扩产 50-60GW，以新玩家为主，2024 年传统主流大厂规模扩产。硅片环节推荐单晶炉龙头晶盛机电、切片代工龙头高测股份，电池片环节推荐 HJT 整线设备龙头迈为股份，组件环节推荐串焊机龙头奥特维。 工程机械：7 月叉车数据亮眼、挖机出口承压，关注行业海外拓展 2023 年 7 月工程机械行业主要产品销量如下：(1) 挖机销量 12606 台，同比下降 30%。其中，国内销量 5112 台，同比下降 45%；出口 7494 台，同比下降 14%，出口阶段性承压；(2) 汽车起重机销量 1460 台，同比下降 23.1%，其中国内市场销量 995 台，同比下降 33.6%；出口 465 台，同比增长 16.3%；(3) 叉车销量 92971 台，同比增长 9.47%，表现亮眼。其中国内市场销量 57851 台，同比增长 8.09%；出口 35120 台，同比增长 11.8%。 23Q2 海外龙头卡特彼勒实现营收 173 亿美元，同比增长 22%，净利润 29 亿美金，同比增长 75%，创下历史新高，海外工程机械市场整体处于上行周期。根据 2022 年全球工程机械制造商 50 强排行榜（《2022 Yellow Table》），卡特彼勒/徐工集团/三一重工/中联重科收入分别 321/181/160/104 亿美金，全球份额分别 13.8%、7.8%、6.9%、4.5%，国内品牌海外市场份额不足 5%，海外份额提升趋势持续。我们认为海外工程机械市场整体处于上行周期，在行业出口高基数、海外供应链恢复背景下，行业出口数据增速阶段性承压，但不改海外份额提升趋势。重点关注：工程机械主机厂三一重工、徐工机械、中联重科、柳工；叉车龙头安徽合力、杭叉集团；高机龙头浙江鼎力；上游核心零部件恒立液压。风险提示：下游固定资产投资不及市场预期；行业周期性波动；疫情

影响持续

(证券分析师: 周尔双 证券分析师: 罗悦 证券分析师: 刘晓旭)

### 石油石化行业跟踪周报: 大炼化周报: 化工品价格整体上涨, 炼化价差环比改善

**投资要点 【六大炼化公司涨跌幅】**截至 2023 年 08 月 25 日, 6 家民营大炼化公司近一周股价涨跌幅: 恒逸石化 (环比+5.60%)、新凤鸣 (环比+5.31%)、桐昆股份 (环比-0.77%)、荣盛石化 (环比-1.51%)、恒力石化 (环比-2.52%)、东方盛虹 (环比-4.30%)。近一月涨跌幅为恒逸石化 (环比+10.27%)、新凤鸣 (环比+0.32%)、桐昆股份 (环比-1.32%)、恒力石化 (环比-1.71%)、荣盛石化 (环比-1.84%)、东方盛虹 (环比-1.99%)。【国内外重点炼化项目价差跟踪】国内重点大炼化项目本周价差为 2529.83 元/吨, 环比增加 73.38 元/吨(环比+2.99%); 国外重点大炼化项目本周价差为 1658.29 元/吨, 环比增加 89.70 元/吨(环比+5.72%), 本周布伦特原油周均价为 84.07 美元/桶, 环比减少 1.06 美元/桶(环比-1.25%)。【聚酯板块】长丝价格跟涨有限, 聚酯链利润向上游转移。PX 方面, 需求支撑走强, 价格价差维持高位。PTA 和 MEG 方面, 下游聚酯端开工仍处高位, 刚需支撑下, 市场重心上行。长丝方面, 供需无明显变化, 价格未跟随成本上涨, 利润承压。短纤方面, 市场延续涨势, 下游备货情绪改善。瓶片方面, 成本、供需博弈下, 价格小幅上涨。【炼油板块】原油: 供应紧张存在缓解迹象, 国际油价承压下跌。本周全球制造业数据疲软, 市场对原油需求前景担忧再起, 同时美国原油出口持续高位, 且原油产量升至近三年新高, 供应紧张存在缓解迹象, 原油价格持续下跌。国内成品油: 价格以下调为主。汽油方面: 零售限价上调对市场指引不强, 本周市场价格震荡下调。柴油方面: 用油需求偏弱, 终端观望情绪升温, 市场价格走跌。航煤方面: 需求暂无明显改善, 市场成交情况一般, 本周航煤价格稳定。【化工板块】供需格局改善, 化工品价格、价差上涨。PE 方面, 供应端装置检修增加, 市场价格整体上涨。PP 方面, 供需两侧博弈, 市场价格小幅上涨。EVA 方面, 下游需求无明显改善, EVA 整体维稳运行, 个别光伏 EVA 报价上调。纯苯方面, 供需格局改善, 市场价格推涨。苯乙烯方面, 部分装置停车检修, 且库存持续低位, 行情偏强整理。丙烯腈方面, 供需变化不大, 价格维稳运行。PC 方面, 市场跟随成本端持续向上运行。MMA 方面, 供应端仍有一定利好, 市场偏强整理。风险提示: 1) 大炼化装置投产、达产进度不及预期。2) 宏观经济增速严重下滑, 导致需求端严重不振。3) 地缘政治以及厄尔尼诺现象对油价出现大幅度的干扰。4) PX-PTA-PET 产业链产能的重大变动。

(证券分析师: 陈淑娴 证券分析师: 陈李 证券分析师: 郭晶晶 研究助理: 何亦桢)

### 石油石化行业跟踪周报: 烯烃行业周报: 烯烃链产品报价整体上调, 丙烯酸及酯表现亮眼

**投资要点 【原料价格】**本周天然气、原油、动力煤价格回落, 乙烷、丙烷、石脑油、甲醇价格上涨, 乙烷/布伦特原油比价处于近十年 33% 分位, 丙烷/布伦特原油比价处于近十年 22% 分位。【油煤气路线盈利对比】① 乙烯利润: 本周乙烷裂解制乙烯盈利下降, 较石脑油路线超额利润增加, 油煤气路线利润排序为乙烷裂解>CTO>石脑油>MTO。② 丙烯利润: 本周 PDH 盈利下降, 较石脑油路线超额利润增加, 油煤气路线利润排序为 CTO>PDH>石脑油>MTO。【C2 板块】① 价格方面: 本周乙烯/HDPE/乙二醇/环氧乙烷/聚醚大单体/苯乙烯/聚苯乙烯

报价上涨，乙醇胺/DMC 报价稳定。②价差方面：本周乙烷裂解制乙烯价差缩窄，下游 HDPE/乙二醇/环氧乙烷/苯乙烯/聚苯乙烯价差回升，聚醚大单体/乙醇胺/DMC 价差缩窄，目前除 HDPE/DMC 价差已回到中高位外，其余 C2 产业链下游产品价差仍处于历史低位。【C3 板块】①价格方面：本周丙烯/聚丙烯/丙烯酸/丙烯酸丁酯报价上涨。②价差方面：本周 PDH 价差缩窄，下游聚丙烯/丙烯酸/丙烯酸丁酯价差回升。目前 C3 产业链下游产品整体价差仍处于历史中低位。【投资观点】烯烃产业链价差仍处于历史底部区间，看好需求改善背景下烯烃企业盈利回升。同时高油价背景下，轻烃裂解、煤制烯烃等差异化路线成本优势扩大，看好相关企业价值重估。【相关上市公司】卫星化学(002648.SZ)、东华能源(002221.SZ)、宝丰能源(600989.SH)、荣盛石化(002493.SZ)、恒力石化(600346.SH)、东方盛虹(000301.SZ)风险提示：项目投产进度推迟，需求复苏弱于预期，原材料价格剧烈波动，地缘风险持续演化。

(证券分析师：陈淑娴 证券分析师：陈李 证券分析师：郭晶晶 研究助理：何亦桢)

### 石油石化行业跟踪周报：原油周报：需求前景悲观，国际油价持续下跌

**投资要点** 【油价回顾】本周，由于全球制造业数据疲软导致的对需求前景的悲观情绪，全球闲置产能增加，美国汽油库存增加以及美国可能长期维持高利率抵消了对美国原油库存降幅超预期的乐观情绪，持续打压石油市场气氛，原油价格持续下跌。周后期由于欧佩克可能会进一步减产和欧洲柴油库存下降，供需继续权衡，欧美原油期货小幅收涨。【油价观点】预计 2023 年油价仍然高位运行：供给端：紧张。能源结构转型背景下，国际石油公司依旧保持谨慎克制的生产节奏，资本开支有限，增产意愿不足；受制裁影响，俄罗斯原油增产能力不足且会一定程度下降；OPEC+供给弹性下降，减产托底油价意愿强烈，沙特控价能力增强；美国原油增产有限，长期存在生产瓶颈，且从 2022 年释放战略原油库存转而进入 2023 年补库周期。需求端：增长。今年国内经济恢复，引领全球原油需求增长，海外市场或将担心经济衰退引起原油需求下滑。综合国内外来看，全球原油需求仍保持增长态势。我们认为，油价出现大幅暴跌可能性较小，油价或将持续高位运行。【原油价格板块】截止至 2023 年 08 月 25 日当周，布伦特原油期货结算价为 84.48 美元/桶，较上周下降 0.32 美元/桶（环比-0.38%）；WTI 原油期货结算价为 79.83 美元/桶，较上周下降 1.42 美元/桶（环比-1.75%）；俄罗斯 ESPO 原油现货价为 79.13 美元/桶，较上周上升 1.84 美元/桶（环比+2.38%）。截止至 2023 年 08 月 18 日当周，俄罗斯 Urals 原油现货价为 70.96 美元/桶，较上周下降 3.50 美元/桶（环比-4.70%）。【美国原油板块】1) 供给端。产量板块：截止至 2023 年 08 月 18 日当周，美国原油产量为 1280 万桶/天，较之前一周增加 10 万桶/天。钻机板块：截止至 2023 年 08 月 25 日当周，美国活跃钻机数量为 512 台，较上周减少 8 台。压裂板块：截止至 2023 年 08 月 18 日当周，美国压裂车队数量为 256 部，较上周增加 6 部。2) 需求端。截止至 2023 年 08 月 18 日当周，美国炼厂原油加工量为 1677.6 万桶/天，较之前一周增加 3.0 万桶/天，美国炼厂原油开工率为 94.50%，较之前一周下降 0.2pct。3) 原油库存。截止至 2023 年 08 月 18 日当周，美国原油总库存为 7.82 亿桶，较之前一周减少 554.0 万桶（环比-0.70%）；商业原油库存为 4.34 亿桶，较之前一周减少 613.4 万桶（环比-1.40%）；战略原油库存为 3.49 亿桶，较之前一周增加 59.4 万桶（环比+0.17%）；库欣地区原油库存为 3066.9 万桶，较之前一周

减少 313.3 万桶 (环比-9.27%)。4) 成品油库存。截止至 2023 年 08 月 18 日当周, 美国汽油总体、车用汽油、柴油、航空煤油库存分别为 21762.6、1564.9、11668.8、4178.8 万桶, 较之前一周分别+146.8 (环比+0.68%)、+27.8 (环比+1.81%)、+94.5 (环比+0.82%)、+44.6 (环比+1.08%) 万桶。【相关上市公司】中国海油/中国海洋石油 (600938.SH/0883.HK)、中国石油/中国石油股份 (601857.SH/0857.HK)、中国石化/中国石油化工股份 (600028.SH/0386.HK)、中海油服 (601808.SH)、海油工程 (600583.SH)、海油发展 (600968.SH)、石化油服/中石化油服 (600871.SH/1033.HK)、中油工程 (600339.SH)、石化机械 (000852.SZ)。【风险提示】1) 地缘政治因素对油价出现大幅度的干扰。2) 宏观经济增速严重下滑, 导致需求端严重不振。3) 新能源加大替代传统石油需求的风险。4) OPEC+联盟修改石油供应计划的风险。5) 美国解除对伊朗制裁, 伊朗原油快速回归市场的风险。6) 美国对页岩油生产环保、融资等政策调整的风险。7) 全球 2050 净零排放政策调整的风险。

(证券分析师: 陈淑娴 证券分析师: 陈李 证券分析师: 郭晶晶 研究助理: 何亦桢)

### 有色金属行业跟踪周报: 加息预期反复, 金价震荡运行

**投资要点** 段落提要: 回顾本周行情, 有色板块本周下跌 2.17%, 在全部一级行业中排名第九。二级行业方面, 周内申万有色金属类二级行业涨跌互现。工业金属方面, 美国制造、服务业数据表现低于预期, 周内美元回落叠加衰退担忧支撑工业金属价格上涨, 预计后续价格震荡运行。贵金属方面, 美国经济衰退预期升温, 贵金属价格出现反弹, 但美联储主席在周五全球央行会议中仍保持鹰派言论, 预计后续价格震荡运行。周观点: 铜: 终端消费彰显韧性, 支撑铜价小幅上涨。伦铜报收 8,361 美元/吨, 环比上涨 1.54%; 沪铜报收 68,930 元/吨, 环比上涨 1.37%。供应端, 本周 TC 价格维持 93.5 美元/吨高位, 铜矿供应维持相对宽松状态。冶炼厂在夏季维护后恢复生产, 叠加精矿加工费持续高企, 调动生产商的积极性, 产量环比增加 0.63%。需求端, 上半年国内精炼铜表观需求同比增长约 9%, 主要来源于电缆厂、电网和建筑业等主要铜消费行业, 这显示终端消费韧性依然存在, 叠加市场对传统消费旺季“金九银十”的乐观预期影响, 本周铜价重心上移。长期来看, 伴随国内经济刺激政策出台落地, 叠加 9、10 月需求旺季以及低位库存水平支撑铜价, 预计后市铜价震荡略偏强运行。铝: 氧化铝减产, 铝价小幅上涨。本周伦铝报收 2,155 美元/吨, 环比上涨 0.54%; 沪铝报收 18,555 元/吨, 环比上涨 0.84%。供应端, 云南复产产能已全部释放完毕, 供应继续增加。本周电解铝开工产能 4274.90 万吨, 较上周增加 12 万吨, 开工率已达到 90.48%。需求端, 下游加工企业周度开工率环比小幅上升; 成本端, 近期山东以及西南区域部分氧化铝企业例行设备检修工作, 涉及总年产能可在 300 万吨左右, 检修周期在 8-15 天预计共影响焙烧产量约 10 万吨, 氧化铝价格受此影响出现跳涨, 受此影响, 本周铝价环比上涨。往后看, 短期内下游开工回升预期较低, 后续政策影响需进一步观察追踪, 预计铝价维持震荡态势。黄金: 加息预期反复, 黄金价格震荡运行。本周 COMEX 黄金收盘价报收 1,944.70 美元/盎司, 环比上涨 1.34%; SHFE 黄金报收 458.50 元/克, 环比上涨 0.75%。美国 8 月 Markit 制造业 PMI 初值 47, 创今年 2 月份以来新低; 服务业 PMI 初值 51, 创两个月新低; 综合 PMI 初值 50.4, 创今年 2 月以来新低。多项经济数据表现疲软, 高利率基调所致的整体制造业及服务业需求萎靡现象逐步显露。

由此，市场预期美国三季度经济或有下滑，美元和美债收益率出现回落，本周金价也因此触底反弹。但随后，在8月25日，鲍威尔在杰克逊霍尔会议上表示美联储可能需要进一步加息，以冷却仍然过高的通胀，并承诺在即将召开的会议上谨慎采取行动。市场加息预期出现反复，预计金价或将在短期内受政策预期变化影响，继续震荡运行。风险提示：美元持续走强；美债违约风险上升；下游需求不及预期。

(证券分析师：陈淑娴 证券分析师：郭晶晶  
证券分析师：陈李)

### 钢铁行业跟踪周报：短期价格震荡，库存下探，看好后续旺季预期需求反弹

投资要点 价：钢材价格本周涨跌互现，短期预计弱势震荡。1) 钢材价格弱势震荡运行。长材：8月25日螺纹钢HRB400上海报价3730元/吨(yoy-11.2%)，周持平，高线HPB300上海报价3940元/吨(yoy-14.9%)，周跌20元/吨。板材：热轧板卷Q235B上海报价3.0mm为3970元/吨(yoy-1.5%)，周跌10元/吨，冷轧板卷0.5mm上海报价5160元/吨(yoy+6.6%)，周涨30元/吨。2) 铁矿价格持续上涨，焦煤焦炭下跌，废钢环比略升：铁矿：国产矿及进口矿周度价格持续上涨，上游成本压力增大。8月25日国产矿(唐山铁矿)报价1036元/吨(yoy+16%)，周涨13元/吨，进口矿方面，青岛港澳澳大利亚PB粉61.5%报价889元/湿吨(yoy+18%)，周涨32元/湿吨。焦煤、废钢：焦煤焦炭周度价格下跌，废钢周度价格环比持平略升。截至8月25日焦煤方面，唐山二级冶金焦报价2010元/吨(yoy-24%)，周跌100元/吨。焦炭价格报价1950元/吨(yoy-24%)，周跌76元/吨。废钢方面唐山6-8mm报价2685元/吨(yoy-6%)，周涨30元/吨。3) 目前螺纹钢价格较为符合市场判断，预计短期价格低位震荡。截至8月25日螺纹钢期货结算价为3714元/吨，周跌4元/吨，期现差-16元/吨，期现差扩大，线材期货结算价为4367元/吨，周涨160元/吨，期现差219元/吨，期现差扩大。截至8月24日铁矿石期现差为-80元/吨，期现差有缩小趋势。量：供给总体略增，库存小幅降库，看好后市旺季需求反弹 1) 产量：本周全国主要钢厂螺纹钢、冷轧板卷产量下降，线材、热轧板卷、中厚板产量提升。本周(8月18日-8月25日)主要钢厂螺纹钢产量264万吨(yoy-2.2%)，周降0.4万吨，线材产量116万吨(yoy-17%)，周升6万吨，热轧板卷产量318万吨(yoy+9%)，周升3.3万吨，冷轧板卷78万吨(yoy+3%)，周降3.8万吨，中厚板163万吨(yoy+16%)，周升1.7万吨。2) 库存：本周库存环比持续降库，预计后续伴随旺季来临库存有望进一步下探。截至8月25日五大钢材总库存1643万吨(yoy+0.9%)，周降17万吨，降幅1.0%，其中社会库存1199万吨(yoy+5.1%)，周降12万吨，钢厂库存445万吨(yoy-8.9%)，周降5万吨。3) 消费：本周主流钢材需求态势较弱，线螺采购量及建筑钢材成交平稳。本周螺纹钢/线材/热轧表观消费量分别为293/117/316万吨，周升20/1/3万吨，冷轧/中厚板表观消费量为77/160万吨，周降3/2万吨，侧面来看，本周上海线螺采购量1.5万吨，周升200吨，8月25日建筑钢材成交量14.4万吨，周升172吨，震荡向好。盈利能力：长流程盈利持续下探，短流程毛利震荡。1) 长流程：企业盈利持续承压。截至8月25日五大品种螺纹、线材、热轧、冷轧、中厚板成本滞后一月毛利分别为-84/106/-14/316/66元/吨，周降51/71/61/41/101元/吨。Mysteel统计247家钢铁企业盈利率8月25日为51.1%，周跌7.8pct。2) 短流程：盈利震荡承压。截至8月25日电炉开工率62.8%，周降0.6pct。电炉利润为-358元/吨，周升12元/吨，持续震荡承压。投资建议：本周市场行情维持震荡，短期来

看伴随平控政策落地符合我们对于钢价提振效果较弱判断，中长期来看旺季来临叠加国家对于城中村、房地产限购等政策出台，需求有望得到进一步支撑。标的首推华菱钢铁（普转特，估值提升进行时）、宝钢股份（钢铁工业龙头）。风险提示：房地产下滑；制造业回暖不及预期。

（证券分析师：王钦扬 研究助理：米宇）

### 煤炭开采行业跟踪周报：用电需求预期趋弱，预计煤价承压震荡

**投资要点** 行业近况：动力煤方面，下游需求维持弱势，价格震荡运行。本周港口动力煤现货价环比上涨16元/吨，报收818元/吨。供给端，近期部分煤矿因存在安全生产隐患停产整顿、叠加产地发运成本持续倒挂，港口调入量环比小幅增加，本周环渤海四港区日均调入量173.13万吨，环比上周增加3.24万吨，增幅1.91%，高于去年和前年同期水平。需求端，下游电厂库存较高、采购需求疲弱，本周日均调出量182.79万吨，环比上周减少0.56万吨，减幅0.30%。库存端，本周环渤海四港口日均库存2325.57万吨，环比上周减少63.64万吨，减幅2.66%。考虑到当前煤炭消费旺季步入尾声，下游需求趋弱、叠加库存高位，预计短期煤价承压。炼焦煤方面，短期价格预计难以大幅上涨。本周山西产主焦煤京唐港库提价格收报2100元/吨，环比上周下跌50元/吨。供给端，产地供应较为稳定，进口量维持高位，整体仍较为宽松。需求端，受城中村改造等稳增长政策推动，市场对下游地产需求预期有所回暖；但同时考虑到全年粗钢产量预期平控的影响，预期后续铁水产量难以持续上升，焦煤价格上行空间有限。估值与建议：我们维持行业评级不变。风险提示：下游需求不及预期；保供力度强于预期，煤价大幅下跌。

（证券分析师：陈淑娴 证券分析师：陈李 证券分析师：郭晶晶）

## 推荐个股及其他点评

### 容知日新（688768）：2023年年报点评：PHM龙头地位稳固，静待下半年业绩回升

事件：2023年8月24日，公司发布2023年中报。2023年H1，公司实现营收2.06亿元，同比减少1.59%；归母净利润-0.01亿元，同比减少103.57%；扣非归母净利润-0.08亿元，同比减少134.98%。业绩低于市场预期。投资要点 Q2 营收未达预期，费用持续增加导致亏损：收入端，2023年Q2，公司实现营收1.49亿元，同比减少12.29%，主要系冶金、水泥行业下游景气度较低以及石化行业公司确收节奏延后所致。根据历年数据，公司H1营收占全年比重不足40%，2023年上半年公司季节性增幅未达预期造成业绩下滑。利润端，公司费用均匀稳定发生，且2023年H1公司加大研发力度，研发投入同比大幅增加，同时实施股权激励，造成费用增加、业绩亏损有所扩大。加大研发推出新品，盈利能力稳步增长：2023年H1，公司研发费用0.63亿元，同比增加67.79%，研发费用率为30.49%，同比增加12.61pct。公司开发场景化智能运维的解决方案，预计2023年下半年将推出基于智能运维理解的场景智能新产品，实现对振动、视觉、温度、声音等多个物理量的预测性维护。2023年H1公司实现毛利率63.40%，同比增加1.98pct，主要系公司产品迭代，为客户提供价值量更高产品。多项措施并举，下半年营收有望回暖，公司管理层增持彰显信心：公司行业地位稳固，已经覆盖风电、冶金、石化等行业大多数头部客户，产品性能业内领先。PHM是高增速、低渗透朝阳赛道。公司将加强应

对确收和下游行业景气度波动挑战，促使公司营收增速回归正常轨道。确收方面，公司在手订单有保障，同时加大销售体系建设，紧抓项目确收。行业景气度方面，公司将针对特定行业积极推进订阅式服务业务，持续推进服务产品化，确保完成公司销售目标。内部管理方面，公司将提升人效，优化团队构成。公司高管及实控人合计 8 人计划自 2023 年 8 月 25 日起 6 个月内，以其自有资金增持公司股份，金额为 2,000-4,000 万元。盈利预测与投资评级：容知日新作为国产 PHM 龙头，虽然业绩短期受行业景气度和确收影响，但行业地位稳固，具备数据积累和算法研发的先发优势。随着公司发布新产品，强化销售体系，优化内部管理，公司下半年有望增速回暖。但由于公司 Q2 增速较低，我们下调 2023-2025 年归母净利润预测为 1.39(-0.39)/2.00(-0.58)/2.90(-0.82)亿元，维持“买入”评级。风险提示：技术发展不及预期；工业互联网支持政策不及预期；行业竞争加剧。

(证券分析师：王紫敬 证券分析师：周尔双  
研究助理：王世杰)

### 长华集团 (605018): 2023 年中报点评: 下游客户产销回暖, 降本增效 Q2 量利齐升

投资要点 公告要点: 公司公布 2023 年半年报, 业绩符合我们预期。2023H1 实现营业收入 9.49 亿元, 同比增长 24.26%; 实现归属母公司净利润 0.24 亿元, 同比下降 20.80%; 实现扣非归母净利润 0.16 亿元, 同比下降 42.95%。其中 2023Q2 实现营业收入 5.66 亿元, 同比增长 78.78%, 环比增长 47.92%; 实现归属母公司净利润 0.24 亿元, 同比增长 527.56%, 环比增长 5718.19%; 实现扣非归母净利润 0.21 亿元, 同比增长 419.58%, 环比增长 530.27%。新客户对冲日系客户产销压力, 铝铸件产品期待放量。客户结构优化, 新能源客户放量对冲核心客户销量下滑压力, 2023H1 公司核心客户东风本田/广汽本田产量同比-33.0%/-13.6%, 2023 年 Q2 核心客户销量有所回升, 东风本田/广汽本田产量环比+8.7%/-0.6%, 推动公司 Q2 营收同环比大幅增长。公司现阶段产品以紧固件和冲焊件为主, 一体化铝压铸新业务已经导入 4000T 全自动压铸生产线, 已试生产出相关样品, 待客户验证通过即可放量生产, 公司已经添加的设备满足目前的产能和来年的订单需求。规模效应+降本增效效果显著, 盈利中枢上移。2023H1 毛利率为 13.57%, 同比下降 1.97pct, 其中 2023Q2 毛利率为 14.09%, 同比上升 3.17pct, 环比增长 1.27pct, 主要系核心客户产销回暖, 公司产能利用率提升导致。期间费用率有所降低, 2023Q2 费用率同比-3.24%, 其中管理费用率/研发费用率同比-1.22%/-2.47%, 主要系公司收入规模提升产生规模效应所致。新产能逐步达产叠加铝铸件新产品逐步放量能够有效分摊固定成本实现规模效应, 长期维度公司盈利中枢有望进一步抬升。盈利预测与投资评级: 我们维持公司 2023-2025 年营收为 22.0/26.2/30.1 亿元, 同比分别+20%/+19%/+15%, 归母净利润为 1.8/2.3/2.8 亿元, 同比分别+62%/+31%/+19%, 对应 PE 为 27/21/17 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 核心客户销量不及预期, 新产品开发不及预期

(证券分析师: 黄细里)

### 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%。2023 年 Q2 公司实现营收 37.1 亿元, 同比下降 29.61%, 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%。2023H1 出货 3 万吨，同比微增，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，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，上半年公司产能利用率 78.61%，高于行业 50-60%的平均水平；Q3 海外需求进一步恢复，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。公司与全球一流锂电巨头企业均保持密切合作关系，后续欧洲工厂一期 6 万吨建设即将启动，本土化布局将进一步巩固公司在海外产业链的战略地位，支撑后续增长。2023Q2 单吨扣非净利 3.9 万元/吨，超市场预期，经营性利润远高于行业。我们测算公司上半年锂电材料均价约 28 万元/吨（不含税），单吨毛利 5 万元/吨，单吨扣非净利 3.5 万/吨，其 23Q2 单价约 23 万元/吨（不含税），对应单吨扣非利润 3.9 万元左右，明显好于行业平均水平，扣除汇兑损益影响，公司扣非单吨净利也保持 3 万/吨左右，大超市场预期。公司单位盈利连续几个季度好于行业平均，且基本维持稳定，充分体现公司竞争优势，我们预计主要系公司客户结构优异，海外销量占比达到 70%以上，加工费较稳定，盈利水平明显高于国内；Q2 海内外碳酸锂、镍等金属价差预计也有小幅正向贡献。考虑公司海外客户优势可维持，我们预计下半年单位盈利仍有望维持 2.8 万元/吨左右。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。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：考虑公司盈利水平超预期，我们上调公司 2023-2025 年归母净利润预测至 21.08/24.58/29.25 亿元（原预期为 18.87/23.26/31.34 亿元），同比-7%/+17%/+19%，对应 PE 为 11x/9x/8x，给予 2023 年 18xPE，目标价 74.9 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）

### 东方甄选 (01797.HK): FY23 年报点评: 自营品销售表现亮眼, 期待多渠道布局贡献增量

**投资要点** 事件: 公司 2023 财年 (2022/6/1-2023/5/31) 持续经营业务的营收实现 45 亿元 (yoy+651%)，其中自营产品及直播电商业务和教育相关业务分别贡献收入 39 和 6 亿元。净利润实现 9.7 亿元 (FY22 为 -0.71 亿元)，顺利实现扭亏为盈；经调整净利润实现 10.9 亿元，经调整净利率同比提升 5.8pct 至 24.2%。直播电商 GMV 达 100 亿元，供应链持续打磨支撑品牌成长。FY23 东方甄选全渠道 GMV 实现 100 亿元，收入 39 亿元 (FY22 为 2458 万元)，其中自营品营收超 26 亿元。我们测算得 FY23H2 GMV 实现 52 亿元，收入 21 亿元，其中自营品营收 16 亿元 (占直播电商收入 76%)。23 年以来，公司持续加强供应链管理，拓展产品类别和规格，尤其是在自营品方面：截至 5/31，自营产品和直播电商团队 1103 人中 1/3 专门负责供应链和产品；自营品类别从食品饮料到标准化生活用品均有突破，数量已超过 120 个。我们看好公司底层能力完善沉淀为长期品牌资产，在农产品电商赛道中持续健康增长。抖音主渠道仍有增长空间，自有 APP/淘宝等多渠道布局加速。1) 抖音仍是公司重要销售渠道，也是未来业务发展和增量业务的重点策略。FY23 抖音渠道已付订单达 1.4 亿单，关注者超过 4180 万人。根据第三方数据，东方甄选抖音账号美丽生活

6/1-8/24 带货直播日均 GMV 相比 FY23 全年日均 GMV 提升 39%；将进酒、看世界等账号亦有较好销售表现。我们看好扩展多品类驱动公司在抖音渠道的进一步成长。2) 随着品牌成长，寻求多渠道机会成为必然，公司在自有 APP 与淘宝等平台的探索有望贡献增量。公司自有 APP 在 7 月初全新上线，截至 8/26 下载量已达数百万次，GMV 超 2.5 亿元，直播观众累计超 4100 万人次。随着会员体系搭建完善，自有 APP 有望作为私域深度挖掘会员价值。此外，公司自 8/29 起将在淘宝开启直播带货，前期在直播/用户/商品运营上或还需要一段时间探索，但淘宝可观流量+成熟电商体系有望助力公司触达更多客群。大学教育业务正处疫后修复期。FY23 大学教育业务收入 5.9 亿元 (yoy+14%)，付费学生人次 58 万人 (yoy+6%)，正式课程人均开支 1544 元 (yoy+18%)，得益于疫后留学需求修复和公司多渠道营销战略。毛利润达 4.4 亿元 (yoy+32%)，毛利率 74.6% (yoy+10pct)，得益于员工成本减少、市场需求恢复及智慧学习系统赋能。盈利预测与投资评级：由于公司加大投入自有 APP 和供应链等，研发及销售费用或有所提升，我们将公司 FY24-25 归母净利润预期从 15.09/18.46 亿元下调至 9.51/13.22 亿元，并预计公司 FY26 归母净利润为 15.54 亿元。我们预计 FY24-26 Non-IFRS 净利润为 13.5/15.2/16.5 亿元，Non-IFRS 净利润对应 FY24-26 PE 倍数分别为 30/27/25 倍。我们看好公司直播电商业务长期增长空间，维持“买入”评级。风险提示：直播电商竞争加剧，消费不及预期，多渠道运营成效不达预期

(证券分析师：张良卫 证券分析师：周良玖

研究助理：郭若娜 研究助理：张文雨)

### 盛剑环境 (603324)：2023 年中报点评：半年度新签单超 22 年全年，湿电子化学品耗材实现突破

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业收入 7.72 亿元，同比增长 39.99%；归母净利润 0.77 亿元，同比增长 23.12%；扣非归母净利润 0.74 亿元，同比增长 30.61%；加权平均 ROE 同比降低 0.82pct，至 5.28%。IC 领域收入占比达 73.5%，IC 订单高景气带动收入高增。2023 年上半年公司实现营业收入 7.72 亿元，同比增长 39.99%；归母净利润 0.77 亿元，同比增长 23.12%，主要系下游客户需求旺盛，公司竞争力提升。分业务来看，2023 年上半年，1) 光电显示：实现收入 4334 万元，占比达 5.6%；2) 集成电路：实现收入 5.66 亿元，同比增长 78.71%，占比提升至 73.5%。3) 新能源业务：实现收入 1.55 亿元，同比增长 694.24%，占比约 20%。2023 年上半年公司销售毛利率 28.70%，同比下降 0.05pct，相较于 2022 年全年提升 0.69pct，毛利率整体稳定。23 上半年新签订单超 22 年全年，集成电路新签订单占比 61%。2023 年上半年，公司新增订单 17.11 亿元，已达去年全年新签订单总额的 107.95%。分板块来看，2023 年上半年：1) 集成电路：新增含税订单 10.5 亿元，同比增长 67.48%，成功中标奕斯伟、芯恩、斯达微、粤芯等公司项目。2) 半导体显示：新增厦门天马、深圳华星等行业重点项目，合计新增含税订单 2.7 亿元，已达 2022 年全年同口径新增合同额的 76.75%。3) 新能源：新增含税订单 3.5 亿元，同比增长 195.25%。4) 半导体制程附属设备及关键零部件：公司积极加快市场拓展和研发验证工作，L/S 设备、真空设备、温控设备三大业务条线取得丰硕成果，合计新增制程附属设备含税订单 0.80 亿元。订单表现亮眼，IC、新能源高增，半导体附属制程设备与零部件持续突破。半导体耗材实现突破，电子材料上海工厂正式投产。2023 年 H1 公司湿电子化学品业务实现收入 5295 万元，新中标广州广芯、惠科、绵阳惠科等项目，上海工厂建设验收完

成并投产，为满足进一步产能需求，公司积极推动合肥项目建设。光刻胶剥离液实现了“0到1”的突破，已在多个半导体显示头部客户上线测试，并顺利与某半导体显示知名客户签订《框架采购合同》并正式获得采购订单，累计交货超过200吨。盈利预测与投资评级：半导体废气治理龙头充分受益国产化率提升，设备与耗材贡献新增量。我们维持2023-2025年归母净利润2.15/2.94/3.87亿元，同增65%/37%/31%，当前市值对应2023-2025年PE20/15/11x（2023/8/25），维持“买入”评级。风险提示：下游行业资本支出波动，原材料价格波动，行业竞争加剧

（证券分析师：袁理 证券分析师：马天翼 证券分析师：任逸轩）

### 国盛智科（688558）：2023年中报点评：Q2业绩环比改善，看好行业逐步复苏

2023Q2业绩环比向好，看好下半年行业复苏：2023H1公司实现营业收入5.7亿元，同比+0.3%；归母净利润0.84亿元，同比-14.7%，扣非归母净利润0.80亿元，同比-4.7%。其中Q2单季度实现营业收入3.1亿元，同比+4.7%，环比+16.2%；归母净利润0.48亿元，同比-15.4%，环比+31.6%；扣非归母净利润0.465亿元，同比+5.0%，环比+40.4%。通用制造业复苏慢于市场预期背景下，公司上半年营收同比持平，扣非归母净利润仅略有下滑，业绩韧性较强。若剔除一季度疫情管控措施放松所带来的影响，公司二季度业绩环比持续向好。展望2023H2，随着经济刺激政策逐步出台，通用制造业有望温和复苏，我们认为公司业绩将迎来恢复性增长。销售毛利率略有下滑，规模效应有望带动毛利率回升：2023H1公司销售毛利率为25.6%，同比-1.6pct，我们判断销售毛利率有所下滑主要系新工厂投入使用，但收入受下游需求较为疲软影响，导致单位制造费用较高。Q2单季度销售毛利率25.6%，同比-4.8pct，环比+0.1pct。2023H1公司销售净利率为14.6%，同比-2.9pct，有所下滑主要系受到毛利率下滑及投资收益减少的影响。费用端，2023H1公司期间费用率为10.1%，同比-0.3pct，其中销售/管理（含研发）/财务费用率分别为4.0%/7.9%/-1.8%，同比分别+0.6pct/+0.4pct/-1.3pct，其中财务费用率大幅降低主要系当期利息收入增加所致。我们判断在制造业复苏预期下，公司产能利用率有望回升，规模效应将带动利润率进一步回升。持续加码核心功能部件自制，新能源等领域新产品有望迎来高速增长：持续加码核心功能部件自制，提升产品竞争力。截至2023H1末，公司龙门五面体加工中心全自动直角头100%自制，全自动延长头可根据客户要求定制开发，侧置式全自动万向头进入小批量生产阶段；卧镗自制转台已实现5-25T全系列80%自制；卧镗主轴160主轴进入小批量生产阶段，另有多款电主轴已完成功能测试，拟投入用户现场使用，开始小批量生产。公司及时调整产品规划，贴近新能源、航天军工等高景气行业，随着2023年新增产能释放，高景气下游有望迎来高速增长。①新能源汽车：针对一体化压铸模具加工难点，推出桥式三轴、五轴龙门加工中心等产品，目前订单充足；针对新能源车前后副车架的加工，推出高速立加和五轴卧加。②航天军工：针对大型结构件和精密件的加工需求，开发出大型高刚性高精度动柱龙门加工中心、立式摇篮五轴等机型。盈利预测与投资评级：考虑到2023H2下游通用制造业有望温和复苏，我们调整公司2023-2025年归母净利润分别为2.01（原值2.25）/2.66（原值2.82）/3.47（原值3.58）亿元，当前股价对应动态PE分别为18/14/11倍，维持“增持”评级。风险提示：通用制造业复苏不及预期、新产品拓展不及预期。

(证券分析师: 周尔双 证券分析师: 罗悦)

### 信德新材 (301349): 2023 年中报点评: Q2 产品结构变化及计提存货跌价准备影响盈利, 业绩低于市场预期

**投资要点** Q2 毛利率下降明显, 业绩低于预期。23 年 H1 营收 3.5 亿元, 同减 19%, 归母净利 0.2 亿元, 同减 72%; 23Q2 营收 1.9 亿元, 同环比-32%/+22%, 归母净利-0.06 亿元, 同环比-113%/-121%, 扣非净利-0.15 亿元, 环比-181%。23Q2 毛利率 7.25%, 同环比-20/-17pct, 归母净利率-3.4%, 同环比-21/-21pct, 扣非净利率-7.6%, 环比-19pct, 业绩低于市场预期。23H1 出货 1.3 万吨+, 23 年新增产能释放, 有望维持 50%增长。23H1 负极包覆材料出货 1.3 万吨+, 其中 Q2 出货 0.7 万吨+, 环增 15%+, 预计 Q3 环增 30%至 0.9 万吨+, 公司现有产能 5.5 万吨, 收购项目技改新增 1.5 万吨在建, 随着新增产能投产, 预计 23 全年出货 3.5 万吨, 维持 15%-20%增长。单位盈利受产品结构及降价影响, 一体化比例提升有望对冲。盈利方面, 公司 23H1 单吨净利 0.15 万元/吨左右, 较 22 年全年下降 60%+, 其中 23Q2 微亏, 主要系计提 0.2 亿元存货跌价准备, 若加回, 则对应单吨净利 0.15 万元/吨左右, 环比 23Q1 降 50%, 主要系盈利较好的中高温产品出货占比由 23Q1 的 80%下降至 23Q2 的 50%-60%, 而中低温产品 23Q2 降价 30%-40%至盈亏平衡以抢占市场, 且产能利用率下滑导致单吨费用分摊增加, 叠加副产品未完全匹配影响盈利。看下半年, 当前原材料价格已逐步下滑, 随着新增 3 万吨一体化产能爬坡完成, 23 年下半年盈利有望恢复至 0.2-0.3 万元/吨, 预计 23 年全年单吨净利可维持近 0.3 万元左右。23H1 经营性现金流转负、Q2 费用率环比改善。23H1 公司期间费用率 8.3%, 同增 0.5pct; 其中 23Q2 期间费用率 6.82%, 同环比-0.01/-3.17pct, 其中研发费用率环比-2.21pct, 贡献明显。23H1 公司经营活动净现金流-1.94 亿元, 同比转负; 资本开支 0.2 亿元, 同降 52%。23Q2 末存货 3.92 亿元, 较年初增长 90%, 较 Q1 末微增 2%。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 年归母净利预期至 1.05/1.75/2.28 亿元 (原预期 2.09/3.03/4.23 亿元), 同比-30%/+67%/+31%, 对应 PE 为 42x/25x/19x, 考虑到公司长期仍有增长潜力, 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)

### 金龙汽车 (600686): 2023 年中报业绩点评: 出口高增兑现, 盈利能力持续修复

**投资要点** 公司公告: 公司发布 2023 年半年报, 2023H1 实现营业收入 93.7 亿元, 同比增长 42.55%; 实现归属母公司净利润 0.47 亿元, 同比增长 121.31%; 实现扣非归母净利润-0.49 亿元。其中 2023Q2 实现营业收入 56.23 亿元, 同比增长 54.45%, 环比增长 50.10%; 实现归属母公司净利润 0.36 亿元, 同比扭亏为盈, 环比增长 239.00%; 实现扣非归母净利润-0.04 亿元。公司实际归母净利润符合业绩预告, 扣非归母净利润较业绩预告略低, 整体业绩符合预期。客车行业周期反转+销量结构优化推动盈利反转。行业方面, 2023 年上半年客车行业国内国外趋势向好, 国内座位客车景气+海外新能源复苏共同推动客车行业销量同环比高增。公司方面, 1) 2023 年上半年公司销量结构显著优化, Q1 大中客销量占比 53%, Q2 大中客销量占比 61%, 大中客销量结构屡创历史新高; 2) 出口明显加速, 上半年公司出口 9276 辆, 同比+28.6%, 其中新能源出口 2302 辆, 同比+137.8%, 出口收入贡献占据总收入的一半以上; 3) 降本增效期间费用率显著下降,

2023Q2 公司期间费用率为 8.8%，同环比-3.98pct/-3.16pct，其中销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别环比-0.13pct/-0.89pct/-0.64pct/-1.49pct，公司内部管控趋严降本增效效果初显，叠加上半年公司受益于人民币贬值获得的大额汇兑收益（2023 年 H1 汇兑收益为 1.12 亿元，同比+969%），公司在 2023 年上半年实现盈利反转，2023 年 Q2 归母净利润实现 0.36 亿元，环比高增。看好客车行业国内外共振带来的产业机遇，公司盈利中枢有望进一步抬升。2023 年上半年，大中客国内销量同比+6.94%，其中座位客车销量同比+84.43%；出口销量同比+85.47%。国内座位客车+出口的高需求驱动客车行业底部复苏，公司作为国内客车行业龙头企业之一有望直接受益，全年净利润有望实现扭亏为盈。盈利预测与投资评级：我们维持公司 2023~2025 年营业收入 205/233/266 亿元，同比+12%/+14%/+14%，维持归母净利润为 1.44/3.05/6.28 亿元，2024~2025 年同比+112%/+106%，2023~2025 年对应 EPS 为 0.20/0.43/0.88 元，PE 为 34/16/8 倍。维持公司“买入”评级。风险提示：全球经济复苏不及预期，国内外客车需求低于预期。

（证券分析师：黄细里）

#### 中国汽研（601965）：2023 年中报业绩点评：利润环比高增，智能网联加速放量

**投资要点** 公告要点：公司发布 2023 年半年报，业绩符合我们预期。2023H1 实现营业收入 16.51 亿元，同比增长 23.15%；实现归属母公司净利润 3.43 亿元，同比增长 14.55%；实现扣非归母净利润 3.29 亿元，同比增长 14.47%。其中 2023Q2 实现营业收入 9.44 亿元，同比增长 21.10%，环比增长 33.46%；实现归属母公司净利润 2 亿元，同比增长 18.41%，环比增长 40.93%；实现扣非归母净利润 1.96 亿元，同比增长 18.28%，环比增长 46.15%。技术服务业务稳健增长，装备制造业务逐步回暖。2023H1 公司技术服务业务收入为 13.74 亿元，同比+20.61%，上半年我国汽车市场整体景气度较好，新车型迭代速度明显加快推动检测业务需求提升，公司贯彻“一企一策”战略有效提升市占率。装备制造业务受 2023 年上半年商用车景气复苏驱动需求回暖，专用汽车改装与销售、轨道交通与零部件、汽车燃气系统及关键零部件业务分别实现营业收入 1.38/0.30/1.09 亿元，同比+34.05%/+30.99%/+44.48%，增速快于整体，由于装备制造业务毛利率较技术服务业务偏低，故 2023 年 H1 公司毛利率同比略有下滑。由于公司合理管控期间费用，Q2 期间费用率环比-1.88%（主要为管理费用率/研发费用率环比-0.39pct/-1.67pct），Q2 归母净利润环比高增。智能网联业务快速上量，厚积薄发有望享受行业红利。2023 年上半年公司检测业务中的新能源及智能网联创新业务实现收入 1.83 亿元，同比+45.2%。公司战略性加大智能网联业务布局，顺利完成中德智能网联汽车车联网四川试验基地运营合作签约，完成 i-VISTA 指数全新框架发布，持续提升智能网联领域核心竞争力。L3 自动驾驶行业趋势下智能网联检测行业有望迎来变革，公司作为兼具智能网联检测“资质+经验+场地”多维度布局的龙头检测公司有望直接受益。盈利预测与投资评级：我们维持公司 2023-2025 年的营收为 39.7/47.7/59.1 亿元，同比+21%/+20%/+24%；2023-2025 年归母净利润为 8.3/10.1/12.6 亿元，同比+21%/+22%/+25%，对应 PE 25/20/16 倍，维持“买入”评级。风险提示：新进入者获公告强检相关认证资质，客户回款周期超出预期。

（证券分析师：黄细里 证券分析师：谭行悦）

#### 江淮汽车（600418）：2023 年半年报点评：业绩符合预期，归母净利润持续转正

**投资要点** 公告要点:江淮汽车 2023H1 实现营业总收入 224.08 亿元,同环比分别为+25.80%/+19.41%;实现归母净利润为 1.55 亿元(2022H1 为-7.12 亿元,2022H2 为-8.70 亿元);实现扣非后归母净利润为-2.43 亿元(2022H1 为-10.79 亿元,2022H2 为-17.16 亿元)。2023Q2 单季度实现营业总收入 116.22 亿元,同环比分别为+44.73%/+7.76%;实现归母净利润为 0.07 亿元(2022Q2 为-4.22 亿元),环比-95.14%;扣非后归母净利润为-1.42 亿元(2022Q2 为-5.99 亿元,2023Q1 为-1.02 亿元)。2023Q2 公司毛利率同环比均改善。1)总销量增长下公司营收/毛利率同环比均改善。2023Q2 公司销量同比显著改善,合计销量为 14.04 万辆,同环比分别为+32.67%/+1.47%;其中乘用车 Q2 销量为 8.38 万辆,同环比分别为+37.46%/+6.39%;商用车 Q2 销量为 5.66 万辆,同环比分别为+26.16%/-5.02%。2023Q2 出口 4.30 万辆,同环比分别为+69.92%/-6.82%。规模效应下公司 Q2 毛利率为 11.81%,同环比分别+4.58/0.24pct。2)费用率:公司 Q2 销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.59%/3.15%/3.86%/0.54%,同比分别 +0.05/-1.36/-0.73/+0.35pct,环比分别+0.46/-0.23/+0.44/+0.05pct。3)其他收益:Q2 单季度其他收益为 2.46 亿元,同环比分别+144.73%/+6.13%。4)销量+其他收益同比增长下公司 Q2 净利润同比转正。商用车/出口业务改善内生增长可期,对外积极合作打开长期成长空间。公司商用车业务板块有望持续同比改善,乘用车板块公司深度合作华为等提升整车智能化水平,品牌向上。此外公司代工蔚来助力业绩增长+技术进步。同时大众安徽在技术+产能+产品实现全方位布局,打开业绩增长空间。

**盈利预测与投资评级:**公司对外积极合作,打开长期成长空间。我们维持江淮汽车 2023-2025 年业绩预测,归母净利润为 2.90/4.09/7.40 亿元,对应 PE 为 89/63/35 倍,维持江淮汽车“买入”评级。

**风险提示:**商用车行业景气度低预期;对外合作进展低预期;芯片/电池等关键零部件供应链不稳定风险等

(证券分析师:黄细里 证券分析师:杨惠冰  
研究助理:孟璐)

### **鸣志电器(603728):2023 年半年报点评:中报业绩承压,下半年有望修复**

**投资要点** 2023 年 H1 营收同比 3%,归母净利润-24%,业绩不及市场预期。公司发布 23 年中报,23H1 营收 13.06 亿元,同比+3.02%;归母净利润 0.53 亿元,同比-24.35%。23Q2 营收 6.56 亿元,同比+10.89%,环比+1.04%;归母净利润 0.21 亿元,同比-33.59%,环比-35.99%,业绩不及市场预期。分地区看,23H1 国内/境外营收同比-3.73%/+10.43%,主要系国内需求弱复苏,但公司海外渠道优势支撑业务增长。盈利端,23H1 毛利率 36.70%,同比-1.79pct,Q2 毛利率 34.79%,同比-3.88pct,环比-3.84pct,主要系太仓基地产量未达预期、人工成本提升较多等因素导致,同时 Q2 原材料库存跌价造成资产减值 0.12 亿元,导致业绩不及市场预期。电机产能释放,空心杯&伺服竞争力强:23H1 公司控制电机营收 6.59 亿元,同比+1%,其中:1)步进电机:步进相关 OA 设备、安防、通信等行业承压,公司份额水平已较高,故我们预计 H1 收入同比下滑。中期来看,公司越南工厂已竣工并开始批量试产,有望提升公司在海外市场份额和保障供应稳定性;2)空心杯电机:营收同比+67%,主要系产能释放和移动机器人、医疗等领域拉动;3)伺服系统:营收同比+62%,主要系光伏设备及工控领域拉动。M3 系列交流伺服驱动器和 MCX 运动控制器竞争力强,公司有望进入国内伺服第一梯队;4)精密传动系统:实现营收 0.44 亿元,同比+29%,着力布局重点行业实现业绩稳增。新兴高附加值领

域多点开花，传统领域业务有待复苏。公司持续布局运动控制业务新兴应用市场，23H1 营收合计同比增长 0.81 亿元。其中，工业自动化/光伏设备/移动机器人/智能汽车/智能泵阀控制应用领域收入分别同比增长 12%/80%/33%/144%/31%，伴随高景气赛道的开拓，打开成长空间。但医疗/纺织机械/安防等下游行业合计营收 5.46 亿元，同比下降约 6%，当前行业需求仍旧疲软，业务有待复苏。空心杯电机性能领先，人形机器人有望打开成长空间。公司空心杯电机性能接近 Maxon、Faulhaber 两大海外空心杯电机龙头，同时凭借瑞士子公司 T Motion 生产的控制器与美国子公司 AMP、Lin 的运动控制技术与销售网络打造强劲空心杯电机模组研发制造能力。若公司后续人形机器人业务拓展顺利，机器人起量有望带来高业绩弹性。盈利预测与投资评级：因上半年行业需求复苏不及预期、产能爬坡带来的成本较高，我们下调公司 2023-2025 年归母净利润分别为 2.51(-1.27)亿元/3.82 (-2.19) 亿元/5.84 (-2.74) 亿元，同比分别+2%/+52%/+53%，对应 PE 分别为 84/55/36 倍。考虑到公司人形机器人应用中长期有望放量，维持“买入”评级。风险提示：国际贸易摩擦风险、原材料上涨超预期、竞争加剧等。

(证券分析师：曾朵红 证券分析师：谢哲栋)

### 地素时尚 (603587)：2023 年中报点评：Q2 业绩加速恢复，电商渠道表现突出

**投资要点** 公司公布 2023 年中报：23H1 营收 12.48 亿元/yoy+13.36%、归母净利润 3.07 亿元/yoy+21.80%。分季度看，23Q1/Q2 营收分别同比+2.27%/+26.50%、归母净利分别同比+9.34%/+40.27%，消费场景修复后收入增速逐季同比明显提升，经营杠杆带动费用率下降、利润端增速超收入端。Q2 各品牌收入增速均环比提升。23H1 分品牌看 DA/DM/DZ/RA 收入分别同比+14.4%/-6.0%/+14.6%/+37.5%、占比分别为 53.0%/5.9%/39.2%/1.7%，Q2 各品牌随国内消费逐渐恢复、收入增速较 Q1 均改善（Q1 分品牌 DA/DM/DZ/RA 收入同比-0.7%/-14.9%/+9.5%/+12.9%）。截至 23H1 门店 DA/DZ/RA 数量分别为 590/465/18 家、较 22H1 分别-66/-19/0 家、同比-10%/-4%/持平，上半年 DA、DZ 实现双位数增长，RA 基数较低增速靓丽，主要受益于疫后客流回暖带动线下单店收入提升；DM 收入略有下滑主要系门店数量下滑所致，截至 23H1 门店数量 24 家、较 22H1 净减少 23 家/yoy-49%。线上、直营渠道增速靓丽，客流修复后店效明显提升。1) 分线上线下来看，23H1 线上/线下收入分别同比+32.7%/+10.3%、占比 15.8%/84.0%。线上持续发力、实现高速增长，DZ 上半年天猫新品销售占比近 80%、稳居女装成交 TOP30、Q2 抖音渠道上新前三天 GMV 突破 100 万，DA 品牌加速完成线上渠道调整升级，新品占比及折扣率均明显优化；线下受益于客流修复后同店恢复较好、实现稳健增长，截至 23H1 末门店总数 1097 家、较 22H1 净减少 26 家/yoy-9%。2) 线下分直营经销看，直营/经销收入分别同比+19.1%/+1.7%、占线下营收比重分别为 53.5%/46.5%，直营渠道表现较好。23H1 末直营/加盟门店分别为 297/800 家、较 22H1 分别净-15/-11 家、同比-16%/-6%，直营表现较好主要系单店店效增长带动。毛利率相对较为稳定，费用率下降促净利率提升。1) 毛利率：23H1 同比-0.19pct 至 75.74%，其中线上/线下同比分别+4/-1pct，线上毛利率提升较好主要受益于新品占比提升，线下有所下滑主要受到清理库存影响。分季度看 23Q1/Q2 毛利率分别为 76.65%/74.86%、同比持平/-0.22pct，整体变动不大。2) 期间费用率：23H1 为 45.29%/yoy-3.05pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比 -2.19/-0.29/+0.16/-0.73pct 至 39.22%/6.64%/3.14%/-

3.71%，正经营杠杆下销售费用率明显下降，财务费用率下降主要系利息收入增加。3) 归母净利率：综合上述影响因素，叠加资产减值损失同比增加、投资收益同比减少，23H1 归母净利率 24.59%/yoy+1.70pct。4) 存货：23H1 末存货 4.26 亿元/yoy+24.42%、库存规模有所上升，存货周转天数同比+13 天至 239 天。5) 现金流：23H1 经营活动现金流净额 3.63 亿/yoy+63.99%；23H1 末货币资金 23.1 亿元/yoy-8.16%，现金充裕。盈利预测与投资评级：公司深耕中高端女装领域，多品牌梯度发展，并持续进行品牌力拓展，23H1 联名青年艺术家张占占、巴黎高级成衣设计师品牌 ELLERY 助力品牌文化输出，DA 携手热门 IP 芭比打造联名系列实现破圈、全网话题声量超 2 亿、曝光触达超 1.2 亿。23 年 8 月主品牌 DA 正式发布全新品牌标识 MONOGRAM “D”，体现柔美与力量并存的品牌精神内核，并持续发力线上及私域运营。23 年以来受益疫情放开，Q1 收入增速逐渐回暖、Q2 进一步改善，正经营杠杆下利润增速超收入端。展望下半年，渠道调整预计将继续进行，Q3 随基数走高、业绩增速或有所波动，Q4 重回低基数期、将呈现较强修复弹性。我们维持 23-25 年归母净利润预测 5.8/6.9/7.8 亿元、对应 PE 为 12/10/9X，维持“买入”评级。风险提示：终端消费疲软、库存周转放缓、疫情反复等。

(证券分析师：李婕 证券分析师：赵艺原 研究助理：郝越)

### 五粮液 (000858)：2023 年半年报业绩点评：Q2 业绩虽略低于预期，全年双位数劲仍在

投资要点 事件：公司 23H1 营收 455.1 亿元，同比+10.4%；归母净利润 170.4 亿元，同比+12.8%。其中，23Q2 实现营收 143.7 亿元，同比+5.1%；实现归母净利润 44.9 亿元，同比+5.1%。Q2 报表呈现的酒类表现：1) 分产品看，五粮液产品收入/量/价同比+10%/+16%/-5%，整体产品系列放量明显，符合当前环境表现，尤其 1618/低度的加大扫码返利对动销促进，以及生肖酒为代表的文化酒有所增加，综合直销渠道表现（收入同比+11%，毛利率同比-0.03pct），整体毛利率同比+0.4pct；其它酒收入/量/价分别同比+3%/34%/-23%，主要系浓香酒销售量增加，毛利率同比+0.9pct。2) 23H1 综合毛利率 76.8%/同比-0.1pct，税金率 14.3%/同比+0.2pct，销售费用率 9.5%/同比-0.7pct，管理费用率 4.2%/同比基本持平，归母净利率 37%/同比+0.8pct；单看 Q2，综合毛利率 73.3%/同比-0.7pct，税金率 14.2%/同比+0.4pct，销售费用率 15.4%/-0.6pct，管理费用率（含研发）5%/-0.1pct，归母净利率 31.3%/基本持平。预收款足，全年双位数目标坚定。1) 截至 Q2 末合同负债 36.5 亿/同比+17.7 亿元，应收票据及应收账款+营收款项融资 256.7 亿元，同比去年小幅下降 3%，整体看 23Q2 票据贴现进度放缓，或系今年确认节奏的问题，仍有望保证全年双位数增长。2) 这几年公司坚持的品牌产品思路保持不变，今年在基础上持续优化产品体系，加快了文化酒/陈年酒的销售和培育。数字化营销和渠道管理仍然在精细化，完成营销战区向大区转变的组织改革，今年扫码红包推动下，1618/低度/浓香系列开瓶扫码表现都有较好的同比增长，品牌营销、品鉴会更加高质高效，品牌曝光量有大幅提升。渠道反馈目前整体回款进度良好，7 月控货查价挺价为后续旺季铺垫，终端动销反馈表现仍较好。综上，公司持续坚持高质量增长，全年双位数增长劲仍足。盈利预测与投资评级：今年消费复苏温而不暖，压力环境下五粮液强品牌势能更加强健，考虑全年表现，我们调整 2023-2025 年归母净利润为 302、347、394 亿元（前值分别为 316、364、413 亿元），同比+13%/15%/13%（前值分别为 18%/15%/14%），当前市值对应 PE 为 21/18/16X，维持

“买入”评级。 风险提示：宏观经济不及预期，消费需求恢复不及预期。

(证券分析师：汤军 证券分析师：王颖洁)

**亚香股份(301220): 2023年半年报点评: 23H1业绩短期承压, 看好泰国项目高成长性**

**投资要点** 事件: 公司发布 23H1 业绩, 实现营业收入 2.9 亿元, 同比-22.6%; 实现归母净利润 0.5 亿元, 同比-32.0%; 实现扣非净利润 0.4 亿元, 同比-43.48%。其中 23Q2 单季度, 实现营业收入 1.6 亿, 同比-11.0%、环比+30.4%, 归母净利润 0.3 亿元, 同比-31.2%、环比+23.8%, 实现扣非净利润 0.23 亿元, 同比-38.2%、环比+53.3%。 下游食品、日化行业发展前景广阔: 短期来看, 我国城镇人均可支配收入、人均食品烟酒消费支出 2023Q1 同比增长 5%、2%, 在疫后扩内需主旋律下, 预计 2023 年下游消费领域前景广阔。长期来看, 《香精香料行业“十四五规划”》预计, 2025 年我国香精产量将达到 40 万吨, 香料产量将达到 25 万吨, 5 年 CAGR 分别为 3%、2%。 客户稳定+技术优势, 凉味剂、香兰素在国际市场上拥有高占有率: 公司凭借产品质量、技术优势, 通过玛氏箭牌严格的审批程序, 历经一年以上审核周期, 与玛氏箭牌建立稳定的合作关系。 泰国子公司项目持续推进, 有利于缓解高关税压力, 提高利润率: 泰国子公司建立将有利于缓解高关税压力, 优化海外业务布局, 提高公司产能, 扩张业绩。 公司首次回购部分股票用于实施员工持股计划或股权激励计划。2023 年 8 月, 公司通过集中竞价交易方式首次回购股份 38500 股, 已回购股份占公司总股本的比例为 0.0476%, 最高成交价为 35.68 元/股, 最低成交价为 35.34 元/股。回购部分股票将全部用于实施员工持股计划或股权激励计划, 有利于充分调动公司管理人员及核心团队的工作积极性。 盈利预测与投资评级: 基于公司经营情况, 我们调整公司 2023-2025 年归母净利润分别为 1.1、1.7、2.4 亿元(此前 2023-2025 年预期为 1.3、1.8、2.5 亿元), 同比增速分别为-14%、54%、40%, 2023 年 8 月 25 日收盘价对应的 PE 分别为 24、16、11 倍。考虑到公司与客户关系稳定、研发能力较强、凉味剂和香兰素在细分领域具备领先优势, 同时受益于天然香料的政策支持与泰国基地的建设, 我们看好公司发展前景, 维持“买入”评级。 风险提示: 宏观经济波动风险; 原材料价格波动风险; 市场竞争加剧及需求变化风险; 在建项目不及预期风险; 环保风险; 客户集中风险。

(证券分析师：陈淑娴 证券分析师：陈李 证券分析师：郭晶晶 研究助理：何亦桢)

**欧科亿(688308): 2023年中报点评: 渠道开拓&终端复苏下, 看好业绩回暖**

数控刀具业务稳健增长, 制品业务略有下滑 2023H1 公司实现营收 5.33 亿元, 同比+1.3%; 归母净利润 1.08 亿元, 同比-5.7%, 扣非归母净利润 0.85 亿元, 同比-18.5%。分产品看, 公司数控刀具业务营收 3.10 亿元, 同比+7.4%; 硬质合金制品实现营收 2.23 亿元, 同比-6.0%。其中 Q2 单季度公司实现营收 2.49 亿元, 同比-5.65%, 环比-12.3%; 归母净利润 0.49 亿元, 同比-15.9%, 环比-17.1%; 扣非归母净利润 0.37 亿元, 同比-28.5%, 环比-24.6%。 二季度公司业绩短期下滑拖累中期表现, 主要系: ①公司刀具产品主要下游为通用机械、汽车和模具领域, 二季度需求复苏不及市场预期; ②硬质合金制品(棒材、锯齿刀片)处于产能投放初期, 产能利用率不高, 各项固定成本较大; ③公司加大拓展面向终端大客户的整体解决方案业务, 导致销售费用同比+40.7%。我们认为, 随着 6 月份以来终端需求情况逐渐好转, 公司

整包方案客户拓展顺利(已进入批量复制阶段),看好公司业绩逐步回暖。综合毛利率受产能爬坡拖累,期间费用控制良好 2023H1 公司综合毛利率为 32.7%,同比-3.9pct,我们判断主要系硬质合金制品毛利率下降拖累整体毛利率,其中棒材、锯齿刀片处于产能投放初期,各项固定成本较大。2023H1 公司销售净利率为 20.4%,同比-1.5pct,主要系综合毛利率下滑拖累&计提股权激励费用 785 万元。2023H1 公司期间费用率 12.1%,同比-0.1pct,期间费用控制良好。其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.5%/4.5%/4.6%/-0.5%,同比分别+1.0/+0.8/-1.4/-0.5pct。销售费用率增加主要系公司持续拓展终端客户所致;管理费用率增加主要系计提股权激励费用所致;研发费用率降低主要系研发材料投入同比减少所致;财务费用率降低主要系报告期利息收入与汇兑损益增加所致。项目中标彰显公司整包方案优势,高端产能不断释放 (1)中标大订单彰显公司整包能力:2023 年 8 月 1 日公司发布公告,于近日收到“新晨动力宝马曲轴刀具管理服务项目”的《中标通知书》。新晨动力机械(沈阳)有限公司是华晨宝马曲轴和连杆供应商,为新晨中国动力控股有限公司(01148.HK)的全资控股公司。此次项目时间跨度为 4 年(2024.1.1-2027.12.31),公司提供的主要产品为刀具整包方案。我们认为,此次公司中标新晨动力宝马曲轴项目拥有良好的示范性作用,标志着国产刀具厂商成功迈进汽车领域,高端刀具领域国产替代有望进一步加速。此外,汽车领域刀具均价及毛利率水平普遍较高,进军汽车领域有望对公司业绩产生积极影响。(2)高端产能不断释放:报告期内,公司在现有产能基础上,提前启动了 2,000 万片高端数控刀片的产能提升项目,主要是针对小零件加工精磨刀片、航空航天领域。盈利预测与投资评级:考虑到下游逐步复苏、终端客户拓展顺利的影响,我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 2.80(原值 3.15)/3.78(原值 4.10)/4.96(原值 5.21)亿元,当前股价对应动态 PE 分别为 20/15/11 倍,维持“增持”评级。风险提示:下游复苏不及预期风险,刀具市场竞争加剧风险、原材料价格波动风险。

(证券分析师:周尔双 证券分析师:罗悦)

### 英科再生(688087):2023 年中报点评:2023Q2 业绩修复,2023H1 再生 PET 收入贡献超 10%

投资要点 事件:2023H1 公司实现营收 11.34 亿元,同增 5.88%;归母净利润 1.19 亿元,同减 17.54%;扣非归母净利润 1.16 亿元,同减 20.45%。新产品开发&新渠道挖掘持续推进,2023Q2 盈利显著回暖。在全球经济增速下行、消费疲软影响下,公司业绩 2022Q4 和 2023Q1 底部承压,2023Q3 显著回暖。2023Q2 单季度营收 6.18 亿元,同比+8.89%,环比+19.52%,归母净利润 1.07 亿元,同比+12.77%,环比+816.41%;综合毛利率 26.48%,环比+3.16pct。公司营收业绩修复得益于持续推进新产品开发和新渠道挖掘,传统三框产品从再生 PS 横向拓展多材质,建材产品从线条拓展至墙面等多场景。2023H1 成品框毛利率同增 2.51pct 至 34.80%,PET 产品营收占比超 10%。2023H1 分业务来看,1)塑料制品:2023H1 收入贡献 72%,其中①成品框收入 5.38 亿元,同减 5.85%,毛利率 34.80%,同增 2.51pct;②线条收入 2.80 亿元,同增 7.56%,毛利率 30.14%,同减 0.27pct。2)粒子:收入同减 15.33%至 1.69 亿元,毛利率 0.40%,同减 14.11pct。3)PET 产品:实现营收 1.23 亿元,收入贡献首超 10%,毛利率 0.09%。4)环保设备:收入同减 22.99%至 0.15 亿元,毛利率 57.95%,同增 3.21pct。推进 PET 项目工艺优化,加速越南 PS 深加工项目产能释放。公司海外项目投产后助力公司拓展新产品市场,扩大盈利规模。1)马来西亚

5万吨/年PET项目：于2022Q2顺利投建，2023H1已按计划完成破碎、清洗、脱标、自动分选、造粒、增粘等生产工艺模块调试，可生产出食品级再生粒子、片材及纤维级再生粒子，公司推进瓶砖回收体系搭建、工艺改善和全球渠道铺设，产品主销北美、欧洲，累计实现营收1.23亿元。未来伴随工艺优化升级、产能利用率提升，r-PET“瓶到瓶”高值化应用领域竞争力有望进一步加强。2)越南清化一期PS深加工项目：自2022年6月份投产以来，加快产能释放以及欧美大客户验厂进度，2023H1实现营收0.72亿元，净利润0.13亿元。2023年下半年越南广宁4公顷项目将推进厂房基建竣工、设备订购及人员招聘等相关工作，将有利于未来公司越南基建产能释放以及海外新增订单承接。纵横拓展扩充品类，资质背书增强竞争力。公司在夯实PS/PET优势领域的基础上纵向拓展PE、PP、HDPE等多品种塑料循环利用领域，横向拓展到多材质资源再生领域。公司高品质rPET粒子已取得全球回收标准(GRS)、美国食品和药物管理局(FDA)、欧洲食品安全局(EFSA)等资质认证。品类扩充与资质的逐步落地，有助于打开长期成长空间。盈利预测与投资评级：公司为再生塑料先行者，项目稳步推进有望持续贡献增长，我们维持2023-2025年归母净利润预测2.99/3.76/4.57亿元，对应15/12/10倍PE，维持“买入”评级。风险提示：项目投产及进度不达预期，贸易政策变动和加征关税风险。

(证券分析师：袁理 证券分析师：陈致文)

### 中国太保(601601)：2023年中报点评：转型标杆引领行业复苏

**投资要点** 事件：公司披露2023年中期业绩：实现保险服务收入1,340.64亿元，同比增长7.4%；归母净利润为183.32亿元，同比下降8.7%（追溯前利润133.01亿元）；归母营运利润为215.37亿元，同比增长2.5%，业绩表现超出预期。新准则专项分析。1H23集团保险服务毛利率（1-保险服务费用/保险服务收入）同比下降1.3个pct.至14.3%，保险服务收入贡献比由上年同期的75.7%提升至76.4%，财务承保净损益率（财务承保净损益/保险服务收入）由上年同期的22.6%优化至22.0%。期末寿险合同服务边际(CSM)余额3,290.48亿元，较上年末增长0.8%，我们测算的1H23新业务CSM Margin为13.5%（1H22为11.8%），CSM摊销比例为4.0%（1H22为4.4%），主要受资本市场波动减少所致，合同服务边际增长具备韧性。新业务价值(NBV)量价齐升，增速或领跑A股上市同业。1H23公司实现NBV达73.61亿元，同比增长31.5%（对应1Q23和2Q23同比增速为16.7%和54.7%），归因来看，规模新保同比增长4.1%，NBV Margin同比提升2.7个pct.至13.4%；从渠道归因来看，个险/银保渠道NBV同比增速分别为13.3%和305.0%，规模新单增速分别为17.0%和7.7%，NBV贡献度分别为80.7%和18.8%，银保量价齐升是上半年增速超越同业的重要因素。队伍质态提升产能及收入大幅提升，1H23月均保险营销员同比下降29.8%，但人均首年规模保费16,963元，同比提升66.1%；核心人力月人均产能同比增长35.1%；核心人力月人均首年佣金收入7,482元，同比增长61.8%。公司主动披露产险子公司新准则下利源分析：太保寿险保险服务业绩及其他同比下降-3.2%，投资业绩同比下降-19.5%，净利润同比下降12.5%。车险承保恶化拖累承保盈利，非车品质持续改善。1H23太保产险实现新准则下净利润40.41亿元，同比下降3.8%，归因来看承保利润同比下滑12%至18.38亿元，总投资收益同比下降4.5%至33.23亿元。1H23承保综合成本率97.9%，同比上升0.6个pct.。其中承保综合费用率同比下降0.3个pct.；承保综合赔付率同比上升0.9个pct.，主要系车险出险率同比有所增加，承保综

合成本率小幅提升至 98.0%所致。1H23 实现财险原保费收入 1,050.23 亿元,同比增长 14.3%。其中非车收入同比增长 24.1%,占比达 51.6%,承保综合赔付率同比下降 0.5 个 pct.至 97.9%,得益于健康险、农业险、责任险等业务保持较快增长势头,业务品质持续向好。1H23 集团净/总/综合投资收益率分别为 2.0%/2.0%/2.1%,同比分别-0.1/-0.1/+0.6 个 pct.。1H23 公司净/总投资收益同比增速分别为 2.7%和 4.1%,期末核心权益占比 11.1%,较年初下降 0.4 个 pct.。1H23 寿险 ROEV 由上年同期的 5.7%提升至 6.1%,得益于 NBV 提速和营运偏差由负转正。期末集团 EV 较年初增长 3.4%至 5,371.14 亿元,若加回分红后增速为 5.25%。盈利预测与投资评级:转型标杆引领行业复苏。我们维持盈利预测,预计 2023-25 年归母净利润分别为 290.6、340.32 和 379.53 亿元,同比增速为 18%、17%和 12%,NBV 同比增速分别为 17%、11%和 11%,维持“买入”评级。风险提示:1) 芯基本法实施成效不持续;2) 长端利率及权益市场下行

(证券分析师:胡翔 证券分析师:葛玉翔 证券分析师:朱洁羽)

### 中际旭创(300308):2023 年中报点评:公司盈利能力提升明显,期待 AI 高速光模块加速放量打开业绩空间

投资要点 事件:中际旭创发布 2023 年半年报,1) 2023 上半年公司实现营收 40.0 亿元,同比减少 5.4%,归母净利润达 6.1 亿元,同比增长 24.6%;2) 2023 年二季度公司营收达 21.7 亿元,同比增长 1.1%,归母净利润达 3.6 亿元,同比增长 32.3%;3) 子公司苏州旭创 2023 上半年实现营收 38.3 亿元,同比减少 3.4%,实现净利润 7.1 亿元,同比增加 37.3%。公司整体业绩符合市场预期。产品结构优化叠加持续降本增效,公司盈利能力有望持续提升。1) AI 算力需求激增显著拉动 800G 光模块需求,使得公司光模块产品向 800G 及以上产品加速迭代,800G 等高端产品出货比重逐渐增加,公司 2023 上半年毛利率同比提升 3.6 个百分点达 30.4%;2) 公司不断优化费用支出,在研发费用率维持在 8%左右的同时,三费费用率同比减少 1.9 个百分点达 4.3%,归母净利率同比提升 3.7 个百分点达 15.3%;3) 子公司苏州旭创净利率同比增加 5.5 个百分点达 18.6%。我们预计随着 AI 高速光模块产品加速放量,公司的盈利能力有望持续增强。北美云厂商 AI 算力建设意愿明确,光模块需求具有可持续性。北美四大云厂商在 7 月的财报会上均强调将持续重点建设 AI 算力设施,虽然一些厂商由于非基本面的客观因素导致资本开支不达预期,但从长期视角来看,AI 算力开支有望迎来总量+结构双击增长。公司在客户处积累深厚,业绩空间有望打开。中际旭创长期向北美重点客户批量供应高速光模块产品,并与新老客户共同进行产品研发,保障客户在高速光模块产品上的技术迭代和规模上量,因此公司有望保持在 800G 乃至后续硅光、1.6T 等产品上的供应地位,实现业绩空间的扩张。盈利预测与投资评级:我们预计 AI 算力建设浪潮将为公司带来盈利能力及业绩空间持续提升的机会。考虑到公司盈利能力有望继续提升,我们将公司 2023-2025 年归母净利润从 16.0/36.2/45.0 亿元上调至 17.8/40.8/50.4 亿元,对应同比增长 45.7%/129.0%/23.4%,当前市值对应 PE 分别为 48.2/21.0/17.0 倍,维持“买入”评级。风险提示:高速光模块需求不及预期;客户开拓与份额不及预期;产品研发落地不及预期;行业竞争加剧。

(证券分析师:张良卫)

### 派能科技(688063):2023 年中报点评:Q2 下游去库业绩低于预期,2H 有望逐步恢复

**投资要点** Q2 营收利润均低于预期。公司 H1 营收 26 亿元，同+38%，归母净利 6.9 亿元，同+163%；其中，Q2 营收 7 亿元，同环比-31%/-61%，归母净利 2.3 亿元，同环比+42%/-50%，扣非净利 2.2 亿元，同环比+29%/-53%；Q2 毛利率 32%，同环比+1.9pct/-8.2pct，归母净利率 32.3%，同环比+16.7pct/+7.2pct，下游需求偏弱，业绩低于预期。此前拟以 0.8-1.2 亿元回购公司股份，价格不超 248.34 元/股。欧洲户储去库致 Q2 出货量下滑 60%，预计 Q3 末需求逐步恢复。公司 H1 出货 1.39gwh，同比+15%，预计 Q2 出 0.4gwh，同环比-37%/-60%，系下游欧洲户储经销商去库影响出货量不及预期。预计 Q3 末渠道库存将逐步消化完毕，公司出货量将恢复正常，全年销量预期 2.9gwh，同降 16%。24 年随着户储需求增速恢复至 50%+，叠加公司在工商业等储能拓展，我们预计出货有望达到 6gwh，同比翻倍。产能方面，公司 23 年具备电芯产能 7gwh，合肥一期 5gwh 预计 Q3 跑线，二期 5gwh 预计 24 年年底建成，此外钠电 1gwh 产线也在推进中。Q2 产能利用率低，单位盈利环降近 50%。价格方面，1H 公司电池均价 2.1 元/wh，同比+20%，其中 Q2 预计为 2 元/wh，环降 6%，欧洲户储调价基本可由原材料降价覆盖。盈利方面，Q2 单 wh 归母利润预计 0.65 元/wh（扣除股权激励影响），同环比+110%/+29%，其中汇兑损益贡献 1.3 亿元，扣除后 Q2 单 wh 利润 0.26 元/wh，同环比+2%/-47%，系 Q2 产能利用率约 30%所致。户储电池行业竞争加剧价格存下行压力，但公司仍具备品牌及渠道优势，同时 2H 产能利用率有望恢复，一定程度对冲盈利下行影响，我们预计后续公司单 wh 经营利润有望维持 0.2 元/wh。Q2 期间费用大幅下降，存货下降，经营现金流高增。Q2 三费合计-1.0 亿元，同环下降 1.48/0.03 亿元，主要系汇兑收益贡献 1.3 亿元，致使财务费率大幅下降；期末存货 10 亿元，较年初下降 29%；应收账款 19 亿元，较年初-6%；期末合同负债 0.5 亿元，较年初增长 14%；H1 经营净现金流净额为 12 亿元，同比+765%；资本开支 7.7 亿元，同比+160%。盈利预测与投资评级：由于下游需求偏弱，我们下修 23-25 年归母净利至 11.0/15.1/22.5 亿元（原预测 25.0/34.0/45.2 亿元），同比-13%/+37%/+48%，对应 PE 23/17/11x，考虑到户用储能市场竞争加剧，给予 24 年 26xPE，目标价 224 元，“买入”评级。风险提示：需求不及预期，行业竞争加剧。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕  
证券分析师：岳斯瑶）

### 骄成超声（688392）：2023 年中报点评：Q2 业绩符合预期，第二增长曲线轮廓初显

**投资要点** 23H1 归母净利润同增 16%，业绩符合市场预期。公司 23H1 营收 3.5 亿元，同增 42%，归母净利 0.6 亿元，同增 16%；Q2 营收 1.9 亿元，同环比+21%/+14%，归母净利 0.3 亿元，同环比-11%/+4%，扣非净利 0.25 亿元，环比-14%，毛利率 52%，同环比+5.5/+0.9pct，归母净利率 17.3%，同环比-6.3/-1.6pct，公司 Q2 毛利率水平维持，主要系 Q2 集中计提 0.08 亿元股权激励费用，若加回，则 Q2 归母净利 0.4 亿元，同环比+10%/29%，业绩符合市场预期。极耳焊收入预计全年增速 20-30%，盈利水平维持。公司 23H1 极耳焊预计收入 2-2.5 亿元，同增 59%，虽然下游电池厂扩产降速，但公司国内市占率提升至 50%，预计全年贡献收入 4 亿元左右，同增 25%。公司 H1 整体毛利率 52%，其中 Q2 毛利率 52%，环增 0.9pct，毛利率预计维持稳定。此外耗材全年预计贡献收入 1.3 亿元，同增 30%+，毛利率 50-60%，预计将贡献持续现金流。动力电池安全要求趋严，复合集流体滚焊订单有望落地在即。国内 7 月两部门强调坚决遏制新能源车安全事故发生，欧

洲 9 月要求动力电池新定点满足 5 分钟无热扩散要求，动力电池安全要求趋严，复合集流体大势所趋，24 年电池需求或超 50GWh。公司与头部电池厂深度合作，滚焊设备 Q3 有望订单落地，应用于欧洲基地，预计率先应用复合铝箔，焊机单 GWh 单极价值量 400-500 万元，毛利率预计高于点焊设备，24 年开始起量，25 年弹性明显，收入占比预计提升至 20%+。高压线束+IGBT 开始放量，后续预计可连续翻倍增长。线束/IGBT 新领域国产化率低，单台价格和盈利相比极耳焊更高，耗材用量大、损耗更快。公司已独家突破 120 平焊接技术，在快充/高压端逐渐成熟后，公司产品有望充分收益，目前已获主流线束厂订单，订单总量突破 1 亿元。高压线束+IGBT 今年预计贡献收入超 5 千万元，24 年收入有望达 1 亿元左右，预计可实现连续翻倍增长。费用率环比提升，现金流逐步改善。23H1 公司期间费用 1.1 亿元，同增 55%，其中股权激励费用影响 0.08 亿元，23Q2 公司期间费用 0.6 亿元，期间费用率 32.7%，同增 6.1pct，其中研发/销售费率分别提升 4.2/2.8pct 至 16.5%/11.1%；23Q2 末存货 1.98 亿元，较年初减少 23.5%；应收账款 1.8 亿，较年初增长 74.1%，合同负债 0.38 亿元，较年初下降 64%；23H1 经营活动净现金流净额-0.08 亿元，同比大幅改善，其中 23Q2 经营性净现金流 0.2 亿元，环比转正。盈利预测与投资评级：由于下游电池厂扩产速度放缓，我们下调公司 23-25 年归母净利润预测至 1.3/2.0/3.5 亿元(前值: 1.7/2.6/4.1 亿元)，同增 18%/54%/75%，对应 PE 77/50/29x，维持“买入”评级。风险提示：新技术进度不及预期、电动车销量不及预期、大客户合作未能顺利推进。

(证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕  
证券分析师：岳斯瑶)

### 华立科技 (301011)：2023 年中报点评：动漫 IP 衍生品强劲复苏，运营业务持续修复

投资要点 事件：2023H1 公司实现营收 3.61 亿元，yoy+40.51%，归母净利润 1747.58 万元，yoy+504.40%，扣非归母净利润 1695.95 万元，yoy+245.58%。其中，2023Q2 实现营收 2.05 亿元，归母净利润 1172.74 万元，yoy+790.31%，qoq+104.02%，扣非归母净利润 1122.65 万元，yoy+342.15%，qoq+95.82%，业绩略低于我们预期，主要系经营业务复苏较预期缓慢。动漫 IP 衍生品：同比强劲修复，增长潜力有望逐步释放。2023H1 公司动漫 IP 衍生品实现营收 1.18 亿元，yoy+104.20%，毛利率 39.84%，yoy+4.53pct，营收增长主要系动漫卡通设备恢复正常运营，且投放数量、覆盖门店稳步提升。展望后续，公司已投放的《宝可梦》《奥特曼》《我的世界》深受玩家喜爱，通过增加投放数量，以及定期更新卡牌、举办线下活动及赛事等运营，业绩有望延续高增长态势，同时公司已做好新品储备并自研国潮风动漫卡通设备，蓄力长期增长。游戏游艺设备：下游客户需求恢复驱动业绩稳步复苏。2023H1 公司游戏游艺设备销售实现营收 1.57 亿元，yoy+32.61%，毛利率 29.84%，qoq-0.32pct，营收增长主要受益于外部环境改善和部分国内商业综合体积极招商和调整业态，部分下游游乐场客户新增门店意愿显著提高，中小规模的游乐场客户积极扩张。同时我们看好随着外部环境好转，原有游乐场客户现金流逐步好转，游戏游艺设备产品更新迭代的采购需求也将逐步恢复，驱动公司业务稳健修复。游乐场运营：积极优化改善毛利率，但短期利润端仍承压。2023H1 公司游乐场运营实现营收 5292.44 万元 yoy+14.12%，主要系室内游乐业态全面恢复常态经营，经营状况同比改善，同时公司积极调整游乐场运营策略，优化部分经营情况长期不及预期的门店，并积极探索游乐场业务合作模式，业务毛利率同比大幅提升 11.09pct，但受消费意愿爬坡

等多种因素叠加影响，游乐场运营业务暂未盈利，毛利率为-6.17%。  
**盈利预测与投资评级：**考虑到公司游乐场运营业务复苏进度较我们此前预期稍缓，我们下调盈利预测，预计 2023-2025 年 EPS 分别为 0.40/0.78/1.05 元（此前为 0.64/1.09/1.46 元），对应当前股价 PE 分别为 50/26/19 倍。我们看好公司游戏游艺龙头优势稳固，动漫 IP 衍生品业务空间广阔，业绩弹性将持续兑现，维持“买入”评级。风险提示：动漫 IP 衍生品发展不及预期风险，业务复苏不及预期风险，市场竞争加剧风险，宏观经济波动风险

（证券分析师：张良卫 证券分析师：周良玖  
 研究助理：陈欣）

### 仕净科技 (301030): 2023 年中报点评: 归母同比高增 154%，利润率提升现金流改善

**投资要点 事件：**2023 年上半年公司实现营业收入 13.32 亿元，同比增长 98.12%；归母净利润 1.03 亿元，同比增长 153.50%；扣非归母净利润 1.00 亿元，同比增长 194.52%；加权平均 ROE 同比提高 3.84pct 至 7.73%。2023H1 营收业绩表现亮眼，利润率持续提升规模效应显现。2023H1 公司销售毛利率 26.80%，同增 1.69pct，期间费用率 14.37%，同降 0.68pct，归母净利率 7.76%，同增 1.69pct。2023H1 公司制程污染防控设备营收 12.38 亿元，同增 99.07%，占总营收的 92.91%，毛利率 27.56%，同增 2.07pct。2023Q2 单季度公司实现营收 7.57 亿元，同增 97.09%，归母净利润 0.68 亿元，同增 141.67%，环比增长 89.43%，归母净利率 8.94%，同增 1.65pct，环比 2023Q1 提升 2.73pct。加回股权激励成本后，2023H1 归母高增 225%，归母净利率达 10.62%。2023H1 公司股权激励费用 3812 万元，加回股权激励成本后，归母净利润为 1.41 亿元，同增 225.21%，归母净利率为 10.62%，同增 4.15pct。销售商品回款增加，经营性现金流净额同比改善。2023H1 公司 1) 经营活动现金流净额-1.28 亿元，同增 55.26%；2) 投资活动现金流净额-1.83 亿元，同减 464.79%；3) 筹资活动现金流净额 7.94 亿元，同增 204.26%。光伏制程污染防控设备龙头，单位价值量有望提升成长加速。公司凭品牌、技术、成本优势巩固光伏电池制程废气治理设备龙头地位，受益于光伏电池扩产加速，同时新技术路线&一体化品类扩张有望带动公司单位价值量 5~11 倍提升。2023 年以来累计公告中标订单金额超 43 亿元，其中广西梧州项目单 GW 价值 6572 万元，阿特斯项目单 GW 价值 2971 万元，验证公司一体化模式&产业链延伸能力。电池片+固碳项目打开第二曲线，新成长+现金流改善可期。公司积极拓展 1) 光伏电池片：拟建设年产 24GW 高效 N 型单晶 TOPCon 太阳能电池项目，是公司依托机电系统设计经验切入下游电池片领域的战略拓展。截至 2023 年 7 月中旬，一期已完成电池生产设备的采购，预计 9 月底生产设备进场。2) 水泥固碳&钢渣资源化：矿粉市场规模超千亿，公司首个项目已于 2022 年 11 月投产，年产 60 万吨基于钢渣捕集 CO2 与资源化利用的复合矿粉项目投产在即。项目可低成本捕集烟气 CO2&钢渣资源化利用&制备低碳建筑材料，随碳市场扩容，水泥钢铁固碳需求将加速释放。共赢而非成本，水泥&钢铁企业经济+排放解决双受益。盈利预测与投资评级：光伏景气度上行，水泥固碳逐步推进，电池片项目建设顺利，我们维持公司 2023-2025 年归母净利润预测 2.40/9.04/12.51 亿元，对应 30、8、6 倍 PE，维持“买入”评级。风险提示：订单不及预期，研发风险，行业竞争加剧。

（证券分析师：袁理 证券分析师：陈孜文）

### 华峰测控 (688200): 2023 年中报点评: 业绩短期承压，静待封测行

### 业需求回暖

事件：公司发布 2023 年中报。2023H1 收入端短期承压，静待下半年封测景气回暖。2023H1 公司实现营业收入 3.81 亿元，同比-29.50%，其中 Q2 实现营业收入 1.81 亿元，同比-35.58%，收入端表现较为疲软，主要系全球半导体行业仍处于下行周期，封测行业需求处于底部，公司测试机需求短期承压。1) 细分客户结构来看，在稳固封测厂客户竞争力的同时，公司不断拓展 IC 设计、IDM 客户，我们判断 2023H1 公司非封测厂客户的收入占比快速上升。2) 细分产品结构来看，在 STS8200 的基础上，我们判断以 STS8300 平台为主的混合和功率模块测试设备收入占比快速提升。展望下半年，半导体行业景气触底复苏背景下，我们判断国内封测需求有望逐步企稳回暖，叠加海外市场开拓、功率测试快速放量，公司收入端有望明显改善。毛利率明显下降&费用率上提，2023H1 净利率出现一定下滑。2023H1 公司归母净利润为 1.61 亿元，同比-40.39%，其中 Q2 实现归母净利润 0.87 亿元，同比-41.63%。2023H1 销售净利率和扣非销售净利率分别为 42.27%和 40.92%，分别同比-7.72pct 和-7.93pct，盈利水平出现明显下滑。1) 毛利端：2023H1 销售毛利率为 70.57%，同比-8.12pct，我们判断主要系毛利率较低的数模混合和功率测试设备收入占比提升。2) 费用端：2023H1 期间费用率为 31.13%，同比+10.88pct，其中销售、管理、研发、财务费用率分别同比+6.58pct、+1.71pct、+6.98pct、-4.39pct，我们判断主要系公司加大海外市场拓展和新品研发力度，销售和研发费用率大幅提升。3) 2023H1 公司信用减值损失为+705 万元，2022H1 为-762 万元，对公司利润端产生一定正向贡献。前瞻性布局 SoC/GaN 测试设备，进一步打开成长空间。公司在维持模拟测试机领先性的同时，拓展新品 SoC/GaN 测试机，成长空间持续打开：①我们预估 SOC 测试机市场规模约为模拟测试机的 4-5 倍，全球市场长期被泰瑞达&爱德万主导，国产替代空间较大。公司已在相关领域积累多年，STS8300 已逐步进入放量期，并推出面向 SoC 测试领域的全新一代机型 STS8600，进一步完善产品线；②公司第三代半导体订单明显增长，将持续受益下游新兴应用带来的高成长性和增量需求。盈利预测与投资评级：考虑到封测行业景气复苏进度，我们调整公司 2023-2025 年归母净利润预测分别为 4.71、6.64 和 8.88 亿元（原值 5.43、7.48 和 10.03 亿元），当前市值对应动态 PE 分别为 39/28/21 倍，维持“增持”评级。风险提示：半导体行业景气度下滑、新品产业化不及预期等。

（证券分析师：周尔双）

### 东微半导（688261）：2023 年中报点评：短期业绩承压，长期看好成长空间

事件：公司发布 2023 年中报。下游需求调整叠加竞争加剧，23H1 业绩不及预期。23H1，公司实现营收 5.3 亿元，YoY+14%，归母净利润 1.0 亿元，YoY-14%；23Q2，公司实现营收 2.3 亿元，YoY-11%，归母净利润 0.3 亿元，YoY-58%，毛利率 20.6%，环比-12pct。23Q2 以来，功率半导体海外龙头厂商加大中国市场竞争力度、国内产能的进一步释放以及下游需求的调整导致供求关系变化，公司产品价格呈现明显下降趋势，因此造成短期业绩承压。高性能功率器件技术创新引领者，看好长期成长空间。公司重视底层器件结构创新与研发，持续丰富产品矩阵，23H1 高压超级结/中低压屏蔽栅/超级硅 MOS/TGBT 营收 4.4/0.7/0.07/0.14 亿元，同比+21%/-17%/+984%/-18%，SiC 器件营收 6 万元，且汽车及工业级应用营收占比已超 81%，看好其长期营收稳健增长、盈利能力修复空间。1) 营收第二曲线：公司重视研发，

23H1 研发费用 0.4 亿元，同增 90%。TGBT、SiC 器件有望打开公司成长天花板，TGBT 在多个重点客户实现批量供货，更大功率的车用主驱及大功率光伏芯片产品开发成功、客户验证通过；Si2C MOS 持续批量出货，第一代 SiC MOS 研发稳步推进。2) 盈利能力修复可期：公司主营产品从 8 英寸转 12 英寸工艺平台的拓展工作已基本完成，同时，公司新一代超级结 MOS 产品芯片面积减小、性价比提升，未来在工艺优化、技术迭代之下，盈利能力修复可期。盈利预测与投资评级：公司短期业绩受到功率半导体下游需求调整、市场竞争加剧影响，基于此，我们下调对公司的盈利预测，预计 23-25 年归母净利润为 2.5/3.5/4.6 亿元（前次预测值为 3.9/5.2/6.7 亿元），当前市值对应 PE 分别为 52/37/28 倍，维持“买入”评级。风险提示：代工产能增长不及预期；功率半导体市场竞争加剧的风险；下游需求不及预期的风险。

（证券分析师：马天翼 研究助理：李璐彤）

### 宝通科技（300031）：2023 年中报点评：工业互联网延续高增速，移动互联网扭亏为盈

**投资要点** 事件：2023H1 公司实现营收 15.45 亿元，yoy+1.29%，归母净利润 1.22 亿元，yoy+140.67%，扣非归母净利润 1.14 亿元，yoy+137.85%。其中，2023Q2 实现营收 7.90 亿元，yoy-8.50%，qoq+4.61%，归母净利润 0.39 亿元，去年同期为-0.18 亿元，qoq-53.54%，扣非归母净利润 0.33 亿元，去年同期为-0.17 亿元，qoq-59.85%，业绩略低于我们预期，主要系智能产品业务加大投入及订单延期，致营业成本和管理费用增长，利润承压。工业互联网：营收延续高增速，智能输送系统服务短暂承压。2023H1 工业互联网板块实现营收 9.27 亿元，yoy+27.85%。分业务来看：1) 智能输送数字化产品实现营收 8.43 亿元，yoy+34.08%，毛利率为 28.56%，yoy+0.21pct；2) 智能输送系统服务实现营收 0.85 亿元，yoy-12.48%，毛利率 18.50%，yoy-32.33pct，公司持续投入智能输送系统服务，但或受订单确认节奏影响，该业务营收及毛利率同比下滑，看好其订单逐步释放后盈利能力的修复弹性。分地区来看，公司工业互联网国际业务取得长足进步，截至 2023H1，为力拓供货输送带总长已超过 500 公里，与必和必拓（BHP）达成更深度合作，同时也与澳大利亚、加拿大、秘鲁、智利、南美等市场的核心客户达成合作。移动互联网：大产品周期逐步开启，看好元宇宙、AI 布局持续落地。2023H1 公司移动互联网实现营收 6.18 亿元，yoy-22.77%，毛利率 52.21%，yoy+2.77pct，营收下滑主要系产品结构优化，以及产品周期影响，但在存量产品表现稳健及新游表现出色背景下，游戏业务净利润实现同比扭亏为盈。展望 2023H2，公司大产品周期将逐步开启，自研新游《地牢猎手》及代理产品《重返未来：1999（港澳台）》等将相继上线，贡献业绩增量。AI 及元宇宙布局方面，1) 公司已使用 AI 降本增效，包括翻译本地化文案、创作特色文案、批量生成广告素材；2) 参股公司哈视奇已研发多款 AR/VR 游戏，并落地多个 B 端商业项目，已积累丰富经验，看好其在苹果开启的 XR 时代，持续深入 AR/VR 领域，结合 AI 技术，落地更多优质内容。盈利预测与投资评级：考虑到智能输送系统服务订单确认节奏略慢于我们此前预期，我们下调此前盈利预测，预计 2023-2025 年 EPS 分别为 0.98/1.37/1.77 元（2023 年此前为 1.04/1.37/1.84 元），对应当前股价 PE 分别为 19/14/11 倍。我们看好公司双主业稳健发展，AI 及元宇宙布局持续落地，维持“买入”评级。风险提示：新游表现不及预期，工业智能化不及预期，政策监管风险

（证券分析师：张良卫 证券分析师：周良玖）

研究助理：陈欣）

### 华友钴业（603799）：2023 年中报点评：Q2 业绩符合市场预期，2H 镍锂逐步起量贡献盈利

**投资要点** 2023 年 H1 公司实现归母净利润 20.85 亿元，同比下降 7.56%，业绩符合市场预期。2023 年 H1 公司营收 333.46 亿元，同比增长 7.5%；归母净利润 20.85 亿元，同比下降 7.56%；扣非净利润 18.39 亿元，同比下降 16.11%。2023 年 Q2 公司实现营收 142.35 亿元，同比下降 20.05%，环比下降 25.51%；归母净利润 10.61 亿元，同比增长 1.12%，环比增长 3.6%。前驱体 Q2 出货 3 万吨，市占率逐步提升。公司上半年前驱体出货 5.3 万吨（含内部自供），同比增长 42%，其中 Q2 出货 3 万吨左右，环比增长 30%以上；公司前驱体业务市占率提升明显，同比增速好于行业，我们预计公司 23 年前驱体出货 15 万吨，同比增长 76%。盈利方面，公司 23H1 子公司华友新能源衢州净利润 2.5 亿元，其中 Q2 预计贡献 1.2 亿元左右利润，公司硫酸镍还未实现完全自供，随着后续一体化比例逐渐提升，公司前驱体单位净利有望进一步提升。正极材料 Q2 出货 2.6 万吨，终端需求稳定。公司上半年正极材料出货 4.6 万吨，三元正极出货 4.1 万吨，同比增长 23%；其中 Q2 正极材料出货 2.6 万吨，环比增长 30%，我们预计 23 年正极出货 12 万吨左右，同比增长 30%+。盈利方面，23H1 成都巴莫净利润 3.87 亿元，对应三元正极单吨净利 0.94 万元/吨，天津巴莫净利-0.5 亿元，主要系钴酸锂需求减弱所致。后续巴莫收入改为仅计入加工费，原材料波动对公司影响较小，预计盈利基本可维持稳定。镍冶炼项目开始放量，Q2 电解镍出货增加增厚利润。镍产品上半年出货 5.37 万吨，同比增长 237%，我们预计 23 年镍冶炼出货有望达 13-15 万金吨（权益 8-9 万金吨）。公司 23H1 华越公司净利润 8.3 亿元（权益 4.7 亿元），华科公司净利润 5.6 亿元（权益 3.9 亿元），合计 8.6 亿元归母净利润。锂盐厂实现投产，铜业务贡献稳定利润。上半年锂产品贡献 6.6 亿元收入，津巴布韦 Arcadia 锂矿项目 3 月底投料并产出锂精矿，广西锂盐厂 5 万吨项目 7 月实现首批锂盐产品下线，23 年下半年我们预计出货 2 万吨以上 LCE，全成本 13 万元左右，Q3 起开始贡献利润。铜产品 Q2 出货我们预计 2 万吨，单吨毛利预计 4000 美金，Q2 贡献 5-6 亿元毛利。盈利预测与投资评级：考虑铜、镍等金属价格下跌，我们下修公司 23-25 年归母净利润至 55/75/101 亿元（原预期为 66/86/112 亿元），同比增长 42%/36%/35%，对应 PE 为 14x/10x/8x，考虑公司一体化优势显著，给予 2023 年 22xPE，对应目标价 71.7 元，维持“买入”评级。风险提示：上游原材料价格大幅波动，电动车销量不及预期。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕

证券分析师：岳斯瑶）

### 老凤祥（600612）：2023 年中报点评：归母净利润同比+43%，国企改革下经营潜力逐步释放

**投资要点** 2023 年 H1 公司归母净利润同比+43%：2023 年 H1，公司实现收入 403.44 亿元，同比+19.6%，实现归母净利润 12.73 亿元，同比+42.95%，实现扣非归母净利润 12.92 亿元，同比+44.4%。单折 Q2，公司实现收入 157.85 亿元，同比+3.2%，实现归母净利润 5.57 亿元，同比+15.1%，实现扣非归母净利润 5.59 亿元，同比+30.3%。2023 年 Q2 毛利率同比提升明显，费用率同比略有上升：2023 年 Q2，公司实现毛利率 9.14%，同比提升 1.67pct，销售净利率 4.74%，同比提升 0.55pct。销售费用率 1.38%，同比+0.34pct，管理费用率 0.62%，同比+0.04pct。品牌内涵赋能产品体系打造，珠宝首饰收入实现较快增

长：2023年H1，公司实现珠宝首饰收入356.04亿元，同比+21.8%，黄金交易收入43.51亿元，同比+2.2%。2023年H1，公司实现毛利率8.46%，同比+0.77pct，其中金银珠宝首饰毛利率7.91%，同比+0.53pct。2023年H1，公司深挖品牌内涵，丰富产品体系，以第四届上海“五五购物节”为契机，公司举办了“凤祥喜事”主题产品首发和175周年大师献礼作品全国发售。拓店稳步推进中，激发总经销拓展市场积极性：截至2023年6月末，老凤祥共计拥有营销网点达到5631家（含海外银楼15家），上半年净增加22家。“双百行动”，国企改革下有望逐步释放经营活力：“双百行动”下，2023年H1公司启动了新一轮国企改革，公司8月28日最新公告，工艺美术基金拟将其持有的上海老凤祥有限公司8.22%股权分别转让给中保投仁祥基金、国改二期基金、国新资产、国新上海、安徽中安优选壹号和宁波君和同祥，股权转让的合计金额为16.8亿元。引入更多元化的战略投资者，公司经营潜力也有望得到逐步释放。该笔交易完预计成后，工艺美术基金的持股比例将下降到4.25%。盈利预测与投资评级：老凤祥是我国老牌黄金珠宝国企，品牌历史积淀深，品牌力强，国企改革下经营潜力在逐步释放中，我们维持2023-2025年将实现归母净利润21.9/25.8/29.5亿元，对应2023-2025年PE为15/13/11倍，维持“买入”评级。风险提示：金价波动风险，开店不及预期，终端消费恢复不及预期等

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：谭志千）

#### **赛恩斯（688480）：2023年中报点评：收入确认具备季节性，合作紫金&股权激励指引期待全年业务放量**

投资要点 事件：2023年上半年公司实现营收2.68亿元，同增28%；归母净利润0.36亿元，同增8.79%；扣非归母净利润0.33亿元，同增21.67%；加权平均ROE同比减少3.68pct至4.09%；毛利率33.35%，同增0.14pct，净利率14.52%，同减2.67pct。收入确认具备季节性，期待全年业务放量。2023年上半年公司实现营收2.68亿元，同增28%；归母净利润0.36亿元，同增8.79%，符合预期。公司通常Q1、Q2开展项目招标和启动工作，Q4进行较大强度现场作业&验收；2019-2022年公司半年度收入占全年44/34/39/38%，预计下半年收入确认加速。此外，2023H1信用减值446万（去年同期84万）影响净利率，占归母净利润12.3%。分板块来看：1）重金属污染防治综合解决方案：收入大幅增长，拓展新能源和新材料方向业务。综合解决方案业务收入1.24亿元，同增115%，占营业收入46.30%。2）运营服务：收入回落。运营服务收入0.85亿元，同减12%，占营业收入31.76%。3）产品销售：一体化重金属废水处理设备产品订单增加，实现销售业务平稳增长。销售业务收入0.56亿元，同增18%，占营业收入20.79%；报告期公司一体化重金属废水处理设备等核心设备订单数量达到10个，其中包含出口至非洲的2套设备，签单金额超3000万元，同比增长33%。合作紫金&新能源领域拓展打开空间。1）2023H1与紫金矿业相关收入7246亿元，同增33%。2023H1公司与紫金矿业相关收入7246亿元，同增33%，根据公司全年经营计划，2023年与紫金矿业相关收入将达到3.5亿，期待下半年业务放量。2）业务拓展至新能源领域，空间打开。2022年，公司综合解决方案业务项目签单数量与金额大幅增长，并实现市场开拓，为业务未来发展提供重要支撑。股权激励目标树立信心，期待全年业务放量。公司推动股权激励计划实施，充分调动公司核心骨干和团队的积极性，吸引和留住优秀人才。根据公司股权激励目标，2023-2025年营收将达8/11/15亿元，复合增速40%，彰显高增信心。半年度收入确认略有延迟，期待全年业务放

量。盈利预测与投资评级：我们维持 2023-2025 年归母净利润 0.95/1.48/2.02 亿元，对应 2023-2025 年 EPS 分别为 1.00/1.56/2.13 元。对应 2023-2025 年 PE 28/18/13 倍（估值日期 2023/8/25）。维持“买入”评级。风险提示：行业政策变化，下游行业扩产进度不及预期

（证券分析师：袁理 证券分析师：任逸轩）

**中国石化（600028）：2023 年半年报点评：境内成品油销量高增，增储稳油增气降本成果显著**

投资要点 事件 1：2023H1，公司实现营业收入 15936.8 亿元，同比-1%；归母净利润 351.1 亿元，同比-20%；扣非净利润 336.6 亿元，同比-22%。其中 23Q2 单季度，实现营业收入 8023.5 亿元，同比-5%，环比+1%；实现归母净利润 150.1 亿元，同比-29%、环比-25%；实现扣非净利润 139.4 亿元，同比-32%、环比-29%。事件 2：公司公告拟采用集中竞价交易方式回购公司 A 股股份。原油价格宽幅振荡，境内成品油需求高速回弹。2023H1 国际原油价格宽幅震荡，布油均价为 79.8 美元/桶，环比-26%，境内成品油需求快速反弹，表观消费量同比+16%。公司抓住市场需求快速反弹的有利时机，发挥一体化优势，大力拓市扩销，2023H1 公司实现营销及分销板块营收 8713 亿元，同比+10%；成品油总经销量 1.17 亿吨，同比+18.5%。增储稳油增气降本成果显著。勘探方面，公司在塔里木盆地、四川盆地、江汉盆地、鄂尔多斯盆地取得了一批油气新发现和重大突破，胜利济阳页岩油国家级示范区建设高效推进。开发方面，高效推进济阳、塔河、准西等产能建设，深化精细开发调整；大力实施天然气增储上产，加快顺北二区、川西海相等产能建设。上半年实现油气当量产量 2.5 亿桶油当量，同比增长 3%，其中原油产量 1.4 亿桶，同比+0.02%；天然气产量 6609 亿立方英尺，同比+8%。公司注重分红派息。2023 年上半年，公司拟每股派息 0.15 元，根据 2023 年 8 月 25 日收盘价，中石化 A 股中期股利支付率、年化股息率分别为 50%、5%，中石化 H 股中期股利支付率、年化股息率分别为 50%、7%。拟回购股份，增强投资者信心。公司拟回购 A 股股份的资金总额不低于人民币 8 亿元，不超过人民币 15 亿元，按回购股份价格上限人民币 9.30 元/股测算，预计本次回购 A 股股份数量约为 8602 万股—16129 万股，约占公司于 2023 年 8 月 27 日已发行总股本的 0.07%—0.13%。盈利预测与投资评级：基于公司经营情况，我们调整公司 2023-2025 年归母净利润分别为 735、836 和 891 亿元（此前 2023-2025 年预期为 778、855、885 亿元），同比增速分别为 11%、14%、7%，2023 年 8 月 25 日收盘价对应的 A 股 PE 分别为 10、9、8 倍。考虑到成品油需求反弹，公司业绩增长提速，维持“买入”评级。风险提示：地缘政治风险；宏观经济波动；成品油需求复苏不及预期。

（证券分析师：陈淑娴 证券分析师：陈李 证券分析师：郭晶晶 研究助理：何亦桢）

**美埃科技（688376）：2023 年中报点评：快速开拓海外市场，耗材替换打开存量空间**

投资要点 事件：2023 年上半年公司实现营业收入 6.52 亿元，同比增长 15%；归母净利润 0.77 亿元，同比增长 21.23%；扣非归母净利润 0.67 亿元，同比增长 9.6%；加权平均 ROE 同比降低 7.78pct，至 5.09%。半导体洁净室设备龙头稳健增长，净利率提升&现金流改善。2023 年上半年公司业绩稳健增长，实现营业收入 6.52 亿元，同比增长 15%，主要系公司下游业务需求增加以及市场扩张；归母净利润 7699 万元，同比增长 21.23%；扣非归母净利润 6748 万元，同比增长 9.6%。公司持续进行降本增效管理，利润率水平稳健，销售毛利率

27.68%，同比下降 1.06pct，销售净利率 11.78%，同比上升 0.58pct。分业务板块来看，1) 洁净室空气净化收入占比 76.52%，相比 2022 年度占比 71.16% 水平更加集中，2) 室内空气品质优化收入占比 19.06%，3) 大气污染排放治理领域收入占比 4.42%。公司加强回款管控，质量提升，2023 年上半年经营性净现金流 3487 万元，同比去年-1249 万元大幅改善。研发技术处于行业前列，耗材替换打开第二成长空间。公司已授权专利数与研发人员占比均处于行业前列，2023H1 研发投入达到 3103 万元，同比增长 26%，取得新增授权发明专利 2 项，实用新型专利 7 项。公司主要产品均达到国内外空气洁净相关质量标准要求，并通过了 3C、UL、FM、AHAM、CE 等的一系列国内外认证。公司客户包括各领域领军企业，与天马微电子、中芯国际、华星光电、京东方、辉瑞制药、雀巢、苹果等客户建立了稳定的合作供应关系，不断为客户提供后续过滤器设备的替换，实现新客户开拓+存量替换双线增长。公司优势突出，快速打开海外市场。1) 硬性技术方面：公司瞄准东南亚等海外市场，产品通过多项国际体系认证，同时获得多个国家和地区的产品认证，是 ST Microelectronics, Micron, AMD, Western Digital, Texas Instruments 等国际半导体厂商的合格供应商。2) 软性背景方面：公司核心团队中成员共有 5 位马来西亚外籍高管，具有国际视野。公司近几年依托境外生产基地与海外销售，海外收入规模快速增长，近三年境外收入 CAGR 接近 50%。盈利预测与投资评级：洁净室设备供应龙头，在手订单饱满，产能扩张&规模效应助力公司加速成长。我们维持 2023-2025 年公司归母净利润 1.7/2.5/3.2 亿元，对应增速分别为 40%/45%/29%，当前市值对应 2023-2025 年 PE23/16/12x (2023/8/25)，维持“买入”评级。风险提示：扩产进度不及预期，洁净室下游政策风险，技术迭代风险

(证券分析师：袁理 证券分析师：任逸轩)

**福瑞达 (600223)：地产剥离影响营收暂时承压，化妆品医药表现稳健**  
 投资要点 大健康发展稳健，地产剥离致使营收有所下滑：2023H1，公司实现营收 24.73 亿元 (同比-48.85%，下同)，实现归母净利润 1.90 亿元 (+0.65%)，实现扣非归母净利润 0.63 亿元 (-66.78%)。单 Q2 季度，公司实现营收 12.01 亿元 (-64.18%)，实现归母净利润 0.61 亿元 (-50.30%)，实现扣非归母净利润 0.48 亿元 (-62.17%)。其中，山东福瑞达药集团有限公司 2023H1 实现营收 14.69 亿元 (+14.36%)，实现归母净利润 1.19 亿元 (+13.65%)。营收同比下降主要系地产业务剥离使得地产收入减少。剥离地产提升盈利水平，化妆品、生物医药&原料毛利率同比均有所提升：2023H1 公司毛利率/净利率分别为 44.2%/9.5%，分别同比+13.3pct/+5.2pct。毛利率同比提升，主要系地产剥离后盈利水平有所改善。具体来看，化妆品/生物医药/原料板块毛利率分别同比提升 2.3pct/2.2pct/2.5pct，房地产及物业毛利率同比有所下降。2023H1 公司期间费用率同比+18.0pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比变化+15.3pct/1.5pct/+1.5pct/-0.3pct。公司加大研发投入，提升研发能力。化妆品、医药板块均保持稳健增长：(1) 化妆品：2023H1 实现营收 11.06 亿元 (+9.20%)。其中，两大主要品牌颐莲/瑗尔博士 2023H1 分别营收 3.92/5.98 亿元，分别同增 1.0%/13.9%。颐莲喷雾 2.0、颐莲澎澎霜等实现大幅增长，瑗尔博士形成了益生菌面膜 2.0、熬夜水乳、反重力水乳、闪充面霜、洁颜蜜等爆款集群。(2) 医药：2023H1 实现营收 2.91 亿元 (+37.83%)。医药板块持续拓展线上营销渠道，助力销售业绩提升。(3) 原料及衍生产品、添加剂：2023H1 实现营收 1.70 亿元 (+7.0%)。(4) 地产：2023H1 房地产项目实现签约金额 2.62 亿元 (-93.41%)；实现签约面积 4.59 万平方米 (-87.67%)；

实现竣工面积 12.62 万平方米 (-76.29%)，2023 H1 无新开工。公司已完成第一批次 6 家标的资产交割，交割后 6 家标的公司及其子公司不再纳入公司合并报表范围，剩余 2 家标的公司将于 2023 年 10 月 31 日前完成交割。 盈利预测与投资评级：公司聚焦大健康产业，化妆品业务高成长，渠道精细化运营、产品力趋于提升。我们维持 2023-25 年归母净利润分别为 4.11/5.33/6.39 亿元，分别同增 805%/30%/20%，当前市值对应 2023~25 年 PE 为 23x/18x/15x，维持“买入”评级。 风险提示：市场竞争加剧，产品推广不及预期等。

(证券分析师：吴劲草 证券分析师：张家璇)

### 南网能源 (003035): 2023 年半年报点评: 短期受生物质拖累, 长期看好综合能源服务商大发展

事件: 公司发布 2023 年半年报, 2023 年上半年公司实现营业收入 13.03 亿元, 同比增长-0.4%; 实现归属母公司净利润 1.94 亿元, 同比增长-7.6%。单 Q2 看, 实现营业收入 7.55 亿元, 同比增长 3.5%; 实现归母净利润 1.12 亿元, 同比增长-6.8%, 业绩符合预期。 受生物质发电和城市节能业务合同到期, 拖累公司业绩。 生物质发电: 受补贴拖欠+生物质燃料价格上涨的影响, 生物质发电 2023H1 实现收入 8288.99 万元, 同比增加-61.6%, 实现毛利率-47.65%, 同比下降 63.61pct, 严重拖累公司业绩。 城市节能业务: 主要为地方城市提供照明节能业务, 该业务为合同能源管理形式, 由于城市节能业务存量项目中部分项目服务期届满终止, 且新投产运营项目规模较小, 2023H1 实现营业收入 5375.24 万元, 同比增加-22.4%, 拖累公司营收增长率。 聚焦主业屋顶光伏+建筑节能, 稳扎稳打实现营收增速 20%左右。 聚焦主业工商业屋顶光伏+建筑节能业务, 工商业屋顶光伏: 上半年拟开展屋顶光伏 287.12MW, 同比增长-13.2%, 在运营屋顶光伏装机 1614.61MW, 实现屋顶光伏节能业务收入 5.00 亿元, 同比增长 18.2%, 毛利率受降雨增加、发电量下降的因素下降 2.98pct 至 60.9%; 建筑节能: 继续发挥在医院、学校、通信及轨道交通的引领作用, 2023H1 实现营业收入 4.17 亿元, 同比增长 22.4%, 毛利率同比微降 0.31pct 至 18.6%。 工商业储能侧: 关注下半年广东蓄冷电价执行情况, 有望增厚项目盈利, 调动项目积极性。 2023 年在分时电价的影响下, 峰谷价差拉大, 工商业储能投资经济性逐渐显现。 若将电化学储能分为电源侧、电网侧、用户侧工商业去考虑, 无疑电源侧由发电企业买单, 效率低; 电网侧优选大功率、经济的抽蓄; 而用户侧峰谷价差达 0.7 元以上, 工商业储能已经具备经济性。 6 月 5 日广东省发布《广东省促进新型储能电站发展若干措施的通知》, 要求用户侧储能电价参照蓄冷电价政策执行。 而广东省蓄冷电价采用峰平谷的方式, 峰平谷电价比例为 1.65:1:0.25, 调整后, 广东省用户侧储能设施用电的峰谷电价差从 4.5:1 调整为 6.6:1, 峰谷差全国最大。 关注蓄冷电价的落实执行后对工商业储能盈利性增厚。 盈利预测与投资评级: 由于生物质发电拖累, 我们调整 2023-2025 归母净利润预测从 7.47/10.76/14.70 亿元为 5.79/7.08/8.86 亿元, 对应 PE 为 39、32、26 倍, 但我们继续看好分时电价下工商业节能服务潜力, 维持“买入”评级。 风险提示: 行业需求下降、竞争加剧造成产品价格和毛利率持续下降等

(证券分析师：袁理 证券分析师：唐亚辉)

### 泰胜风能 (300129): 泰胜风能: Q2 业绩低于预期, 在手订单新高, H2 盈利有望修复

投资要点 事件: 公司发布 2023 年中报, 23H1 收入 16.7 亿元, 同增 30.6%, 其中 Q2 收入 8.7 亿元, 同环增 20.0/7.5%。 23H1 归母净利润 1.2 亿元, 同增 17.9%; 扣非 1.0 亿元, 同降 14.0%, 其中 Q2 归母净

利润 0.3 亿元, 同/环降 26.9/69.4%, 扣非 0.3 亿元, 同/环降 57.6/63.0%。23H1 销售毛/净利率 19.0/6.9%, 同比+2.8/-0.8pct, 其中 Q2 销售毛/净利率 16.1/3.1%, 环比-6.1/-8.0pct。业绩低于预期, 主要系 Q2: 1) 原材料成本较高, 2) 海上出货不及预期, 3) 出货结构较差, 4) 信用减值 0.26 亿所致。23Q2 公司毛利率 16%、环比-6pct、23H2 开工饱满盈利有望修复。2023H1 公司塔架出货 19.93 万吨, 同比+40%, 其中海上 4.7-4.8/陆上 15 (其中出口 6-7) 万吨, 同比+353/+86 (-24)%, 受 2023H1 海风项目延滞, 海上出货不及预期。2023Q2 出货约 10.5 万吨, 同比/环比+31/14%, 其中海上 3.3-3.4/陆上 7 (出口 2) 万吨, 环比+138/+56 (-56)%。2023Q2 公司毛利率 16.1%, 环比-6pct, 主要系: 1) 陆风出口占比约环比-30pct, 而 2023H1 陆上外销毛利率 27% (内销 14%), 2) 盈利较弱的海上塔筒出货占比较高 (2023H1 海上毛利率 11.1%, 同比-18.6pct)。展望 2023H2, 行业开工提速, 公司目前开工率饱满+订单丰富, 我们预计 2023 年出货 60-65 万吨, 同比增加 60%+, 同时 2023Q2 下旬原材料降价将逐渐体现, 公司依托新疆布局+出口优势有望放大此收益, 带动整体盈利持续修复, 业绩向好! 在手订单创新高、产能持续释放。截至 2023H1, 在执行及待执行订单共计 48.5 亿元, 环比+35%, 创新高, 其中陆上 37.8/海上 10.2 亿元, 分别环比+47/6%。公司在挖掘现有国内布局产能的前提下, 做好中部、西部、南部市场的布局, 其中用于出口的扬州 25 万吨基地已于 23 年中建成投产, 形成陆上 35、出口 36、海上/出口 20 万吨的多维布局。此外, 公司积极推进南方基地+钦北 200MW 风场, 延伸风电价值链, 在风电行业景气周期中增强发展动能。23Q2 费用率优化、现金流改善、存货增长为 23Q3 增产备货。2023Q2 期间费用率 8.8%, 环比-1.8pct, 主要系 2023Q2 汇兑收益+降低研发费用优化所致。2023Q2 信用减值 0.26 亿元, 主要是应收账款坏账减值。2023H1 存货 22 亿, 较年初增长 20%, 其中原材料和在产品较年初分别增长 46%/35%, 主要系为 2023Q3 增产备货。2023H1 经营活动现金流量净流出 2.2 亿元, 2023Q2 净流入 1.6 亿元, 同环比+5.3/+142%。2023H1 项目延滞, 行业开工低迷, 公司 2023Q2 经营活动现金流改善+存货增长预示开工逐渐回暖, 2023H2 有望持续改善并冲回部分应收账款减值。盈利预测与投资评级: 基于海风开工不及预期, 我们下调盈利预测, 我们预计 23-25 年归母净利润 4.1/6.1/8.0 亿元 (前值为 5.7/7.9/9.5 亿元), 同增 49%/49%/31%, 考虑公司南方基地落成有望持续优化海风出货结构, 给予 2023 年 25xPE, 目标价 11.0 元, 维持“买入”评级。风险提示: 竞争加剧, 政策不及预期等。

(证券分析师: 曾朵红 证券分析师: 陈瑶 证券分析师: 郭亚男)

### 永贵电器 (300351): 2023 中报点评: 轨交业务节奏放缓, 车载业务持续增长

**投资要点** 轨道交通与工业板块业绩承压, 车载与能源信息板块稳步增长: 公司发布 2023 年中报, 报告期内公司实现营业收入 6.8 亿元, 较去年同期基本持平; 受股权激励支付费用和收入结构变化的影响, 实现归属于母公司所有者净利润 0.69 亿元 (同比-15.27%)。具体分板块看: 1. 轨道交通与工业板块营业收入下滑。受轨交行业整体复苏节奏未传导到连接器零部件端影响, 轨道交通与工业板块营业收入 3.11 亿元 (同比-11.45%)。2. 车载与能源信息板块稳步增长。公司紧抓新能源汽车和充电行业快速发展机遇, 实现新能源汽车业务收入 3.33 亿元 (同比+11.53%)。轨交业务是基本盘, 公司积极拓展产品品类: 公司为国内轨道交通连接器龙头, 近年非连接器产品在客户处快速渗透

透实现增长。2023年上半年，轨交连接器业务收入与去年同期基本持平，轨交非连接器车门和贯通道收入的下滑导致轨交业务板块整体承压。随2023年下半年项目进度的推进及2024-2025年订单的逐步释放，轨交收入有望出现明显提升。地铁及高铁建设、轨交后续维修将为公司提供持续增长的市场空间。高压连接器积累深厚，客户结构优化加速成长：高压连接器是新能源车核心器件之一，经我们测算2025年国内市场空间有望达到369亿元，22-25年CAGR为16.9%。国产新能源汽车品牌崛起带来产业链重塑机会，公司作为较早布局的国内厂商之一，客户结构逐渐优化，目前已进入比亚迪、华为、吉利、长城、奇瑞、长安等国产一线品牌及合资品牌供应链体系。我们认为公司未来与比亚迪等优质客户的合作将进一步深化，不断拓展供应品类、提升供应份额，提高产品单车价值量。充电桩市场快速增长，液冷超充枪逐步释放：据我们测算2025年中/美/欧三地充电枪市场空间将分别达36.6/19.6/19.0亿元。同时，快充充电桩的快速渗透也将带动对液冷超充枪的需求。公司超充枪产品品类丰富，覆盖直流与交流。液冷大功率超充枪积极布局国内外市场，国外市场上欧标直流充电枪已通过CE、CB、TÜV认证，国内市场上已给众多国内整车厂、充电桩端厂家及运营商供应产品。我们看好公司的超充枪产品竞争力不断提升，在需求大规模扩张的市场中获取超额份额。盈利预测与投资评级：公司深度布局轨道交通与工业、车载与能源信息、特种装备三大业务板块，开拓海外市场，我们看好公司在轨交连接器领域巩固龙头地位及新能源连接器和充电枪业务。由于上半年轨道交通与工业板块业绩承压，我们将公司23-25年归母净利润预测调整为1.85/2.6/3.2亿元（前值为2.33/3.03/3.92亿元）。当前市值对应PE分别为26.41/18.8/15.24倍，维持“买入”评级。风险提示：新能源车市场需求不及预期；充电桩行业增速不及预期。

（证券分析师：马天翼 证券分析师：鲍娴颖）

### 曼恩斯特（301325）：2023年中报点评：Q2盈利水平进一步向上，业绩亮眼

**投资要点** 事件：公司23H1营收3.47亿元，同增77%，归母净利1.59亿元，同增97%；Q2营收1.96亿元，同环比+70%/+30%，归母净利0.92亿元，同环比+81%/36%，扣非净利0.82亿元，同环比+66%/+27%，毛利率72.2%，同环比+1.3/+2.3pct，归母净利率46.8%，同环比+2.8/+2.2pct，业绩位于预告中值偏上，符合市场预期。国产替代化趋势明确，涂布模头维持高毛利水平。收入端看，公司23年H1收入3.47亿元，同增77%，其中核心部件收入2.7亿元，同增79%，智能装备收入0.8亿元，同增68%。由于22年新增订单翻番以上增长，可支撑今年收入翻倍增长；23年H1新增订单同比翻倍，H2受锂电扩产放缓影响，订单增速或略微放缓，但仍可保持50%+高增，主要由于模头存量升级替换需求，叠加智能装备新品类的拓宽。盈利端看，公司23年H1毛利率71.2%，同增2pct，其中核心部件79.4%，同增1.8pct，智能装备42.7%，同增1.2pct，公司Q2毛利率同环比进一步提升1-2pct。锂电模头格局好盈利优，随着高端产品结构占比提升，预计公司毛利率可维持高水平。新技术催化存量改造需求，钙钛矿打造第二增长曲线。锂电技术加速迭代，H2锰铁锂、4C铁锂、复合集流体等开启产业化，催化模头升级置换需求。公司积极布局钙钛矿领域，目前首批涂布机订单已落地，并与深圳先进院等联合研发，钙钛矿2030年涂布设备空间43亿元，市场空间接近锂电涂布模头，后续有望打开第二增长曲线。期间费率维持稳健，合同负债较年初增长24%，在手订单持续增加。H1期间费用0.63亿元，同比增79%，

期间费用率为 18.3%，同比增 0.2pct，其中销售费率 6.5%，同比+1.9pct。期末公司存货为 2.4 亿元，较年初增长 29%；应收账款 4.5 亿元，较年初+61%，对应应收账款周转天数 188 天，较上年度增 32%，期末合同负债 2.1 亿元，较年初+24%，在手订单持续增加。23H1 公司经营净现金流净额为 0.4 亿元，同比+138%。H1 资本开支为 0.2 亿元，同比+54%。盈利预测与投资评级：我们维持对公司 23-25 年归母净利 4.0/6.5/9.4 亿元的预计，同增 98%/61%/45%，对应 PE 26/16/11x，考虑到公司为国内涂布模头龙头，存量市场加速放量，给予 24 年 25 倍 PE，对应目标价 134.8 元，维持“买入”评级。风险提示：下游需求不及预期，行业竞争加剧。

(证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕  
证券分析师：周尔双 证券分析师：岳斯瑶 证券分析师：刘晓旭)

### 华新水泥(600801): 2023 年中报点评: 海外拓展、国内非水泥发力共同对冲国内水泥下行

**投资要点** 事件：公司披露 2023 年中报，实现营业收入 158.3 亿元，同比+10.0%，归母净利润 11.9 亿元，同比-24.8%；其中二季度实现营收 92.0 亿元，同比+17.1%，归母净利润 9.5 亿元，同比+3.2%，基本符合我们的预期。海外拓展、国内非水泥发力共同对冲国内水泥下行：(1) 23H1 公司水泥及熟料业务实现收入 97.5 亿元，同比-5.0%，销量 2995 万吨，同比+2.1%，测算单吨均价为 326 元，同比-24.6 元。上半年全国水泥需求低迷，且价格表现弱于季节性规律，公司积极推进海外业务，对冲国内需求下行，收入表现韧性，上半年国内/国外水泥业务分别实现营收 74.6/23.0 亿元，同比分别-12.4%/+30.6%；(2) 商混业务收入 31.7 亿元，同比+58.5%，销量 1095 万方，同比+82.3%，测算单方均价为 290 元，同比-43.5 元；骨料业务收入 21.6 亿元，同比+69.1%，销量 5051 万吨，同比+103.3%，测算单吨均价为 42.8 元，同比-8.7 元。公司上半年商混/骨料分别新增年产能 2115 万方/3150 万吨，分别得益于武穴等骨料项目产能释放以及混凝土轻资产租赁模式下的拓展，支撑非水泥收入高速增长。毛利率同比下降 3.6pct 至 24.4%，期间费用率水平稳定：(1) 23H1 受销售均价下降影响，测算水泥及熟料/商混/骨料业务单位毛利下降 14.1/20.8/11.7 元至 74.4/37.7/19.3 元，水泥吨毛利为 2018 年以来同期最低值；(2) 销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.4%/5.1%/0.4%/1.5%，同比分别-0.6/持平/+0.1/+0.4pct，销售费用率下降主要是由于员工成本下降叠加分母端营收增加，财务费用率上升主要是由于利息支出增加影响；(3) 实现投资收益 3428 万元，同比+61.0%，主要是由于上半年收购的阿曼水泥公司贡献利润；(4) 归母净利率为 7.5%，同比-3.5pct。经营活动净现金流大幅增加，资产负债率略有下降：(1) 23H1 公司实现经营活动净现金流 21.3 亿元，同比+67.9%，表现明显好于盈利端，主要是因为上半年矿山采矿权、使用权资产摊销增加，以及资产运营效率优化；(2) 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 18.2 亿元，同比-50.2%，资本开支放缓，主要投入骨料系列项目和武穴年产 3000 万吨机制砂项目，此外中报使用权资产余额较年初增加 7.85 亿元，反映混凝土轻资产租赁模式持续推进；(3) 中报带息债务余额、资产负债率分别为 183.8 亿元、51.1%，环比一季度末分别下降 3.7 亿元、1.3pct。逆周期调节加码与行业自律改善有望推动盈利底部回升，非水泥+海外业务布局有望持续贡献增量。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，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。公司非水泥业务上半年 EBITDA 贡献占比超过 50%，后续国内骨料产能继续释放，阿曼项目收购完成、坦桑尼亚升级改造投产以及南非收购项目的推进持续贡献海外增量。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，非水泥+海外业务有望贡献新的增长点。我们维持 2023-2025 年归母净利润预测分别为 31.2 亿元/35.9 亿元/38.8 亿元，8 月 25 日收盘价对应市盈率 9.0/7.8/7.2 倍，维持“增持”评级。风险提示：水泥需求恢复不及预期；非水泥+海外业务扩张不及预期；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)

### 周大生 (002867)：2023 年中报点评：Q2 归母净利润同比增长 27%，拓店表现亮眼

**投资要点** 2023 年 Q2 归母净利润同比增长 27%：2023 年 H1，公司实现收入 80.74 亿元，同比+58.4%，实现归母净利润 7.4 亿元，同比+26.5%，实现扣非归母净利润 7.07 亿元，同比+26.1%。单拆 Q2，公司实现收入 39.52 亿元，同比+68.6%，实现归母净利润 3.74 亿元，同比+26.8%，实现扣非归母净利润 3.51 亿元，同比+25.6%。2023 年 Q2 费用率同比改善明显：2023 年 Q2，公司实现毛利率 19.04%，同比下滑 5.46pct，主要系黄金、镶嵌类产品销售结构变化所致。销售费用率 5.37%，同比改善 1.53pct，管理费用率 0.58%，同比改善 0.27pct。黄金产品矩阵持续丰富完善，拉动收入高增：2023 年 H1，公司素金类产品实现收入 67.3 亿元，同比大增 71.7%，占比 83.4%，镶嵌类产品实现收入 5.26 亿元，同比+2.6%，占比 6.5%，品牌使用费收入 4.3 亿元，同比+36.6%。2023 年 H1，周大生紧跟国潮文化和年轻人“悦己”需求的提升，构建了丰富的黄金产品矩阵，打造出独特而具有设计感的“国潮珠宝”，加大黄金产品的 IP 合作力度，新增了《莫奈》IP 联名系列。电商渠道收入高增，省代模式助力下快速拓店：分渠道看，2023 年 H1，公司自营门店收入 8.28 亿元，同比+46.0%，自营电商渠道收入 11.55 亿元，同比+91.3%，加盟业务收入 59.8 亿元，同比+57.2%。截至 2023 年 6 月底，公司门店总数达到 4735 家，上半年净增 119 家，其中加盟门店 4453 家，上半年净增 86 家，直营门店 282 家，上半年净增 33 家，省代模式助力下公司开店表现亮眼。黄金消费维持高景气，店效提升明显：2023 年 H1，公司自营单店收入 305.49 万元，同比+26.6%，其中镶嵌收入 22.11 万元，同比-16.8%，黄金收入 275.54 万元，同比+32.95%。加盟单店平均收入 136.29 万元，同比+52.5%，其中镶嵌收入 8.73 万元，同比-6.8%，黄金收入 115.47 万元，同比+64.3%，黄金毛利 5.64 万元，同比+74.3%。2023 年 H1，黄金消费延续高景气，周大生通过区域展销模式提升供货效率，店效提升明显。盈利预测与投资评级：周大生是我国头部的黄金珠宝品牌，省代模式助力下拓店速度加快，考虑黄金占比提升较快，镶嵌恢复还要时间，我们下调公司 2023-25 年归母净利润从 14.7/17.55/20.2 亿元至 13.95/16.7/19.2 亿元，最新股价对应 2023-25 年 PE 为 12/10/9 倍，维持“买入”评级。风险提示：金价波动风险，开店不及预期，终端消费恢复不及预期等

(证券分析师：吴劲草 证券分析师：谭志千)

### 天壕能源 (300332)：2023 年中报点评：短期气源对接进展缓慢，期待长期稀缺跨省长输气量提升

**投资要点** 事件：公司 2023 年上半年公司实现营业收入 20.56 亿元，

同比增长 21.51%；归母净利润 2.4 亿元，同比增长 17.78%；扣非归母净利润 2.29 亿元，同比增长 12.26%；加权平均 ROE 同比提高 0.11pct，至 5.58%。神安线稳定运行，期待气量提升。2023H1 公司实现营收 20.56 亿元，同增 21.51%；实现毛利 4.83 亿元，同增 17.27%；归母净利润 2.4 亿元，同增 17.78%；不及预期，主要原因为气源增长进度缓慢、二季度价差走弱，期待下半年增量气增加。神安线山西-河北段通气后持续稳定供应，燃气业务稳步发展，2023H1 售气收入 19.07 亿元，同增 24.99%，实现售气量 6.62 亿方，同增 12.97%，单方售价提升同比 0.28 元/方。神安线将山西、陕西以煤层气为主的天然气运送至需求旺盛的河北市场，已成为河北第三大气源，期待供需错配下稀缺跨省长输未来发展。燃气板块稳定增长，膜产品业务有所下滑。2023H1，公司：1) 天然气供应及管输运营业务实现营收 19.85 亿元，同增 24.47%，占总收入 96.56%；实现毛利 4.63 亿元，同增 23.85%，毛利率 23.34%，同比下降 0.11pct。随合作方中联公司在山西境内沿线拥有的临兴、柳林、寿阳、古交等区块和中石油保德、三交、三交北、紫金山等区块非常规天然气气量的释放，神安线气量将得以快速增长，期待供需错配下稀缺跨省长输未来发展。2) 膜产品研发生产销售及水处理工程服务业务实现营收 0.45 亿元，同减 36.74%，占公司总收入 2.19%；实现毛利 992 万元，同减 66.58%。主要原因为：因参加展会和宣传活动，膜产品订单取得较大增长，但销售费用较上年同期增加；同时受客户建设项目工期的影响，膜产品发货量有所下降。稀缺跨省长输管网，神安线构筑三大盈利模式。①管输费：合资公司中联华瑞收取管输费 0.195 元/方贡献稳定收益。②门站价为基准的区域价差：公司于陕西/山西采购低价气，经神安线送至河北销售（陕西/山西/河北门站价格为 1.22/1.77/1.93 元每方），获取门站价差。③零售价差：公司通过深度分销，将低价气源直供给工业企业客户，非居民零售气价较高，预计整体单方毛差有望超过 2 元。盈利预测与投资评级：我们维持 2023-2025 年公司归母净利润 7.22/9.80/13.0 亿元，同比 97%/36%/33%，EPS 为 0.82/1.11/1.47 元，对应 PE12/9/7 倍（估值日 2023/08/25）。跨省长输管线具备产业链地位、资产稀缺性和盈利能力确定性，价值凸显，维持“买入”评级。风险提示：气源释放不及预期、下游客户需求不及预期

（证券分析师：袁理 证券分析师：任逸轩）

### 中际联合（605305）：2023 年中报点评：海外市场加速放量，Q2 净利率拐点已经出现

事件：公司发布 2023 年中报。海外市场持续放量，Q2 收入端加速增长 2023H1 公司实现营业收入 4.41 亿元，同比+22.10%，其中 Q2 为 2.66 亿元，同比+45.64%，加速增长，好于我们先前预期。分地区来看，海外市场为公司上半年收入端高增的核心驱动力。2023H1 海外业务实现收入 2.04 亿元，同比+73%，海外收入占比达到 46%，我们判断主要受益于美国市场存量技改需求放量，2023H1 中际美洲实现收入 1.47 亿元，在海外业务中收入占比达到 73%。展望 2023H2，一方面高招标量支撑下，国内风电吊装量有望在 Q3-Q4 明显增长，公司产品作为在风电项目建设中较为后置的环节，有望在下半年明显受益，国内市场有望加速放量；另一方面海外市场需求持续旺盛，叠加竞争格局较好，公司下半年收入有望加速增长。费用率压制上半年利润端表现，Q2 净利率拐点已经出现 2023H1 公司实现归母净利润 0.82 亿元，同比-6.02%，其中 Q2 归母净利润为 0.67 亿元，同比+55.20%。2023H1 销售净利率为 18.54%，同比-5.55pct，出现一定下降。1) 毛利端：2023H1 销售毛利率为 46.49%，同比+2.51pct，我们判断主要系毛

利率较高的海外业务收入占比提升所致。2) 费用端: 2023H1 期间费用率为 28.50%, 同比+9.17pct, 大幅提升, 是净利率下降的主要原因, 其中销售、管理、研发和财务费用率分别同比+4.42pct、+2.02pct、+2.99pct、-0.25pct, 我们判断主要系人员扩张力度较大。2023Q2 公司销售净利率为 25.08%, 同比+1.55pct, 环比+16.45pct, 净利率明显提升, 盈利拐点已经出现。2023Q2 公司销售毛利率和期间费用率分别为 45.15%和 20.23%, 分别同比+3.05pct 和+3.27pct。往下半年来看, 规模效应下公司费用率有望逐步下行, 净利率仍有较大提升空间。海外市场拓展&产品延伸, 公司中长期成长空间打通 公司海外业务拓展、产品横向延展将打开成长空间: 1) 海外业务高速增长, 仍有较大提升空间。海外风电高空作业设备市场规模大于国内, 公司产品已经获得海外相关认证, 绑定全球知名风电企业, 海外收入仍有较大提升空间; 2) 不断丰富完善产品线, 成长空间持续打开。公司积极开发新品, 如叶片检修平台、漂浮式风机用塔筒内升降设备等。此外, 公司积极拓展水电、立体养殖专用升降设备等新领域, 有望贡献业绩增长点。盈利预测与投资评级: 考虑到公司费用端投入力度和国内风电市场放量节奏, 我们谨慎调整 2023-2025 年归母净利润预测分别为 2.40、3.66 和 4.86 亿元(原值 2.93、4.16 和 5.42 亿元), 当前市值对应动态 PE 为 20/13/10 倍。考虑到下半年国内市场需求放量, 叠加海外市场拓展, 维持“买入”评级。风险提示: 风电行业景气下滑, 海外市场拓展不及预期等。

(证券分析师: 周尔双)

#### **雍禾医疗 (02279.HK): 2023 年半年报点评: 内部精细化运营步履不停, 全面推进毛发布局**

**投资要点** 2023H1 营收实现恢复性增长, 折旧摊销增加、人工成本增加等使得业绩暂时承压: 2023H1 公司实现营收 8.28 亿元(同比+10.65%, 下同), 实现归母净利润为-2.26 亿元(同比-1383.15%)。公司营收增速基本符合市场预期, 新店折旧增加、人工成本增加等因素使得业绩暂时承压。新开门店折旧摊销增加&产品结构变化使得毛利率暂时承压, 品牌建设关键期获客投入有所增加: 2023H1 公司毛利率为 56.5%, 同比下降 7.7pct。期间费用率同比增加 14.8pct, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比增加 8.3pct/6.0pct/0.4pct/0.05pct。受毛利率和期间费用率等因素影响, 2023H1 公司实现归母净利润为-2.26 亿元。毛利率同比下降, 主要系: (1) 公司去年和今年新开门店固定资产投资增加使得折旧摊销也有所增加; (2) 增加激光、中胚层等多元化项目以及套餐调整使得毛利率结构性有所影响; (3) 医生接诊制度后增加人工成本。销售费用率有所增加, 主要系新店和门店布局下, 品牌建设也亟待加强, 推广及营销开支有所增加。植发占比超七成, 医疗养固复购水平仍较高: 2023H1 公司植发/医疗养固业务分别实现营收为 6.4/1.7 亿元, 分别同比变化+15.8%/-8.5%, 营收占比分别为 77.4%/20.7%。从服务人数看, 2023H1 公司植发/医疗养固服务人数分别为 2.8/4.1 万人, 分别同增 34.6%/6.0%。从平均消费看, 2023H1 公司植发/医疗养固平均消费分别为 2.3/0.4 万元, 同比均有所下降, 主要系新的价格体系加大消费跨度影响平均客单水平。2023H1 公司医疗养固的复购率为 26.4%, 同比提升 0.9pct, 多维度产品的引入、更健全的积分和服务体系以及更人性化的养护方案均有利于提升医疗养固的复购率水平。盈利预测与投资评级: 公司是国内最大毛发服务提供商, 上市后加速扩张渠道。基于公司的战略调整, 我们将公司 2023-25 年归母净利润从 1.00/1.95/3.13 亿元下调为 0.02/0.66/1.30 亿元, 分别同增 101.9%/3960.9%/96.4%, 当前市值对应 2023~25 年 PE

为 1314x/32x/16x，基于竞争格局呈现改善趋势，维持“买入”评级。  
风险提示：行业竞争加剧，门店拓展不及预期等。

(证券分析师: 吴劲草 证券分析师: 张家璇)

### 广电计量 (002967): 2023 年中报点评: 业绩符合预期, 多板块盈利能力修复明显

事件: 公司披露 2023 年半年报, 业绩接近预告中枢, 符合市场预期。  
投资要点 业绩符合预期, 下半年增速有望修复 公司 2023 年上半年实现营业总收入 12.3 亿元, 同比增长 24%, 归母净利润 0.6 亿元, 同比增长 216%, 单 Q2 实现营收 6.9 亿元, 同比增长 8%, 归母净利润 0.6 亿元, 同比下滑 36%。业绩位于预告中值, 符合市场预期。分产品, 2023 上半年公司 (1) 传统板块: 计量服务/可靠性与环境试验/电磁兼容检测分别实现营收 3.3/3.0/1.4 亿元, 同比增长 26%/30%/21%, 受益汽车等下游高景气, 增速稳健。(2) 新兴板块: 集成电路测试与分析/化学分析/环境检测/食品检测/EHS 业务收入分别为 0.8/0.8/0.7/0.7/0.5 亿元, 分别同比变动 61%/15%/2%/4%/-38%。集成电路业务主要受下游需求拉动, 叠加公司布局的实验室产能逐步释放。环境、食品和 EHS 板块因受政府缩减预算影响, 业务承压, 增速放缓。下半年随土壤三普开展推进、政府采购恢复, 公司业绩增速有望修复。 业务毛利率稳中有增, 盈利能力提升明显 2023 年上半年公司销售毛利率 41.6%, 同比增长 5.2pct, 其中计量服务/可靠性与环境试验/化学分析毛利率为 48%/46%/46%, 同比提升 5/5/3pct。销售净利率 4.4%, 同比增长 2.5pct。公司上半年盈利能力提升明显, 主要系产品结构改善, 叠加精细化管理加强。公司费控能力维持稳定, 期间费用率基本持平: 2023 年上半年期间费用率为 37.4%, 同比下降 0.1pct, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 16.9%/7.7%/12.0%/0.8%, 同比分别变动 0.5/0.2/-0.7/-0.2pct。展望未来, 随公司实验室产能释放, 部分业务扭亏为盈, 公司利润中枢有望持续上移。 业务布局多点开花, 业绩增长有望受益产能释放 公司深耕计量检测行业, 业务布局多点开花, “一站式”检测服务优势明显。我们预测公司经营业绩短期承压, 业绩弹性有望释放: (1) 公司实验室产能未来将陆续落地。公司新建华东、广东基地, 年内由于投资现金流可能承压, 中长期看, 规模效应释放将支撑公司业务增长, 盈利能力持续提高。(2) 下游行业需求持续, 公司优势板块受益军工、新能源车两大行业, 同时环境业务有望随第三次土壤普查订单放量增速提高。(3) 子公司经营情况预计改善, 随着江西福康等与公司原有业务的协同性提升, 业绩有望增长加快。 盈利预测与投资评级: 出于谨慎性考虑, 我们调整公司 2023-2025 年归母净利润预测至 2.9 (原值 3.2)/4.2 (原值 4.7)/5.4 (原值 6.3) 亿元, 当前市值对应 PE 为 42/29/23 倍, 维持“增持”评级。 风险提示: 下游需求不及预期; 行业竞争加剧; 产能释放不及预期等

(证券分析师: 周尔双 证券分析师: 罗悦 研究助理: 韦译捷)

### 先导智能 (300450): 2023 年半年报点评: 盈利能力提升, 平台化布局持续推进

投资要点 业绩持续高增, 光伏设备增长明显: 2023 上半年公司营收 70.9 亿元, 同比+30%, 其中锂电设备收入 53.6 亿元, 同比+41%, 占比 76%, 智能物流系统 9.2 亿元, 同比-4%, 占比 13%, 光伏自动化生产配套设备 2.8 亿元, 同比+212%, 占比 4%, 3C 智能设备收入为 1.6 亿元, 同比-58%, 占比 2%; 归母净利润 12 亿元, 同比+48%; 扣非归母净利润为 11.7 亿元, 同比+47%。Q2 单季营收 38.1 亿元, 同比

+51%；归母净利润 6.4 亿元，同比+37%；扣非归母净利润为 6.2 亿元，同比+36%。规模效应下盈利能力持续提升：2023 上半年公司毛利率为 40%，同比+6pct，其中锂电设备毛利率为 43.5%，同比+6.4pct，智能物流系统为 27.4%，同比+9.8pct；归母净利率为 17%，同比+2pct；期间费用率为 20.5%，同比+3pct，其中销售费用率为 2%，同比-0.5pct，管理费用率（含研发）为 18.3%，同比+2.7pct，财务费用率为 0.2%，同比+0.8pct。Q2 单季毛利率为 38.9%，同比+0.7pct，环比-2.5pct，归母净利率为 17.5%，同比-0.9pct，环比+0.8pct。合同负债&存货高增，订单充沛保障业绩：截至 2023Q2 末公司合同负债为 106.1 亿元，同比+42%，存货为 137.5 亿元，同比+27%，表明公司订单充足保障短期业绩；2023 上半年公司经营活动净现金流为-15.0 亿元，主要系人员扩张支付薪酬、前期生产备货支出所致。锂电设备受益储能电池扩产，光伏业务持续突破：（1）锂电设备：形成了完备的储能电池装备整线解决方案，可以提供从电芯制造、电池组装、电池测试到模组 PACK 等锂电池整线设备，并配备先导自主研发的 LEADACE 生产执行系统、智能物流和仓储系统，可进一步提高生产效率。（2）光伏设备：先导发布 2.0 TOPCon 智能化整线解决方案，配备自研 CT 达 0.75s 的丝印设备技术和高效智能激光 SE 技术，产能效率更高，运维成本更低；推出 OBB 无主栅串焊技术，银浆成本降低 20%，可满足 100um 电池薄片化需求，产能达 7200pcs/h；同时推出焊带互联式 XBC 组件智造解决方案，整线覆盖取料至焊接，产能达 6800pcs/h。盈利预测与投资评级：随着锂电业务持续受益于国内外扩产，光伏等业务平台化布局，我们维持公司 2023-2025 年归母净利润为 38/50/60 亿元，对应当前股价 PE 为 12/9/7 倍，维持“买入”评级。风险提示：新能源车销量低于预期，下游动力电池厂扩产低于预期。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：刘晓旭  
研究助理：李文意）

### 双良节能（600481）：2023 年半年报点评：Q2 硅片减值拖累业绩，静待硅片价格企稳&装备业务放量

投资要点 受硅片跌价损失影响，Q2 业绩承压：2023 上半年公司营收 121.3 亿元，同比+182%，其中溴冷机&换热器收入 7.8 亿元，占比 6%，空冷器收入 7.2 亿元，同比+65%，占比 6%，新能源装备收入 16.4 亿元，同比+65%，占比 14%，硅片业务收入 86.3 亿元，同比+317%，占比 71%，归母净利润为 6.2 亿元，同比+75%，扣非归母净利润为 5.5 亿元，同比+62%。Q2 单季营收 66.7 亿元，同比+160%，环比+22%，归母净利润为 1.2 亿元，同比-50%，环比-77%，扣非归母净利润为 1.6 亿元，同比-35%，环比-61%。Q2 业绩承压主要系硅片价格下跌、计提跌价损失微亏，我们预计剔除跌价损失后单瓦盈利约 5-6 分，随着后续硅片价格企稳、N 型占比提升，单瓦盈利有望逐步改善。盈利能力有所下滑，静待硅片价格企稳：2023 上半年公司毛利率为 13.8%，同比-7pct，净利率为 5.7%，同比-3pct，期间费用率为 5.3%，同比-4pct，其中销售费用率为 1.1%，同比-1pct，管理费用率（含研发）为 3.3%，同比-2pct，财务费用率为 1%，同比-0.4pct；Q2 单季毛利率为 13%，同比-8.4pct，环比-1.7pct，净利率为 2.3%，同比-7.4pct，环比-7.6pct。设备：空冷塔&还原炉&换热器订单可期，电解槽设备积极布局中：

（1）空冷塔：订单有望伴随火电重启迎来高增，目前火电整体规划有三个 80GW 体量；（2）还原炉：双良市占率达 65%以上，持续受益于下游硅料厂新增扩产，同时硅料价格下降到 80 元/KG 有望带来先进产能的替换需求；（3）换热器：双良配套数据中心的沉浸式液冷换

热模块与冷却塔，连续三年斩获市场订单；（4）电解槽设备：双良已规划 300 台设备产能，公司在 2022 年 3 月份开始建设成套系统测试中心，自制电解槽的催化剂、隔膜等。材料：硅片&组件爬产顺利，有望贡献较大业绩增量：（1）硅片：公司硅片产能持续爬坡，目前 40GW 已建设完毕并满产运行，将在 2025 年前完成 90GW 产能布局，我们预计 2023 年全年硅片出货 30-35GW，单瓦净利有望达 5 分，贡献较大业绩增量。（2）组件：目前一期 5GW 已建设完成，将在 2025 年前完成 20GW 产能布局，我们预计 2023 全年组件出货 3.5GW 左右。盈利预测与投资评级：考虑到硅片价格波动等因素，我们维持公司 2023-2025 年归母净利润为 22.2/30.8/37.9 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 8/6/5 倍，维持“增持”评级。风险提示：下游扩产不及预期，新品拓展不及预期。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：刘晓旭  
研究助理：李文意）

### 阳光保险（06963.HK）：2023 年中报点评：利润增速优于同业，业务结构改善向头部梯队靠拢

投资要点 事件：公司披露 2023 年中报：实现新准则下保险服务收入 301.6 亿元，同比增长 7.3%；归母净利润 29.0 亿元，同比增长 9.0%；年化 ROE 达 8.9%，同比下降 1.6 个 pct。期末内含价值为 1,049.8 亿元，较上年末增长 3.7%。业绩和价值表现表现超出预期，利润增速优于同业。新准则专项分析。公司于年初同步实施 IFRS9 与 IFRS17 号准则，新准则切换日净资产由上年末的 607.41 亿元小幅提升至本年年初的 645.49 亿元。1H23 新准则下寿险和财险分部净利润同比增速分别为 5.2%和-21.7%。新准则下集团保险服务毛利率（1-保险服务费用/保险服务收入）同比下降 0.1 个 pct.至 11.0%，保险服务收入贡献比由上年同期的 76.0%提升至 77.4%，财务承保净损益率（财务承保净损益/保险服务收入）由上年同期的 21.8%优化至 17.5%，报表结构优化得益于寿险银保结构优化以及财险承保利润改善。寿险 NBV 高基数下持续增长。1H23 阳光人寿新单期缴保费收入 139.5 亿元，同比增长 53.4%，系个险期缴同比增长 67.7%所致；趸交保费收入同比减少 53.1%，系银保趸交逆势同比大幅下滑 54.1%所致。1H23 新单期缴保费占比上年同期 38.9%提升至 64.7%，续期保费占比由上年同期的 44.4%提升至 53.0%，得益于近年来持续加大个险渠道转型，个险人均产能 2.6 万元，同比增长 63.0%，达到 MDRT 标准的人数同比增长近两倍。1H23 公司实现 NBV 达 26.8 亿元，同比增长 37.1%，从量价归因来看新单同比下降 7.90%，但价值率由上年同期 8.4%提升至 12.4%；从渠道归因来看个险和银保同比增速分别为 17.0%和 49.1%，银保价值贡献提升得益于压缩趸交业务的同时期缴业务同比增长 51.60%至 70.17 亿元，绝对规模已跻身行业第一梯队。阳光财险实现管理层提前承保盈利指引实属不易。1H23 阳光财险实现原保费收入 219.3 亿元，同比增长 5.1%，车险和非车增速分别为 3.0%和 8.4%，价值业务和战略板块实现较快增长，其中家用车保费增速 9.5%，新能源车保费增速 80.3%，农险保费增速 42.9%，政策性健康险保费增速 74.6%，公司主动压缩保证保险业务，同比下降 45.1%。1H23 公司承保综合成本率 98.2%，同比下降 0.7 个 pct.，得益于强化业务管理和风险筛选。1H23 财险净利润同比下降 21.7%，主要系费用增速高于收入增速，因非车保费规模上涨较快对应费用支出增加，同时赔付支出随疫情放开增长所致。投资业绩保持稳健。1H23 公司实现净/总投资收益同比增速分别为-6.3%和 1.3%；年化净/总、综合投资收益率 3.4%/3.5%/4.9%，同比-0.8/-0.6/+2.2 个 pct.。1H23 投资偏差对 EV 负向贡献仅为-0.3%，

优于同业平均水平。 盈利预测与投资评级：利润增速优于同业，业务结构改善向头部梯队靠拢。根据中报披露调整盈利预测，我们预计2023-25年归母净利润为61、81和91亿元（原预测为68、80和90亿元），维持“买入”评级。 风险提示：权益市场持续下行，银保渠道护城河不稳定

（证券分析师：胡翔 证券分析师：葛玉翔 证券分析师：朱洁羽）

### 中微公司（688012）：2023年中报点评：大额投资收益增厚利润空间，先进工艺产业化快速突破

事件：公司发布2023年半年度报告。刻蚀设备持续放量，2023H1收入端实现稳健增长。2023H1公司实现营业收入25.27亿元，同比+28%，其中Q2营收为13.03亿元，同比+27%，延续稳健增长趋势。

1) 刻蚀设备：2023H1实现收入17.22亿元，同比+33%。公司刻蚀设备在国内外市场占有率不断提高，CCP设备在国际最先进的5nm芯片生产线及下一代更先进的生产线刻蚀设备实现了多次批量销售，同时ICP设备迅速扩大市场并不断收到领先客户的批量订单。

2) MOCVD：2023H1实现收入2.99亿元，同比+24%。公司MOCVD产品在新一代Mini-LED产线上继续保持绝对领先的地位。2022年公司新签订单约63.2亿元，同比+53%。截至2023H1末，公司合同负债和存货分别达到18.05和38.05亿元，分别较2022年底-18%和+12%，我们判断2023H1末公司在手订单依旧较为充足。随着订单陆续交付，公司2023H2收入有望延续高增长。

大额非经常性损益增厚利润空间，2023H1销售净利率同比+16pct。2023H1公司实现归母净利润10.03亿元，同比+114%，落于业绩预告中位区间（9.8~10.3亿元）；其中Q2归母净利润为7.28亿元，同比+108%。2023H1公司实现扣非归母净利润5.19亿元，同比+18%，落于业绩预告中位区间（5.0~5.4亿元）；其中Q2扣非归母净利润为2.91亿元，同比+14%。2023H1销售净利率和扣非销售净利率分别为39.67%和20.54%，分别同比+16.01pct和-1.81pct。

1) 毛利端：2023H1销售毛利率为45.89%，同比+0.53pct，略有增长，其中刻蚀设备、MOCVD设备毛利率分别达到46.16%和37.90%。

2) 费用端：2023H1期间费用率为21.81%，同比-2.03pct，其中销售、管理、财务和研发费用率分别同比-1.03、-4.24、+2.98和-3.83pct。

3) 2023H1非经常性损益为收益4.84亿元，同比增加约4.57亿元，明显增厚公司上半年净利润，变动主要系出售处置部分持有的拓荆科技股权产生税后净收益4.06亿元。积极持续推进新品研发，先进工艺能力快速突破。公司在巩固现有产品竞争优势的同时，积极推进新产品研发，打开市场空间。

①CCP设备：在逻辑领域，已对28nm以上的绝大部分CCP刻蚀应用和28nm及以下的大部分CCP刻蚀应用形成较为全面的覆盖。在存储领域，超高深宽比刻蚀机已在客户端验证出 $\geq 60:1$ 深宽比结构的能力。

②ICP设备：Primo nanova® ICP刻蚀产品已在超过20家客户生产线上进行100多个ICP刻蚀工艺的验证，工艺覆盖3D NAND、DRAM和逻辑芯片，并持续获得国际先进3D NAND客户批量订单。

③MOCVD设备：积极布局第三代半导体设备，开发GaN功率器件量产应用的MOCVD设备，已在国内外领先客户产线进行验证并获得重复订单。

④薄膜沉积设备：公司首台CVD钨设备2022底付运关键存储客户端验证评估，目前验证进展顺利；公司开发的应用于先进存储和逻辑器件的ALD氮化钛设备也取得重大进展，预期在2023H2发往客户端进行量产验证。此外，公司EPI设备也进入工艺调试和客户验证阶段。

⑤量测设备：公司参股睿励科学，布局前道量/检测设备，持续提升持股比例。

在产能方面，2021年公司连续启动南昌、临港产业基地、临港研发暨总部等建设项目，随着产能加速释放，为公司中长期增长奠定基础。盈利预测与投资评级：考虑到公司存在大额投资净收益，我们调整2023-2025年归母净利润预测分别为18.85、19.94和25.54亿元（原值15.24、19.31和24.64亿元），当前市值对应动态PE分别为43、40、32倍。基于公司的高成长性，维持“买入”评级。风险提示：晶圆厂扩产节奏不及预期，新品研发&产业化不及预期等。

（证券分析师：周尔双）

#### 燕东微（688172）：2023年中报点评：业绩符合预期，23Q2盈利能力环比改善

事件：公司发布2023年中报 23H1业绩符合预期，23Q2盈利能力环比改善。23H1，公司实现营收10.8亿元，YoY-6%，归母净利润2.7亿元，YoY-13%，主要系部分消费类产品销售价格下滑拖累业绩；23Q2，公司实现营收5.7亿元，YoY-2%，QoQ+11%，归母净利润1.8亿元，YoY+15%，QoQ+100%，23Q2毛利率38.4%，环比+5pct，净利率30.7%，环比+15pct，23Q2盈利能力环比改善，主要受益于公司全面开展精益化管理，提升运营和管理效率，有望在市场环境变化、募投产线建设时期，一定程度平滑业绩的周期波动。特种业务：IDM模式契合自主可控需求，老客户、新品类增长可期。23H1公司特种业务稳健增长，带动产品与方案业务实现营收6.8亿元，同增16%。公司已在特种领域深耕三十余年，客户长期稳定，主营产品包括光电及分立器件、数字集成电路、模拟集成电路和混合集成电路。特种市场对自主可控需求强烈，公司有望凭借特种IDM能力，深度受益特种电子国产化趋势，实现特种IC业务稳健增长。晶圆代工业务：国产设备代工试验线，12英寸产线建设稳步推进。公司晶圆代工产线大规模应用国产集成电路装备，自主可控能力突出，23H1由于受到消费电子市场产品价格下滑的影响，公司制造与服务业务实现营收3.7亿元，同减33%。公司现有6英寸、8英寸晶圆生产线，正在建设中的12英寸晶圆生产线已于23年4月通线，首款功率器件良率达到预期。晶圆代工产线现已成功开发功率器件、BCD、MEMS工艺技术，产品端，1200V IGBT、FRD产品实现量产并通过新能源汽车客户认证，硅光工艺平台已有一款光通信产品进入样品试制阶段，同时有多款6英寸SiC SBD产品处于小批量交付中。盈利预测与投资评级：公司特种集成电路及器件业务稳健增长，12英寸晶圆产线建设稳步推进，基于此，我们维持公司的盈利预测，23-25年归母净利润为3.6/4.5/5.5亿元，当前市值对应PE分别为83/68/55倍，维持“买入”评级。风险提示：特种业务增长不及预期；新建12英寸产线投产不及预期；市场竞争加剧。

（证券分析师：马天翼 研究助理：李璐彤）

#### 英恒科技（01760.HK）：2023H1业绩点评：云服务下滑叠加研发费率提升，等待盈利能力企稳

投资要点 23H1 营收同比+27%，归母净利润同比+1%，营收利润低于预期。公司2023H1实现营收26.3亿元，同比上涨27%；归母净利润1.5亿元，同比上涨1%。毛利率为20.6%，同比下降1pct。新能源、车身系统业务增速放缓，安全、动力业务略超预期。按照公司业务拆分看，23H1，公司新能源业务营收12.5亿元，同比+58.1%；车身系统业务营收4.2亿元，同比-3.2%，低于我们预期。安全系统业务营收3.9亿元，同比+43.1%；动力系统业务营收2.2亿元，同比+41.0%，均略好于我们预期。车身安全系统下滑，主要由于客户22H2开始积累大量库存，反映到23H1需求转弱。长期看，传统汽车客户对于安全、动力需求较为刚性，有望维持增长。新能源动力系统，未来也可

能从汽车延伸到机器人领域。智驾网联业务高增长，营收比例提升。公司 23H1 智驾网联业务营收 2.0 亿元，同比+117.7%。地平线以及其他伙伴的 ADAS 相关解决方案，从 23H1 开始，不断有车型进入 SOP，下半年经历爬坡阶段，2024 年会开始有交付。后续智能化、国产化发展空间远大，营收占比有望持续提升。传统云服务需求疲弱。公司 23H1 云服务器营收 0.87 亿元，同比-71.1%，较大幅度低于预期。2023 年以来，ChatGPT 为代表的新应用出现，推升投资者对于数据中心的关注，AI 相关云服务器需求大幅增长。但在资本开支总量一定的情况下，传统云服务需求被挤占，叠加疫情期间，云服务器有所备货，还处于库存去化阶段，公司相关收入出现下滑。研发费用率提升侵占利润，毛利率小幅下滑。公司重视研发投入，23H1 购买测试和验证设备，进行人员扩张，造成研发费用增速快于营收增速，研发费率被动提升。在整体净利率不高的情况下侵蚀利润，导致归母净利润不及预期。仅考虑毛利率，公司下滑 1pct，主要是受到车企压价，我们预期 23H2 仍将有一定压力，需要观察需求侧回暖迹象。盈利预测与投资评级：由于需求疲弱及费用攀升，我们下调公司 2023-2025 年归母净利润分别为 4.1 亿元（-1.3 亿元），5.2 亿元（-1.6 亿元），6.1 亿元（-1.9 亿元），同比分别-2%、+28%、+18%，对应现价（8 月 25 日收盘）PE 分别为 7.7 倍、6.1 倍、5.1 倍，考虑到公司客户资源丰富，在手订单饱满，维持“买入”评级。风险提示：汽车下游竞争加剧风险，整车厂商业模式变化风险，港股流动性风险

（证券分析师：张良卫 证券分析师：卞学清）

#### 中控技术（688777）：2023 年中报点评：龙头地位依旧，引领工业信创和出海

事件：2023 年 8 月 23 日，中控技术发布 2023 年中报。2023 年 H1，公司实现营收 36.41 亿元，同比增长 36.54%；归母净利润 5.11 亿元，同比增长 62.88%；扣非归母净利润 4.24 亿元，同比增长 77.71%。业绩符合市场预期。投资要点 毛利率短期承压影响业绩增长，运营能力持续提升：扣除汇兑损益影响，2023 年 H1，公司归母净利润和扣非归母净利润同比基本持平，主要系公司来自大客户收入占比增加，毛利率有所下降所致。随着下半年公司高毛利订单逐步确收，全年维度公司毛利率有望回升。运营管理方面，公司于 2023 年 H1 继续推进 LTC、IPD 等流程变革项目，销售费用率和管理费用率分别同比下降 1.16pct/ 1.19pct。分业务来看，2023 年 H1 公司工业软件及含有工业软件的解决方案业务营收 11.08 亿元，同比增长 37%；仪器仪表业务营收 2.05 亿元，同比增长 76%。新行业拓展保障增长动能，海外市场高速增长：分行业来看，传统优势行业受下游景气度影响，订单确收有所延迟，但仍能保持稳定增长，石化/化工行业收入增速分别为 31%/30%。新行业拓展迅速，2023 年 H1 公司在电池/冶金行业收入增速分别为 484%/155%；海外业务方面，2023 年 H1 公司实现新签订海外合同 3.04 亿元，同比增加 109.6%。公司产品获得国际巨头认可，成功中标 IMI 数字化项目、阿美学院建设项目 4S 方案及科威特石油公司仪器仪表采购项目。产品力不断增强，是工业信创和出海先锋：自研+并购提升产品力，2023 年上半年公司自研推出全新 SaaS 产品 PID 整定通、移动设备健康监测软件 InPlant MP3000 等多款重量级新产品。此外，公司于 2023 年 6 月 100%收购荷兰 Hobré 公司，填补国内高端分析仪市场空缺，完善公司在高端仪器仪表领域布局。根据 2022 年数据，公司是国内少数工业软件产品市占率超过海外巨头的国产工业软件公司，未来将成为工业信创和出海的领军者。盈利预测与投资评级：中控技术是国内流程工业数字化巨头，产品性能接近海

外，是中国工业信创和出海的先锋。我们认为，随着下游景气度回暖，叠加国产化和“一带一路”建设加快，公司业绩有望保持高速增长。基于此，我们维持公司 2023-2025 年归母净利润为 10.77/14.15/18.49 亿元，维持“买入”评级。风险提示：下游行业实际资本开支投入不及预期；政策推进不及预期；产品研发进度不及预期。

(证券分析师：曾朵红 证券分析师：王紫敬  
证券分析师：周尔双 研究助理：王世杰)

### 长春高新(000661): 2023 年中报点评: 生长激素销售好于预期, “新药+营养”产品群快速拓展

**投资要点** 业绩分析: 1H23, 公司实现收入 61.7 亿元(+5.8%, 同增, 下同), 归母净利润 21.6 亿元(+1.9%)。子公司: 金赛药业收入 51.4 亿元(+3.6%), 归母净利润 22.0 亿元(+0.3%)。百克生物收入 5.6 亿元(+27%), 归母净利润 1.1 亿元(+51%)。华康药业收入 3.5 亿元, 归母净利润 0.2 亿元。高新地产收入 1.0 亿元, 归母净利润 0.1 亿元。 2Q23, 收入 33.9 亿元(+18.7%), 归母净利润 13.0 亿元(+32.8%), 扣非归母净利润 13.1 亿元(34.2%)。销售费用率 27.3% (-1.3 pct), 管理费用率 5.1%(-1.1 pct), 研发费用率 10.9%(-2.0 pct), 毛利率 89.4% (+0.0 pct), 净利率 39.8% (+4.5 pct)。子公司: 金赛药业收入 27.9 亿元(+20.4%), 归母净利润 13.0 亿元(+32.0%)。百克生物收入 3.8 亿元(+25.4%), 归母净利润 0.9 亿元(+65.3%)。 研发进展: 聚乙二醇重组人生长激素(小于胎龄儿适应症, 2 期)、醋酸曲普瑞林微球(性早熟, Pre-NDA)、金妥昔单抗(胃癌, 3 期; 非小细胞肺癌, 2b 期)、金纳单抗(幼年特发性关节炎, 2 期; 急性痛风性关节炎, 3 期)、重组人促卵泡激素-CTP 融合蛋白(辅助生殖, 3 期)、EG017 片(选择性雄激素受体调节剂, 尿失禁, 2b 期)、EG017 软膏(干眼症, 2 期)、亮丙瑞林注射乳剂(前列腺癌, 3 期; 性早熟, 3 期)、银花泌炎灵片(前列腺炎, 3 期) 投资建议: 由于受到医疗反腐影响, 我们将 2023-2025 年归母净利润由 49.3/59.1/69.8 亿元, 下调为 47.6/54.9/63.3 亿元, 对应同比增速为 15/15/15%, 当前市值对应 PE 分别为 12/10/9 倍, 由于就诊、消费逐渐恢复, 新患入组有望加速, 维持“买入”评级。 风险提示: 医疗反腐、联盟集采、竞争加剧

(证券分析师: 朱国广)

### 信立泰(002294): 2023 年中报点评: 业绩基本符合预期, 国内+国际创新加速推进

**投资要点** 业绩分析: 1H23, 公司实现收入 16.8 亿元(+1.0%, 同比, 下同), 其中: 制剂收入 13.6 亿元(-6.8%), 原料药 2.0 亿元(+51.4%), 器械 0.9 亿元(+83.1%), 其他 0.3 亿元(+22.8%)。归母净利润 3.4 亿元(-3.0%), 扣非归母净利润 3.03 亿元(+6.9%)。研发投入 4.98 亿元(+17.1%), 占营收比 29.56%, 研发费用 1.6 亿元。2Q23, 收入 8.0 亿元(+8.7%), 归母净利润 1.3 亿元(+14.4%), 扣非归母净利润 1.1 亿元(11.2%), 销售费用率 30.0%(-5.4 pct), 研发费用率 10.9%(-9.6 pct), 管理费用率 8.5%(-0.3 pct), 毛利率 66.7%(-8.1 pct), 净利率 16.0%(+0.9 pct)。 研发方面: 截止 2023 年中报, 恩那度司他片(恩那罗®)获批上市; 三个新产品处于上市申请阶段: ARB/CCB 类复方制剂 SAL0107、苯甲酸复格列汀片均已完成药学及临床现场检查, S086(高血压适应症)NDA 获 CDE 受理。S086 片 240mg、480mg 组治疗 12 周后平均诊室坐位收缩压的降幅均值分别为 25.07、28.22mmHg, 较阳性对照药奥美沙坦酯 20mg 组降幅均值高了 1.90、5.04mmHg, 提示 S086 片降压疗效显著, 且呈剂量依赖性。3 个产品处于 3 期临床: S086(慢性心衰)、SAL0108、SAL056。2 个产品处于

临床 2 期: SAL0133、SAL003。 国际化方面: 公司自主创新研发的口服小分子免疫抑制剂 SAL0119 实现中美双报, 标志着公司国内小分子研发产品向国际化迈进。SAL0119 拟开发适应症包括类风湿关节炎、强直性脊柱炎、银屑病关节炎, 目前正在国内开展 I 期临床试验。公司第一个中美双报的创新生物药 JK07(SAL007)准备在美国提交在 HFrEF 和 HFpEF 患者中评估 JK07 重复给药的 II 期临床试验申请。JK08(重组人 IL15-IL15R $\alpha$ -抗 CTLA-4 抗体融合蛋白)正在欧洲开展 I/II 期临床试验, 并进行第六组患者的入组。 盈利预测与投资评级: 由于受到氯吡格雷续约降价和反腐影响, 我们将 2023-25 年归母净利润由 7.5/9.1/11.1 亿元, 下调至 6.8/7.9/9.6 亿元, 对应增速为 6/16/22%, 当前市值对应 PE 分别为 45/39/32。由于: 1) S086、恩那司他商业潜力大; 2) 阿利沙坦持续放量, 公司团队和商业化能力已被证明; 3) 慢病领域用药人群巨大, 市场星辰大海。维持“买入”评级。风险提示: 创新药放量不及预期、集采续约降价、新冠疫情反复

(证券分析师: 朱国广)

### 舜宇光学科技 (02382.HK): 2023 年中报点评: 盈利能力恶化, 等待新下游增长

投资要点 2023H1 营收同比-15.9%, 归母净利润同比-67.8%, 业绩继续下滑, 低于市场预期。公司 2023H1 实现营收 142.79 亿元, 同比下滑 15.9%; 归母净利润 4.37 亿元, 同比下滑 67.8%。 手机业务: 盈利继续拖累, 下调全年指引。2023H1, 手机相关产品营收 96.9 亿元 (占比总营收 67.9%), 同比下滑 24%, 主要系 23H1 智能手机市场继续低迷, 期待的国内复苏并未出现。存量竞争下, 整体趋势降级, 公司盈利持续恶化, 毛利率、ASP 出现下滑。公司调整全年出货量指引为: 手机镜头同比-10%(原先+5%)、手机模组持平或微增(原先+5%)。我们认为手机模组端盈利能力的恶化可能是中期趋势, 仍然需要观察。 车载业务: 模组下调指引, 整体仍为增长亮点。2023H1, 公司汽车相关产品营收 24.7 亿元 (营收占比 17.3%), 同比增长 44%, 营收结构占比增长显著。其中: 1) 车载镜头 23H1 出货 47.1 百万颗, 同比增长 25%; 2) 车载模组下调全年营收指引为 16 亿元 (原先 20 亿元); 3) 激光雷达、HUD、智能大灯等业务发展保持良好势头。我们认为: 1) 汽车仍然是公司增长最重要发力点; 2) 公司布局的方向不受技术路线不确定性扰动, 远期车载模组、激光雷达、智能大灯、HUD 等产品空间较大。 资本开支收缩, 毛利率或将出现拐点。公司下调全年资本开支为 25 亿元 (年初为 35 亿元), 以应对行业寒冬。下半年随着手机触底、大客户产能利用率回升, 毛利率有望出现拐点。 行业逆风, 等待下一轮需求红利。公司在潜在的创新点上投入了大量研发, 包括智能手机的潜望式镜头、车载模组的 A-PHY、手机镜头/马达/模组一体化技术、机器视觉中的 see through 模组等, 卡位潜在的需求增量点。未来随着 ChatGPT、人形机器人等应用远期兴起, 公司作为核心传感器提供商将享受下一轮红利。我们认为长期变量是公司在泛光学领域的创新能力, 其拓展市场空间、寻求份额的能力不容低估。 中长期维度, 仍然期待光学领域下一个应用的爆发。 盈利预测与投资评级: 考虑需求因素, 下调 2023-25 年归母净利润分别为 10.2 亿元 (-20.7 亿元)、17.6 亿元 (-24.1 亿元)、22.8 亿元 (-32.9 亿元), 同比分别-58%、+73%、+30%, 对应现价 (8 月 25 日收盘) PE 分别为 62 倍、36 倍、27 倍, 考虑到 24 年盈利潜在的高增长及长周期看业绩超预期的可能, 维持“买入”评级。 风险提示: 光学升级放缓风险, 消费复苏不及预期风险, 车载业务、VRAR 业务发展慢于预期风险

(证券分析师: 张良卫 证券分析师: 卞学清)

### 绿城服务 (02869.HK): 2023 年中报点评: 业绩略超市场预期, 核心业务稳健增长

**投资要点** 事件: 公司发布 2023 年中期业绩报告。2023 年上半年公司实现营收 82.0 亿元, 同比增长 20.1%; 归母净利润 4.2 亿元, 同比增长 21.8%, 业绩好于市场预期。业绩增速略超市场预期, 现金流大幅好转。2023 年上半年公司营收同比增长 20.1%。核心业务收入稳健增长, 物业服务业务及园区服务业务的收入占比分别提升 0.2pct 和 1.0pct, 业务结构持续优化。2023H1 公司归母净利润同比增长 21.8%, 增速略高于同期营收增速, 主要由于公司加强管控效率, 管理费率同比下降 0.6pct 至 8.2%。此外, 公司现金流获得大幅改善, 经营活动净现金流为 -1.4 亿元, 较去年同期的 -5.2 亿元大幅好转。物业服务业务稳健增长, 非住业态拓展提速。2023 年上半年, 公司物业服务业务实现营收 52.5 亿元, 同比增长 20.4%, 毛利率 13.8% 与去年同期持平。公司总在管面积 4.1 亿平, 较去年同比增长 18.7%, 储备面积 3.8 亿平, 较去年同比增长 3.7%, 其中绿城系项目占比仅 9%, 市场化能力行业领先。公司在拓展中重点布局非住业态, 2023H1 实现的 15.2 亿元的饱和收入中, 非住业态的占比已达 46%, 较去年同期提升 4.7pct。目前公司非住在管项目达 875 个, 在管面积约 8100 万平, 储备面积约 1.2 亿平, 实现了各种业态的全面覆盖。园区服务业务模式清晰, 五大板块均好发展。2023 年上半年, 公司园区服务业务实现营收 16.6 亿元, 同比增长 26.5%, 毛利率 24.3%, 同比提升 1.1pct。业务模式已进入正向循环, 五大子板块收入均录得正增长, 其中公司深耕多年的居家生活服务和文化教育服务分别获得 122.6% 和 32.4% 的同比增速, 开始进入收获期, 差异化竞争优势逐渐形成。盈利预测: 绿城服务作为龙头物业公司, 规模增长稳健, 品质口碑多年领跑行业, 外拓优势显著。我们维持其 2023-2025 年归母净利润 6.9/8.3/9.6 亿元的预测, 对应的 EPS 为 0.21/0.26/0.30 元, 对应的 PE 为 17.1X/14.1X/12.2X, 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。

(证券分析师: 房诚琦 证券分析师: 白学松  
证券分析师: 肖畅)

### 银轮股份 (002126): 2023 年中报点评: 2023Q2 业绩符合预期, 毛利率环比持续改善

**投资要点** 事件: 公司发布 2023 半年度报告, 2023 上半年公司实现营业收入 52.62 亿元, 同比增长 36.09%; 实现归母净利润 2.85 亿元, 同比增长 117.10%。其中, Q2 单季公司实现营业收入 27.07 亿元, 同比增长 49.41%, 环比增长 5.95%; 实现归母净利润 1.59 亿元, 同比增长 158.80%, 环比增长 24.87%。公司 Q2 业绩整体符合我们的预期。2023Q2 营收环比持续增长, 毛利率环比持续改善。收入端, Q2 公司单季营收 27.07 亿元, 同比增长 49.41%, 环比增长 5.95%。从公司主要下游来看, 国内重卡行业 Q2 实现批发销量 24.70 万辆, 环比微增 2.36%; 国内狭义新能源乘用车 Q2 实现批发销量 204.22 万辆, 环比增长 36.05%, 下游行业持续景气推动公司营收实现环比增长。盈利能力方面, 公司 Q2 综合毛利率为 20.91%, 同比提升 1.06 个百分点, 环比提升 0.73 个百分点。期间费用率方面, Q2 期间费用率为 12.33%, 环比下降 1.13 个百分点, 主要系财务费用率环比下降 1.29 个百分点 (预计主要系汇兑收益贡献), 销售、管理、研发费用率环比保持相对稳定。净利润端, 公司 Q2 归母净利润为 1.59 亿元, 同比增长 158.80%, 环比增长 24.87%, 对应的归母净利率为 5.86%, 环比提升 0.89 个百分点。“技术+产品+布局+客户”四大核心优势, 助力公司新能源热管

理业务快速发展。研发上，公司不断加大力度，集中优势资源打造全球化的研发体系，聚焦于新能源汽车热管理方向。产品上，公司在新能源热管理领域拥有“1+4+N”的全面产品布局，且持续发力工业及民用市场，实现第三曲线的提前布局。布局上，公司秉承着国际化的发展战略，在海外各市场持续推动生产及技术服务平台，更好地为全球客户进行属地化的服务。客户上，公司新能源热管理业务覆盖了国际知名电动车企业、CATL、吉利和蔚小理等优质客户，充分享受客户发展红利。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 6.03 亿、8.33 亿、10.35 亿的预测，对应的 EPS 分别为 0.75 元、1.04 元、1.29 元，2023-2025 年市盈率分别为 22.97 倍、16.63 倍、13.38 倍，维持“买入”评级。风险提示：新能源乘用车销量不及预期；原材料价格波动影响盈利。

(证券分析师：黄细里 证券分析师：刘力宇)

### 星宇股份 (601799)：2023 年中报点评：2023Q2 业绩环比改善明显，看好公司长期成长

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业收入 44.25 亿元，同比增长 18.98%；实现归母净利润 4.67 亿元，同比增长 2.00%。其中，Q2 单季公司实现营业收入 25.02 亿元，同比增长 57.73%，环比增长 30.14%；实现归母净利润 2.63 亿元，同比增长 39.96%，环比增长 29.18%。公司 Q2 业绩略微超出我们的预期。Q2 下游行业销量回暖，公司业绩环比增长。营收端，公司 Q2 营收 25.02 亿元，环比增长 30.14%。主要客户方面，一汽大众 Q2 实现批发 46.43 万辆，环比增长 21.39%；奇瑞汽车 Q2 实现批发 38.71 万辆，环比增长 25.89%；一汽红旗 Q2 实现批发 8.02 万辆，环比增长 31.26%；一汽丰田 Q2 实现批发 20.58 万辆，环比增长 34.33%；东风日产 Q2 实现批发 17.44 万辆，环比微降 0.34%。此外，公司多个新能源增量项目也在 Q2 实现批量，为公司业绩贡献了增量。盈利能力方面，公司 Q2 综合毛利率为 21.90%，同比下降 2.18 个百分点，环比提升 0.36 个百分点，环比基本保持稳定。费用率方面，Q2 期间费用率 8.91%，同比下降 3.10 个百分点，环比下降 1.75 个百分点，Q2 期间费用率环比下降主要系管理/研发/财务费用率分别环比下降 0.90/0.64/0.41 个百分点。净利端，公司 Q2 单季归母净利润 2.63 亿元，同比增长 39.96%，环比增长 29.18%；Q2 单季归母净利率 10.51%，同比下降 1.33 个百分点，环比微降 0.08 个百分点。“产品升级+客户拓展”双轮驱动，看好公司长期成长。产品方面，LED 前照灯继续向 ADB 和 DLP 的升级进一步提升前照灯的单车配套价值量，目前公司 ADB 前照灯已经实现了对客户的配套和量产，DLP 大灯也已获项目，长期看好公司产品结构向上升级。客户方面，公司在巩固原有一汽大众、一汽丰田、东风日产和奇瑞汽车等客户的基础上，还在大力开拓豪华品牌以及造车新势力等新能源客户，新能源客户有望成为后续的主要增量。此外，公司在塞尔维亚投资建厂，将提升公司全球化的配套能力，助力公司进一步开拓海外车灯市场。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 11.70 亿、15.18 亿、19.00 亿的预测，对应的 EPS 分别为 4.09 元、5.31 元、6.65 元，2023-2025 年市盈率分别为 33.05 倍、25.47 倍、20.35 倍，维持“买入”评级。风险提示：乘用车行业销量不及预期；车灯产品升级速度不及预期；新客户开拓不及预期。

(证券分析师：黄细里 证券分析师：刘力宇)

### 金科环境 (688466)：2023 年中报点评：业绩同增 28%，发布新水岛加速市场释放

**投资要点** 事件：2023年上半年公司营收2.54亿元，同增16.09%；归母净利润0.44亿元，同增27.50%；加权平均ROE同比提高0.68pct至3.97%。2023H1营收归母双增，中长期业务收入占比提至36%。2023H1公司营收归母双增，销售毛利率39.87%，同增3.75pct，销售净利率18.40%，同增2.75pct。分业务来看，1)装备及技术解决方案：实现营收1.63亿元，同增10.23%，占总收入64.02%，毛利率41.77%，同增5.94pct，主要系个别项目毛利率较高。2)中长期业务：污水资源化产品生产与销售和运维技术服务业务共实现营收9099.63万元，同增27.66%，主要系公司下属运营水厂水处理能力提升，处理水量同比增加，中长期业务收入占总收入35.79%，同增3.24pct，毛利率36.18%，同降0.56pct。ToB和ToG业务均衡发展，污水资源化营收占比70%。按服务行业划分，2023H1公司ToB业务营收1.20亿元，占比47.12%；ToG业务营收1.34亿元，占比52.70%。按服务领域划分，饮用水深度处理领域营收0.76亿元，占比29.89%，污水资源化营收1.78亿元，占比69.93%。截至2023H1在手订单同增19.81%至4.86亿元。按业务类型划分，装备及技术解决方案、污水资源化产品、运维技术服务业务在手订单分别为2.00、1.82、1.04亿元；按服务行业划分，ToB业务和ToG业务在手订单分别为2.29、2.57亿元；按业务领域划分，污水资源化、高品质饮用水在手订单分别为3.68、1.18亿元。运营提效费用率下降，销售回款增加现金流大幅改善。2023H1期间费用率同降2.89pct至18.18%。销售/管理/研发/财务费用率分别下降0.78pct/下降2.90pct/下降0.72pct/上升0.79pct至3.26%、14.05%、3.13%、0.87%。2023H1公司经营性现金流量净额0.84亿元，同增916.21%。水资源化专家，发布新水岛&切入高端制造业再生水蓝海。公司深耕水深度处理及资源化，数字化&产品化应用升级，发布“新水岛”产品，占地节约80%，建造周期1-2月，智慧生产，无人值守，全成本低。取水&排污约束叠加降本驱动，PCB、光伏等新兴产业以及高耗水、高污染民生产业再生水需求迫切。以光伏行业50%再生水渗透率测算，25年光伏再生水运营+建造空间为公司22年收入体量的16倍，公司合作隆基引领光伏再生水，首个项目落地后有望快速渗透市场。盈利预测与投资评级：污水资源化专家，数字化产品升级，切入PCB、光伏等高端制造业再生水蓝海，新水岛应用场景丰富，加速工业端市场释放。我们维持2023-2025年归母净利润预测1.13/1.54/2.07亿元，对应23/17/12倍PE，维持“买入”评级。风险提示：政策进展不及预期，项目进展不及预期，行业竞争加剧。

(证券分析师：袁理 证券分析师：陈孜文)

### **福龙马(603686)：2023年中报点评：环服新签单翻倍&新能源装备销量高增，现金流大幅改善**

**投资要点** 事件：公司发布2023年中报，2023H1公司实现营业收入24.45亿元，同增0.19%，归母净利润1.32亿元，同减8.62%。环服收入稳健增长，业务占比提升至75%。2023H1公司收入平稳，利润同比下降，主要系加大科创业务投入所致。分业务来看，1)环卫服务：收入18.12亿元，同增4.64%，占主营收入的74.98%；毛利率24.14%，同增0.34pct。2)环卫装备：收入5.85亿元，同减6.40%，占主营收入的24.19%，毛利率19.14%，同减1.21pct，其中新能源环卫装备收入1.33亿元，同增40.00%，占环卫装备收入的22.74%。3)PPP项目资产建造服务：收入0.04亿元，占主营业务收入的0.18%。4)电力销售：收入0.16亿元，同增58.33%，占主营业务收入的0.63%。环卫服务市场化持续深入，新签合同额同比翻倍。2023H1公司新增订单

首年合同金额 5.70 亿元，同增 114.29%，行业排名第四；新签合同总额 24.66 亿元，同增 100.65%，行业排名第五。截至 2023H1 末公司在履行项目年化金额 40.86 亿元，同增 4.23%，合同总额 319.29 亿元，同增 3.35%，待履行的合同总金额 184.70 亿元。环卫服务范畴持续拓展，业务版图填补空白。新能源装备销量大增市占率提升，政策驱动&经济性改善下放量可期。财政支出放缓冲击环卫装备行业，2023H1 公司环卫装备总销量 2032 台，同减 2.68%，市占率 3.99%，同增 0.12pct，行业第五；新能源装备 252 台，同增 137.74%，新能源市占率 7.38%，同增 1.70pct，行业第三。公共领域车辆全面电动化试点启动，2023-2025 年新增或更新车辆中新能源比例力争达 80%，电油比下降&运维成本优势凸显带来的经济性改善，促新能源装备放量。公司头部地位稳固，有望长期享受行业红利。加大贷款回笼力度，经营性现金流大幅改善。公司持续加强资金回笼，2023H1 公司经营性现金流净额 2.87 亿元，上年同期为-0.66 亿元。锂电再生&城服机器人业务取得阶段性成果。2023H1 公司城市服务机器人业务在算法研发领域取得重大突破，成功推出两款迭代升级产品，已于多地多场景投入运营；城服机器人智能柔性生产线正在调试，力争下半年实现批量生产。锂电再生预处理产线已顺利投产，火法-湿法联用优先提锂产线在建，预计下半年竣工投产。盈利预测与投资评级：公司环卫服务新增订单高增，运营业务贡献稳定收入利润，政策推进&经济性改善，期待新能源环卫装备放量。我们维持公司 2023-2025 年归母净利润预测 2.91/3.42/4.00 亿元，同比增长 11%/18%/17%，对应 2023-2025 年 PE 为 13/11/10 倍，维持“买入”评级。风险提示：市场化率提升不及预期，装备销售不及预期，市场竞争加剧。

(证券分析师：袁理 证券分析师：陈孜文)

### 王府井 (600859)：2023 年中报点评：百货走出底部，免税港项目爬坡期

投资要点 事件：2023 年 8 月 25 日下午，王府井发布 2023 年半年度报告，2023H1 公司实现营收 63.80 亿元，同比+11.1%；归母净利润 5.18 亿元，同比+36.1%，处于预告范围中值；扣非归母净利润 4.59 亿元，同比+183.6%，处于预告值中值偏下区间。营收、利润基本符合预期，毛利率、净利率显著回升。2023Q2 公司实现营收 30.13 亿元，同比+24.0%；实现归母净利润 2.91 亿元，基本恢复 2019 年同期 2.96 亿元水平；扣非归母净利润 2.35 亿元。营收、利润基本符合预期，公司线下各业态、门店经营复苏程度较 Q1 进一步提升。由于线下零售业态成本、费用相对刚性的特点，营收恢复带动各财务数据向好。2023 年 Q2 公司毛利率为 42.0%，同比+4.8pcts，三费率为 25.2%，同比-4.0pcts；归母净利率为 9.7%，同比+9.5pcts；扣非归母净利率为 7.8%，同比+4.9pcts。奥莱业态驱动增长。分零售业态来看，2023Q2 百货/购物中心/奥特莱斯/超市/专业店/免税业态分别实现营收 31.22/11.64/10.19/2.06/7.82/1.36 亿元，同比分别+2.1%/+2.2%/+42.1%/-16.8%/+18.4%/-（免税为今年新增业务），毛利率分别为 36.7%/49.0%/68.2%/14.7%/18.3%/13.5%，比上年同期有毛利率显著提升的是百货/奥特莱斯/专业店业态，分别提升 3.2/5.4/3.0pcts。奥莱业态驱动增长，收入增速/毛利率显著高于其他业态。免税业务爬坡期，所处地域具备消费潜力。海南万宁王府井国际免税港于 2023 年 4 月 9 日正式开业，Q2 销售收入较 Q1 试运营期间的 5599 万元有显著提升，Q1/Q2 占海南免税市场份额分别为 0.3%/1.4%，项目处于爬坡期。万宁旅游热度维持高位。Q1/Q2 过夜游客人次分别为 126/103 万人，为 2019 年同期的 105%/135%，度假旅客具备消费潜力。盈利预测与投

资评级：王府井作为全国连锁的老牌标杆百货零售集团，获批免税全牌照后，万宁离岛免税项目“王府井免税港”投运，打造特色免税业务。在出行和消费快速复苏的背景下，离岛免税有望持续放量，未来市内免税店落地拓宽想象空间，公司营收和利润前景向好。基于海南免税销售额情况下调王府井盈利预测，2023-2025 年归母净利润分别为 8.71/12.46/15.96 亿元（前值为 9.78/14.61/17.89 亿元），对应 PE 估值为 27/19/15 倍，维持“增持”评级。风险提示：宏观经济波动的风险、免税项目业绩不及预期的风险、市场竞争加剧的风险

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：石旻瑄）

### 九号公司（689009）：2023 年中报点评：电动两轮车表现依旧亮眼，看好下半年拐点出现

事件：公司发布 2023 年中报。自主品牌收入稳健增长，ToB 直营&小米渠道收入明显下滑 2023H1 公司实现营业收入 43.80 亿元，同比-9.13%，其中 Q2 为 27.18 亿元，同比-6.37%，降幅收窄。分销售渠道来看：1)自主品牌销售：2023H1 实现收入 32.20 亿元，同比+22.30%，延续稳健增长。具体来看，电动两轮车销量 54.03 万台，同比+76%，实现收入 15.75 亿元，同比+69%；自主品牌零售滑板车销量 39.73 万台，同比-17%，实现收入 8.49 亿元，同比-13%；全地形车销量 7557 台，同比-12%，实现收入 2.84 亿元，同比-23%；割草机器人实现销量 1.71 万台，收入 1.08 亿元；其他产品及配件收入 4.04 亿元。2)ToB 产品直营：2023H1 实现收入 7.98 亿元，同比-45.18%，明显下滑，一方面系欧美通货膨胀、加息周期等宏观经济影响，ToB 端共享运营商面临融资成本上升，另一方面系运营商的车辆投放具有一定的周期性。3)小米定制产品分销：2023H1 收入 3.62 亿元，同比-50.52%，继续呈现收缩趋势。展望 2023H2，一方面电动两轮车受益于门店数量和经营效率提升，有望加速放量；另一方面随着欧美市场复苏，电动滑板车需求有望快速回暖，叠加割草机器人、全地形车、储能电源等市场进一步打开，2023 年全年公司收入端有望重回快速增长通道。毛利率同比明显提升，股份支付费用压制利润端表现 2023H1 公司实现归母净利润 2.22 亿元，同比-12.97%；扣非归母净利润 2.11 亿元，同比-10.46%；销售净利率和扣非销售净利率分别为 5.07%和 4.83%，分别同比-0.23pct 和-0.07pct，盈利水平略有下降。1)毛利端：2023H1 销售毛利率为 27.65%，同比+2.81pct。我们判断主要系低毛利率的小米渠道收入占比下降，叠加产品优化&规模效应驱动。2)费用端：2023H1 期间费用率为 20.85%，同比+4.23pct，其中销售、管理、研发、财务费用率分别同比+3.87、+1.65、+1.28 和-2.56pct。2023H1 公司股份支付费用达到 1.01 亿元，同比+94%，是期间费用率大幅提升的主要原因之一。若剔除股份支付费用影响，2023H1 公司归母净利润和扣非归母净利润分别为 3.23 和 3.12 亿元，分别同比+5.33%和+8.64%。新产品持续落地，公司的成长空间不断打开 公司在巩固电动滑板车、平衡车等传统优势同时，不断布局新品，成长空间不断打开：①电动两轮车：截至 2023 年 7 月末，公司中国区专卖门店超 3,800 家，覆盖 800 余个县市；并发布 E300P、Q、V、Bmax、F、A+和 MMAX 系列等多款战略级产品，E 系列和 B 系列进军海外市场，已陆续在英国、日本、墨西哥等十余个国家上市；②全球全地形车：2022 年公司全系列产品已顺利进入欧洲市场，其中 UTV 和 SSV 顺利进入美国市场，产品迅速获得用户和经销商的认可，成长空间进一步打开；③机器人：2022 年公司割草机器人在家用无边界割草机领域内率先实现批量交付，产品已成功登陆 10 多个欧盟国家。此外，2022 年公司发布两款全新的服务机器人九号飞碟送物机器人和九号饱饱送餐机器人，其中

饱满送餐机器人已成功出口韩国、日本、西班牙等多个国家和地区，进一步打开成长空间。盈利预测与投资评级：考虑到海外市场复苏进度等因素，我们调整 2023-2025 年归母净利润预测为 5.64、9.13 和 13.92 亿元（原值 7.35、12.05 和 17.96 亿元），当前市值对应动态 PE 为 39/24/16 倍，维持“买入”评级。风险提示：新品推广不及预期，海外市场销量下滑，盈利能力下滑等。

（证券分析师：周尔双）

### 浙江自然（605080）：2023 年中报点评：Q2 收入降幅收窄，多因素影响致利润仍承压

**投资要点** 公司公布 2023 年中报：23H1 营收 5.30 亿元/yoy-16.60%、归母净利润 1.21 亿元/yoy-30.86%、扣非归母净利 1.15 亿元/yoy-30.15%，外需偏弱+品牌去库致公司订单承压，利润端下滑幅度大于收入主因毛利率下降及公允价值变动所致。分季度看，23Q1/Q2 营收分别同比-27.23%/-5.12%、归母净利分别同比-20.91%/-40.33%、扣非归母净利分别同比-31.02%/-29.38%，Q2 订单逐渐回暖、营收降幅有所收窄，归母净利降幅有所扩大。毛利率下滑、费用率上升、锁汇损失，拖累 Q2 净利率下滑幅度较大。1) 毛利率：23H1 同比-0.22pct 至 35.67%，分季度看 Q1/Q2 毛利率分别同比+1.44/-1.24pct，Q2 毛利率有所回落，主因越南工厂由防水箱包调整为水上用品、柬埔寨箱包工厂产能爬坡，后续随两个海外工厂管理加强、产能持续释放，毛利率有望回升。2) 期间费用率：23H1 同比+4.47pct 至 9.00%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别+0.8/+1.4/+0.9/+1.4pct 至 1.9%/5.3%/3.2%/-1.4%，管理费用率提升主要系公司参展增加所致，财务费用率提升主因外币资产减少致汇兑收益有所降低。分季度看 Q1/Q2 期间费用率同比分别+4.3/+5.3pct，Q1 主要受管理费用率提升影响（yoy+2.4pct）、Q2 主要受财务费用率提升影响（yoy+3.5pct）。3) 其他损益项目：23H1 整体变动不大，单 Q2 看锁汇带来的公允价值损失同比增加 728 万元、叠加信用减值损失同增 455 万元、冲减部分利润。4) 归母净利率：综合上述变化，23H1 归母净利率同比-4.69pct 至 22.73%、Q2 归母净利率同比-10.85pct 至 18.38%。海外产能逐渐交付投产，新品类持续放量。公司不断推出新品，海外工厂逐渐贡献增量：①越南工厂产品由防水箱包调整至水上用品，产品调整致短期产能释放有限、整体有所亏损。②柬埔寨工厂 23 年 3 月陆续交付，硬质保温箱客户拓展较为顺利，但短期产能爬坡致利润率偏低。下半年随订单规模扩大、管理水平提升，盈利能力有望持续好转，长期看产能全部释放后营收规模有望达 5-10 亿元。③国内方面，车载床垫新产品仍维持较高景气度，有望逐渐放量。盈利预测与投资评级：公司为 TPU 充气床垫外销龙头，22 年下半年以来受到外需放缓+客户去库影响导致业绩承压，随客户库存逐渐去化，23Q2 需求逐渐回暖、收入降幅收窄，但净利受毛利率下降、费用率上升及非经损益等影响降幅扩大。我们预计 Q3 订单环比改善趋势有望延续，同时公司保温箱包、水上用品、车载床垫等新品类逐渐放量，收入有望进一步恢复，叠加越南及柬埔寨工厂产能爬坡，盈利能力环比有望修复。长期看公司客户资源优质，随产能扩张、新品类拓展及逐渐放量，业绩有望保持稳健增长。考虑到外需放缓、品牌仍处去库进程及汇率波动致锁汇亏损，我们将 23-24 年归母净利润由 3.3/4.1 亿元下调至 2.0/2.4 亿元、新增 25 年归母净利润预测值 2.8 亿元、对应 23-25 年 PE 为 20/17/15X，维持“买入”评级。风险提示：汇率波动，外需疲软，品牌去库进度不及预期，产能爬坡不及预期等。

（证券分析师：李婕 证券分析师：赵艺原 研

研究助理：郝越）

### 迈为股份（300751）：2023 年半年报点评：费用前置影响 Q2 利润，看好 HJT 放量后的规模效应

**投资要点** 营收规模稳步增长，费用前置影响 Q2 利润：2023 上半年公司实现营收 28.7 亿元，同比+63%，其中光伏电池成套生产设备收入 25.3 亿元，同比+82%，占比 88%，单机设备收入 1.5 亿元，同比-38%，占比 5%，配件及其他业务收入 1.9 亿元，同比+50%，占比 7%；归母净利润为 4.2 亿元，同比+7%；扣非归母净利润为 3.8 亿元，同比+6%。2023Q2 单季营收 17.1 亿元，同比+85%，环比+48%；归母净利润为 2.0 亿元，同比-6%，环比-8%，主要系公司业务快速扩张，销售&管理&研发费用前置。阶段性改造成本高，看好盈利能力环比修复：2023 上半年毛利率为 32.7%，同比-7.4pct，其中光伏电池成套生产设备毛利率 32.0%，同比-6.7pct（主要系 HJT 整线设备前期存在产线改造，毛利率较低），单机设备毛利率 46.0%，同比+10.5pct，配件及其他业务毛利率 31.6%，同比-33.1pct；净利率为 13.7%，同比-8.2pct；期间费用率为 19.9%，同比+2.0pct，其中销售费用率为 9.3%，同比+3.0pct，管理费用率（含研发）为 12.8%，同比-1.8pct，财务费用率为 -2.1%，同比+0.8pct。2023Q2 单季毛利率为 31.8%，同比-7.8pct，环比-2.2pct；净利率为 11.0%，同比-11.7pct，环比-6.8pct，主要系个别低毛利 HJT 整线设备订单影响。合同负债&存货大幅增长，在手订单充足：截至 2023Q2 末公司合同负债为 66.6 亿元，同比+136%，存货为 91.6 亿元，同比+151%，存货账面价值较高主要是因为产品验收期较长，存货结构中发出商品占比 56%。2023H1 经营性净现金流量 5.1 亿元，同比+21%。具备 HJT 电池设备整线供应能力，恒者恒强：我们预计 2023 年 HJT 扩产 50-60GW，考虑迈为股份 80%市占率及 HJT 整线设备价值量 3.5-4.0 亿元/GW（配置不同，价格有差异），预计 2023 年迈为潜在 HJT 设备订单体量约 140-190 亿元。时间节奏上，我们认为大厂即将开始布局。HJT 作为电池片环节的革命性技术目前仍处于扩产早期，传统厂商尚未大规模布局，新进入者此时投资扩产可获得先发优势，实现弯道超车，因此 2023 年新进入者数量持续高增，而传统大厂在 2024 年开始大规模扩产。迈为的高市占率有望保持，我们认为迈为的设备在核心专利的布局非常完善，且通过存量产线反馈加速技术迭代，持续维持高市占率。盈利预测与投资评级：我们维持公司 2023-2025 年的归母净利润为 13.09/19.40/29.41 亿元，对应当前股价 PE 为 39/26/17 倍，维持“买入”评级。风险提示：下游扩产不及预期，研发进展不及预期。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：刘晓旭

研究助理：李文意）

### 我武生物（300357）：2023 年中报点评：业绩基本符合预期，经营逐步好转

**投资要点** 业绩分析：1H23，公司收入 3.9 亿元（-0.7%，同比，下同），尘螨滴剂 3.8 亿元（-1.5%）；归母净利润 1.5 亿元（-17.9%）；扣非归母净利润 1.4 亿元（-7.5%）；2Q23，收入 2.0 亿元（+6.2%），在经历了 2023 年一季度公司经营业绩的短暂冲击后，随着线下相关门诊的有序恢复，2023 年二季度公司经营情况逐步好转。2Q23，归母净利润 0.8 亿元（-12.6%），销售费用率 38.2%（+2.9pct），管理费用率 6.6%（+1.6pct），研发费用率 12.4%（+1.0pct），毛利率 95.1%（-0.5pct），净利率 36.8%（-8.9pct）。研发方面：1H23，公司研发投入 0.5 亿元，占营业收入的 14.0%，其中干细胞研发投入 0.3 亿元，天然药物研发投入 628 万元。截止 2022 年中报，公司获准上市药品包括粉尘

螨滴剂、黄花蒿花粉变应原舌下滴剂、粉尘螨皮肤点刺诊断试剂盒、屋尘螨皮肤点刺诊断试剂盒、“黄花蒿花粉变应原皮肤点刺液”、“白桦花粉变应原皮肤点刺液”、“葎草花粉变应原皮肤点刺液”。2023年5月，国家药监局批准了公司申报的黄花蒿花粉变应原舌下滴剂增加儿童适应症，扩展儿童适应症人群的药品补充申请获得批准，扩大了本品的适应症适用人群，有望提升本品市场竞争力。行业情况：国内获批上市销售的舌下含服变应原脱敏制剂仅有公司生产的“粉尘螨滴剂”与“黄花蒿花粉变应原舌下滴剂”，公司竞争能力在国内继续保持该领域前列水平。舌下脱敏治疗作为变应原特异性免疫治疗的方式，得到了世界变态反应组织(WAO)的推荐，为此WAO曾于2009年及2013年两次发表意见书。中国《变应性鼻炎诊断和治疗指南》(2015, 天津)明确提出变应原特异性免疫治疗为变应性鼻炎的一线治疗方法，临床推荐使用。《中国过敏性哮喘诊疗指南》(2019年, 第一版)也推荐将舌下脱敏治疗作为过敏性哮喘的治疗方式。2022年发布的《中国变应性鼻炎诊断和治疗指南》(2022年, 修订版)中再次明确强调将舌下脱敏治疗作为过敏性鼻炎的一线治疗方案。投资建议：由于产品销售恢复不及预期及医疗反腐影响，我们将公司2023-2025年的归母净利润由4.4/5.5/6.8亿元，下调为3.9/4.8/5.8亿元，对应增速为12/22/22%，当前市值对应PE分别为42/35/28倍，由于：1) 脱敏市场空间大、格局好；2) “尘螨+黄花蒿”滴剂双核驱动；3) 销售渠道布局全面、优势明显，维持“买入”评级。风险提示：新药放量不及预期、医疗反腐、竞争加剧

(证券分析师：朱国广)

### 中材国际(600970)：2023年中报点评：业绩符合预期，结构调整与转型升级提质增速

投资要点 事件：公司披露2023年中报，上半年实现营业总收入205.49亿元，同口径同比-0.8%，实现归母净利润13.68亿元，同口径同比+6.5%。其中Q2单季实现营业总收入105.36亿元，同口径同比-2.1%，实现归母净利润7.51亿元，同口径同比+7.4%，基本符合我们的预期。上半年收入维持平稳，毛利率同比提升反映结构调整成效。(1)上半年工程/装备/运维分别实现收入115.43/35.73/46.41亿元，同口径同比分别-5.1%/+9.8%/+5.2%，占公司营收比重分别为56.2%/17.4%/22.6%，同比分别下降2.5pct/上升1.7pct/上升1.3pct。公司Q2营收同口径同比-2.1%，较Q1略有放缓，预计主要是国内水泥景气继续下行拖累国内企业资本开支节奏以及海外订单尚未进入结转收入高峰所致。但考虑到公司Q2新签订单同比延续40%的高同比增速，随着新订单执行转化收入，中期收入增速有望加快。(2)公司上半年主营业务毛利率为18.3%，同口径同比提升1.8pct，主要得益于工程业务毛利率改善，预计与汇率贬值以及工程支出压缩有关，此外高毛利的装备、运维收入占比也在提升。期间费用率和负债率略有上升。(1)公司上半年期间费用率为9.6%，同口径同比增加1.6pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别增加0.3/0.5/0.3/0.5pct，其中管理费用率的增加主要因差旅、股份支付增加所致，财务费用率的增加主要是尼日利亚奈拉贬值导致汇兑损失增加所致。综合毛利率和费用率的影响，公司上半年净利率为7.2%，同口径同比增加0.3pct。(2)上半年经营活动产生的现金流量净额为-9.40亿元，同口径同比减少11.84亿元，主要是国内水泥景气低迷以及境外业务因美元加息升值、外汇短缺等因素影响付款进度所致，上半年收现比为78.0%，同口径同比-5.8pct，付现比为81.3%，同口径同比+0.4pct。(3)公司中报资产负债率为64.0%，同口径同比上升1.7pct。Q2主业新签订单延

续高增长，转型升级提质增速。(1) Q2 单季度新签合同额 188.59 亿元人民币，同比增长 40%，三季度以来新签伊拉克阿迪亚尔水泥生产线（合同金额 2.19 亿美元）等重大项目。(2) 公司加速数字化转型，南京凯盛正式更名为中材国际智能科技有限公司，完成中材智能科技(成都)有限公司业务重组，形成覆盖矿山、骨料、水泥及配套智能装备与运维服务的核心产品体系。(3) 海外深入实施属地化经营，上半年新签多元化工程合同额 16.87 亿元，同比增长 1.3 倍，在尼日利亚、肯尼亚、科特迪瓦加大属地产业投资力度。 盈利预测与投资评级：(1) 公司是全球最大的水泥技术装备工程系统集成服务商，整合完成强化综合竞争力，股权激励充分激发管理层和核心骨干积极性。(2) 多年海外专业项目积淀铸就了公司领先的国际化属地化运营管理能力，作为中建材集团国际化发展先锋官，公司有望抓住“一带一路”高质量发展机遇。(3) 公司秉持“一核双驱、三业并举”顶层设计，推动结构优化调整，装备、运维业务有望加速成长，整体经营质量有望进一步提升。(4) 我们暂维持公司 2023-2025 年归母净利润分别为 29.40 亿元、34.33 亿元、40.75 亿元，8 月 25 日收盘价对应市盈率分别为 10.1 倍、8.6 倍、7.3 倍，维持“买入”评级。 风险提示：水泥工程需求不及预期、业务结构调整速度不及预期、订单转化不及预期、海外经营风险。

(证券分析师：黄诗涛 证券分析师：房大磊  
证券分析师：石峰源)

#### 新城悦服务 (01755.HK)：2023 年中报点评：业绩高增现金流大幅好转，战略业务稳步推进

投资要点 事件：公司发布 2023 年中报。2023 年上半年实现营收 26.8 亿元，同比增长 8.7%；归母净利润 2.9 亿元，同比增长 30.1%。业绩符合预期。 利润大幅增长，毛利率企稳回升。收入方面：2023 年上半年物业管理服务营收 16.9 亿元同比增长 21.7%；社区增值服务营收 7.1 亿元同比增长 13.4%，核心业务稳健增长。盈利方面：2023 年上半年公司毛利率为 26.8%，同比上升 1.0pct；其中物业管理业务和社区增值业务的毛利率同比分别上升 0.2pct 和 1.7pct，核心业务的盈利能力均有所改善。费用管控方面：销管费率同比下降 0.1pct 至 9.6%。在管面积突破 2 亿平，非住宅业态提质增效。2023 年上半年合约面积、在管面积分别为 3.2 亿平、2.1 亿平，在管面积首次突破 2 亿平。公司上半年第三方拓展面积为 1218 万平，同比增长 17.5%，在学校、产业园、公建、景区等业态上均有突破。 社区增值业务良性发展，团餐等战略业务稳步推进。公司 2023 年上半年社区增值服务营收同比增长 13.4%，团餐、设施管理、固定资源、社区便民等非周期性业务均取得不同程度的增长。其中作为公司大后勤战略的重要业务——团餐业务 2023H1 实现 2.2 亿元收入，同比增长 55.3%，首次突破航空业态，同时针对大型甲方进一步延展多项目需求，拓宽收入渠道，进一步做大业务规模。另一战略业务设施管理业务实现收入 1.3 亿元，同比增长 23.1%。公司坚定执行“大后勤”战略，在增值业务中寻求差异化竞争，成果正在逐步积累，壁垒优势也在逐渐形成，但市场对此并无足够的认识。 盈利预测：公司盈利能力逐步企稳回升，美元债的计提影响也基本告一段落，增值业务中坚定执行既定战略，竞争优势正在逐渐形成。基于公司 2023 年中报业绩情况，我们上调其 2023-2025 年归母净利润的预测至 5.8/6.8/7.7 亿元（原预测为 4.8/5.4/6.0 亿元），对应的 EPS 为 0.66/0.78/0.88 元（原 EPS 为 0.56/0.62/0.69 元），对应的 PE 为 6.6X/5.6X/5.0X，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；社会总需求恢复缓慢。

(证券分析师：房诚琦 证券分析师：肖畅 证券分析师：白学松)

### 中新集团 (601512): 2023 中报点评: 区中园业务开启轻资产转型, 光伏项目稳步拓展

**投资要点** 事件: 公司发布 2023 年中报。2023 年上半年公司实现营收 19.1 亿元, 同比下降 21.2%; 归母净利润 7.7 亿元, 同比减少 8.5%, 业绩符合预期。 园区开发业务营收同比下降拖累业绩表现。2023 年上半年公司营收同比下降 21.2%, 其中园区开发业务营收 15.0 亿元, 同比下降 25.9%, 我们认为主要是受土地出让节奏放缓的影响, 导致一级土地开发的收入结算滞后; 绿色公用业务营收 3.4 亿元, 同比微降 0.9%。除此以外, 业绩同比下降的原因还有: (1) 公司毛利率同比下降 7.4pct 至 52.5%; (2) 税金及附加同比增长 86.3%, 主要是上年同期结转已清算项目应交税金与已计提税金差异所致。但处置子公司股权带来的投资收益和产业基金投资评估增值带来的公允价值变动收益一定程度上对冲了上述影响。因此归母净利润降幅较营收降幅更小。 区中园业务开启轻资产转型。截至 2023 年上半年末, 公司累计签约落地区中园项目 12 个, 合计建筑面积 172 万平方米。同时设立不动产基金管理平台中新园瑞, 完成首笔资产管理业务太仓璜泾项目的投资, 为未来中新智地区中园业务资产证券化做好项目储备, 积累经验。 绿色公用业务增速提效, 光伏项目稳步拓展。2023 年 6 月, 中新苏州工业园区市政公用发展集团有限公司正式更名为中新苏州工业园区绿色发展有限公司。 新能源业务方面: 公司上半年和新加坡益阁新能源、双杰电气等行业内知名企业成立合资公司。截至上半年末, 中新绿能及中新春兴、中新旭德等参股公司累计完成并网 170MW, 在建项目 65MW, 储备项目 500MW。 新环保业务方面: 公司以工业废水为发展方向, 与蚌埠经开区达成传感谷工业废水厂项目合作意向。 产业投资能力不断强化, 实现高水平产城融合。 基金投资方面: 截至 2023 年上半年末, 公司累计认缴投资 43 支基金, 较 2022 年末增加 5 支, 合计认缴金额近 40 亿元, 累计拉动各园区总投资 570 亿元。 科创直投方面: 累计投资科技类项目 28 个, 累计投资金额 5 亿元, 拉动总投资 55 亿元。2023 年 6 月, 公司成功发行用于产业投资业务的 10 亿元公司债券, 票面利率仅 2.9%, 为后续业务发展储能。 盈利预测: 公司两翼业务高速发展, 尤其是光伏项目拓稳步拓展, 有望形成新的业绩增长极。我们维持其 2023-2025 年归母净利润为 18.0/20.1/22.3 亿元; 对应的 EPS 分别为 1.20/1.34/1.49 元/股, 对应的 PE 为 7.7X/6.9X/6.2X, 维持“买入”评级。 风险提示: 苏州及周边地区经济发展停滞风险; 土地市场下行风险; 宏观经济环境及政策风险。

(证券分析师：房诚琦 证券分析师：肖畅 证券分析师：白学松)

### 越秀地产 (00123.HK): 2023 年中报点评: 经营业绩逆市高增, 精准投资获取优质土储

**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 321.0 亿元, 同比增长 2.6%; 归母净利润 21.8 亿元, 同比增长 27.5%, 业绩好于市场预期。 业绩维持高速增长, 营销费率提升致利润率略降。2023 年上半年, 公司实现营业收入 321.0 亿元, 同比增长 2.6%。毛利 57.0 亿元, 同比下降 14.2%。毛利率 17.8%, 同比下降 3.4pct。 归母净利润 21.8 亿元, 同比增长 27.5%。毛利下降主要原因是, 面对市场较大波动, 公司上半年加快销售, 全力促回款, 期内

销售及营销成本同比上升 3.0%。随着市场波动减弱、复苏进程加快，公司营销成本将有望有所回落。深耕大湾区布局全国，合同销售快速增长。公司 2023 年上半年合同销售 836.3 亿元，同比增长 71.0%，完成全年合同销售目标的 63.4%。其中，大湾区销售金额 461.3 亿元，占比约 55.2%，深耕的华东区域业绩良好。另外，北方地区销售同比增长 182.4%，北京销售额占北方地区约 56%，深耕北京战略进展明显。精准投资获取优质土储，TOD 全国化布局深化。公司运用“6+1”多元化、特色化增储模式分别于北上广杭等 8 个核心城市新增 11 幅土地，总建面 217 万平方米。TOD、产业勾地和国企合作增储模式分别占新增土储的 22%、27%和 14%。公司 TOD 业务全国化布局战略继续推进，杭州星桥 TOD 项目增加土储约 48 万平，作为走出广州的第二个 TOD 项目，公司与杭州地铁在 TOD 项目合作进一步深化。三道红线维持绿档，债务结构优化、融资成本降低。公司 2023 年上半年剔除预收款的资产负债率、净负债率和现金短债比率分别为 66.8%、53.2%和 4.2 倍，“三道红线”指标维持“绿档”。同时，公司抓住国内利率下行的融资环境，优化境内外债务结构，持续降低融资成本，期内平均借贷成本同比下降 13bp 至 3.98%，融资优势明显。盈利预测：公司双国资股东禀赋优势，深耕 TOD 发展模式，精准投资补充核心城市土储。随着市场波动减弱、复苏进程加快，未来业绩确定性强，我们上调其 2023/2024/2025 年归母净利润的预测至 45.8/52.7/60.5 亿元（原预测为 43.6/49.3/56.0 亿元），对应的 EPS 为 1.14/1.31/1.50 元，对应的 PE 为 7.6X/6.6X/5.7X，维持“买入”评级。风险提示：行业下行压力超预期；调控政策放松不及预期、收紧超预期。

（证券分析师：房诚琦 证券分析师：白学松  
证券分析师：肖畅）

### 建发物业（02156.HK）：2023 年中报点评：业绩高增外拓发力，业务结构持续优化

**投资要点** 事件：公司发布 2023 年中报。2023 年上半年实现营收 13.7 亿元，同比增长 37.7%；归母净利润 1.7 亿元，同比增长 31.8%。业绩符合预期。 营收利润大幅增长，毛利率同比持平。收入方面：2023 年上半年物业管理服务营收 6.5 亿元同比增长 37.6%；社区增值服务营收 3.6 亿元同比大增 94.3%；非业主增值服务营收 3.3 亿元同比减少 2.3%。盈利方面：2023 年上半年公司毛利率为 25.6%，同比持平；其中非业主增值服务毛利率为 17.4%同比下降 2.3pct。费用管控方面：管理费率同比下降 0.1pct 至 11.2%。 市场规模稳步增长，省外拓展积极。2023 年上半年合约面积、在管面积分别为 9401 万方、5061 万方，较 2022 年末分别增长 3.8%、9.5%；合约在管比达 1.8 倍，业绩锁定性强。项目来源方面：截至上半年，公司来自建发集团与第三方的合约面积分别为 5670 万方、3730 万方；来自第三方的营收占比为 40.6%，同比下降 3.0pct。业态方面：截至上半年，公司的非住宅业态合约面积达 630 万方；营收占比 20.5%，同比下降 5.3pct。项目区域方面：2023 年上半年公司新签福建省外外拓金额 2.33 亿元，占总外拓金额比例为 54.7%，首次超过福建省内。 拓宽业务范围，新增商管业务。公司自 2022 年 9 月起向写字楼、购物中心等商业物业新提供运营管理服务。2023 年上半年营收 0.3 亿元，在管商业项目 21 个，在管商业面积 101 万方，出租率达 94.4%。 社区增值服务营收高速增长，收入结构多元健康。公司 2023 年上半年社区增值服务营收同比大幅增长 94.3%，营收占比为 26%，超越非业主增值业务成为公司第二大业务。社区增值业务收入大幅增长的主要原因为管理面积增加导致的客户群不断扩大以及不断提供多元化服务。其中，家居美化服务营收

0.9 亿元，同比大幅增长 685%，占社区增值服务总营收比例 23.8%，同比上升 17.9pct。其余子业务均有所增长。盈利预测：公司大股东项目供给稳定，在管面积稳步增长。多元化社区增值服务高速增长。我们维持其 2023-2025 年归母净利润 3.3/4.3/5.5 亿元的预测，对应的 EPS 为 0.24/0.32/0.40 元，对应的 PE 为 14.2X/10.9X/8.6X，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；社会总需求恢复缓慢。

(证券分析师：房诚琦 证券分析师：肖畅 证券分析师：白学松)

### 宋城演艺 (300144): 2023 年中报点评: Q2 业绩大幅修复, 核心项目暑期经营向好

**投资要点** 事件: 2023 年 8 月 25 日下午, 公司发布 2023 年半年度公告, 2023H1 公司实现营收 7.41 亿元, 同比+562.9%; 归母净利润扭亏为 3.03 亿元, 去年同期亏损 0.29 亿元; 扣非归母净利润扭亏为 2.95 亿元。营收、净利润符合预期, 盈利能力显著修复。2023Q2 公司实现营收 5.06 亿元, 恢复至 2019 年同期的 85.4%, 环比+57.0pcts; 归母净利润 2.42 亿元, 恢复至 2019 年同期的 58.4%, 剔除 2019 年同期六间房等重组投资收益的影响, Q2 恢复至 102.9%, 环比+86.1pcts; 扣非归母净利润扭亏为 2.40 亿元, 恢复至 2019 年同期 93.0%, 环比+77.6pcts。营收/归母净利润符合预期, 居民出行意愿恢复带动旅游市场显著复苏, 公司各景区开园复苏程度较 Q1 进一步提升。Q2 毛利率为 69.9%, 环比+16.8pcts, 销售、管理和财务费用率合计 7.7%, 环比-9.4pcts。由于景区运营成本较为刚性, 毛利率和净利率环比大幅修复。核心项目经营向好, 节假日出行带动客流、收入显著修复。节假日旅游景气度高, 核心项目经营情况大幅修复。五一期间, 丽江千古情和桂林千古情景区人次和收入均创历史新高, 其中桂林千古情五一期间散客人数达到 2019 年同期的 275%。2023H1 杭州宋城/三亚千古情/丽江千古情实现收入 2.27/1.06/1.36 亿元, 恢复 2019 年同期的 56.8%/45.2%/93.6%, 毛利率为 60.7%/79.1%/80.4%, 较 2019 年同期-7.1/-7.0/+0.8pcts。暑期旅游景气度提升, 产品运营迭代和新项目爬坡助力兑现业绩。暑期旺季各项目阶段性恢复比例明显提升, 其中杭州宋城已基本恢复到 2019 年同期水平, 丽江千古情和桂林千古情大幅超出 2019 年同期水平, 上海千古情 7 月预售票总数超过 40 万张。得益于项目数量的增加和不断向好的经营恢复比, 暑期以来公司整体的人次和收入指标已超越 2019 年同期水平, Q3 业绩有望进一步提升。盈利预测与投资评级: 公司作为中国旅游演艺龙头公司, 以“主题公园+文化演艺”模式不断扩张, 定位独特形成优秀项目模型, 运营迭代保持领先, 随着旅游演艺行业重回轨道, 公司有望在疫后快速恢复盈利能力。根据景区经营恢复进度, 我们下调对宋城演艺的盈利预测, 2023-2025 年归母净利润分别 8.50/11.37/14.13 亿元 (前值为 9.26/13.31/16.24 亿元), 对应 PE 估值为 37/28/22 倍, 维持“增持”评级。风险提示: 在建项目建设进度不及预期, 新项目业绩爬坡不及预期, 行业竞争加剧等。

(证券分析师: 吴劲草 证券分析师: 石旻瑄)

### 爱柯迪 (600933): 2023 年半年报点评: 品类拓展+海外战略同步推进, 业绩同比高增长!

**投资要点** 公告要点: 公司公布 2023 年半年报, 业绩符合我们预期。2023 年 H1 实现营收 26.4 亿元, 同比+44.2%, 环比+8.7%; 实现归母净利润 4.0 亿元, 同比+85.7%, 环比-9.1%; 实现扣非归母净利润 3.9 亿元, 同比+109.6%, 环比-6.5%。2023 年 Q2 实现营收 13.9 亿元, 同

比+49.0%，环比+10.4%；实现归母净利润 2.3 亿元，同比+76.6%，环比+33.7%；实现扣非归母净利润 2.4 亿元，同比+92.3%，环比+55.3%。营业收入同比高增长，客户持续拓展。2023 年 Q2 实现营收 13.9 亿元，同比+49.0%，环比 10.4%，一方面得益于二季度国内汽车市场逐渐恢复，2023 年 Q2 全国乘用车产量为 591.28 万辆，同比+21.6%，环比+16.0%；同时，海外车市在二季度表现良好，北美 2023 年 Q2 乘用车产量为 409.7 万辆，同比+14.0%，环比+4.9%，欧洲 2023 年 Q2 乘用车产量为 398.6 万辆，同比+14.3%，环比+2.7%；另一方面，2023 上半年公司近三年开发的新产品逐步量产，并获得多个新能源、智能驾驶、汽车结构件的新项目和新客户，营收规模有望持续增长。毛利率环比小幅下降，汇兑收益大幅增加。2023 年 Q2 公司毛利率为 28.5%，同比+1.8pct，环比-1.1pct，环比略有下降可能因为公司产品结构发生变化，从小件不断延伸至新能源汽车三电系统核心零部件及结构件。2023 年 Q2 公司财务费用率为-5.1%，同比-2.3pct，环比-6.1pct，主要因为汇率波动导致汇兑收益大幅增加，2023H1 汇兑收益为 0.62 亿元，相比去年同期增加 0.43 亿元。产品品类不断完善，产能扩张助力全球化布局。公司产品品类持续扩张，铝合金精密压铸件基本实现对三电系统、热管理、智能驾驶、线控制动/转向系统的全覆盖。墨西哥一期生产基地在 2023 年 7 月开始量产，公司目前拟在墨西哥建设第二期生产基地，主要生产 3000T~5000T 压铸机生产的新能源汽车用铝合金产品，深化国际市场布局。新能源汽车三电系统零部件及汽车结构件智能制造项目一期计划在 2024 年下半年交付，为后续订单释放做准备。盈利预测与投资评级：我们维持公司 2023-2025 年营收预测为 57.50/77.20/96.04 亿元，同比分别+35%/+34%/+24%；维持 2023-2025 年归母净利润预测为 8.47/11.37/15.03 亿元，同比分别+31%/+34%/+32%，对应 PE 分别为 23/17/13 倍，维持“买入”评级。风险提示：下游乘用车需求不及预期，格局竞争加剧超出预期，铝合金价格上涨超出预期。

(证券分析师：黄细里 证券分析师：谭行悦)

### 雅本化学 (300261)：2023 年半年报点评：基地建设有序推进，员工持股计划彰显公司发展信心

投资要点 事件 1：公司发布 23H1 业绩，实现营业收入 8.5 亿元，同比-22%；实现归母净利润 1.0 亿元，同比-26%；实现扣非净利润 0.9 亿元，同比-38%。其中 23Q2 单季度，实现营业收入 3.7 亿元，同比-32%、环比-22%；实现归母净利润 0.4 亿元，同比-29%、环比-17%；实现扣非净利润 0.4 亿元，同比-42%、环比-17%。事件 2：公司公布 2023 年员工持股计划（草案）。各基地建设稳步推进，新项目盘活存量资产：1) 兰州基地：公司将分 4 期开发，截至 23H1，兰雅精化、兰沃科技（公司全资子公司南通雅本持有其 70% 股权，上海品沃持有 30% 股权）主要为实现公司管线内新产品的落地生产，快速响应客户需求；兰雅药科承接公司创新研发成果放大与产品商业转化前的试验准备，配套部分医药中间体生产；兰农科技处于规划设计中，未来将探索产业链拓展和延伸。2) 滨海基地：滨海基地二期项目于 5 月奠基，主要产品为创新农药中间体，有助于公司深化与重点客户的合作，借助新项目新产品盘活滨海基地存量资产。公布员工持股计划，调动员工积极性：计划募集金额：拟募集资金总额不超过 3846.26 万元，每份份额为 1 元，份数上限为 3846.26 万份。面向对象：参与对象均为公司员工，总人数不超过 49 人（不含预留份额人数），其中拟参与本员工持股计划的公司监事、高级管理人员合计 6 人。回购价格：回购股票的价格为 4.46 元/股，为公司公告本员工持股计划草案前 20

个交易日公司股票交易均价的 50%。探索精细化工其他细分领域，业务多点开花：1) 颐辉生物：国内生物酶研发和生产的领先企业，酶库中有 1000 多种酶，在酶基因克隆、表达、改造、发酵、分离提取、酶反应以及固定化工作上具有丰富的技术研发和产业化经验，可根据客户需求提供酶定制化服务。2) 保健品板块：公司保健品板块的主要产品为酶制剂保健品和营养补充剂。公司运用其领先的生物酶技术，深入挖掘产品细分市场，开发了一系列针对年长者、女性、儿童等特定人群及年龄层的优质产品。3) 建农植保：覆盖农药全产业链，拥有农药定点生产资质，具备生产农药中间体、原药和制剂的能力；配备化学合成车间，满足客户的常规和特殊化定制需求。盈利预测与投资评级：基于公司大力推进兰州基地建设，我们维持公司 2023-2025 年归母净利润分别 1.8、2.3、3.0 亿元，同比增速分别-13%、31%、28%，按 2023 年 8 月 25 日收盘价计算，对应 PE 为 43、33、26 倍。我们看好公司“2+X”战略及其成长性，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济波动；项目投产进度不及预期；股东减持影响。

(证券分析师：陈淑娴 证券分析师：陈李 证券分析师：郭晶晶 研究助理：何亦桢)

#### **同程旅行 (00780.HK): 2023 年半年度报告点评: 业绩超预期, 微信流量助力深耕下沉市场**

**投资要点** 事件：2023 年 8 月 22 日下午，同程旅行发布 2023 年半年度报告。公司 2023H1 实现收入 54.52 亿元，同比+80%；归母净利润扭亏为 7.34 亿元；经调整净利润 10.96 亿元，同比+207%。Q2 业绩超预期，盈利能力大幅修复：单第二季度，公司实现营收 28.66 亿元，同比+117%；归母净利润扭亏为 3.56 亿元；经调整净利润 5.92 亿元，同比+429%，创历史新高值，Q2 业绩超预期。2023Q2 毛利率为 75.5%，同比提高 4.6 个百分点，经调整净利率为 20.7%，同比提升 12.2 个百分点，居民出行意愿修复，旅游行业维持高景气，公司盈利能力已接近疫情前水平。交通和住宿业务的收入和业务量创新高，全面超越疫情前。2023Q2 全国铁路/民航运送旅客量分别恢复至 2019 年同期的 107%/96%，居民长途出行持续恢复和微信平台流量带动业务量大幅增长，Q2 公司机票/国内间夜量较 2019 年同期增长 40%/130%。2023Q2 交通票务服务/住宿预订业务/其他业务分别实现收入 14.95/10.55/3.16 亿元，同比+141%/94%/134%，较 2019 年同期增长 59%/91%/216%。交通住宿收入和业务量创新高，收入全面超越疫情前。MAU/MPU 创新高，渠道多元化深耕下沉市场。2023Q2 平均月活用户 MAU/平均月付费用户 MPU 达 2.8/0.4 亿人，同比+41%/62%，创历史新高；付费率为 15.1%创三年来新高。以微信为主的多元渠道获取用户流量，深耕下沉市场，来自微信小程序占 MAU 用户的 80%，居住在非一线城市的注册用户占全部注册用户的 87%。公司加大市场费用投入，持续建设多元化渠道，深耕下沉市场，暑期旺季催化 Q3 业绩，随着跨境旅游的逐渐修复，公司盈利水平有望持续改善。盈利预测与投资评级：同程旅行独享微信流量红利实现加速成长，国内出行维持高景气，跨境旅游逐渐恢复，公司营收、利润大幅修复。基于最新财务数据和盈利能力修复态势，我们上调 2023-2025 年同程旅行归母净利润分别为 12.71/17.38/23.04 亿元（前值为 11.03/15.69/19.69 亿元），对应年 PE 估值为 30/22/17 倍，维持“增持”评级。风险提示：出行恢复不及预期，出行消费习惯变化，行业竞争加剧等。

(证券分析师：吴劲草 证券分析师：石旻瑄)

#### **万业企业 (600641): 2023 年中报点评: 半导体设备在手订单饱满, 平台化布局快速推进**

事件：公司发布 2023 年中报。地产业务&嘉芯半导体加速收入确认，2023H1 收入端实现大幅增长。2023H1 公司实现营业收入 3.89 亿元，同比+134%，其中 Q2 为 2.65 亿元，同比+286%。分业务来看：1) 房地产：2023H1 实现收入 2.81 亿元，同比+258%，收入占比为 72.07%，同比+24.95pct，表现亮眼，主要系 2023H1 公司启动宝山 B2 住宅项目及无锡地下车位销售。2) 专用设备制造：2023H1 实现收入 1.03 亿元，同比+18%，收入占比为 26.58%，同比-26.30pct。2023H1 凯世通和嘉芯半导体分别实现收入 3835 和 6510 万元，分别同比-51%和+634%，嘉芯半导体收入大幅增长。新签订单方面，2023 年至今凯世通及嘉芯半导体共获得集成电路设备订单近 3 亿元，累计集成电路设备订单近 15 亿元。具体来看：1) 凯世通：2023 年至今新增订单超 1.6 亿元，并新增两家 12 英寸芯片晶圆制造厂客户，涵盖了逻辑、存储、功率等多个应用领域方向；2) 嘉芯半导体：2023 年至今新增订单超 1.3 亿元，成立后累计获取订单金额超 4.7 亿元。展望下半年，一方面房地产存量业务有望继续放量，另一方面半导体设备订单饱满，同样有望成长收入端重要增长点。期间费用率明显下降，非经常性收益大幅增厚利润空间。2023H1 公司实现归母净利润 1.19 亿元，同比+318%；实现扣非后归母净利润 2472 万元，同比+1%；销售净利率为 23.18%，同比+8.40pct；扣非销售净利率为 6.35%，同比-8.38pct。1) 毛利端：2023H1 销售毛利率为 48.78%，同比-12.54pct，其中房地产、专用设备制造毛利率分别为 62.36%、9.48%，分别同比-27.38pct和-26.51pct。2) 费用端：2023H1 期间费用率为 32.81%，同比-23.32pct，规模效应显现，其中销售、管理、研发、财务费用率分别同比-2.20、-33.83、-1.66 和+14.37pct，对毛利率下降形成明显对冲。3) 2023H1 非经常性损益为 9388 万元，同比增加 8998 万元，主要来源于政府专项扶持款、投资理财产品收益、交易性金融资产和其他非流动金融资产公允价值变动收益，对利润端表现产生明显正面推动作用。离子注入设备快速放量，“1+N”平台化发展打开成长空间。公司在稳固离子注入设备国产龙头地位的同时，横向拓展薄膜沉积、刻蚀等市场规模更大的设备环节，实现“1+N”平台化发展，纵向基于 Compart Systems 布局半导体设备零部件领域，不断打开成长空间。1) 离子注入机：凯世通在手订单饱满，业绩有望迎来高速增长。展望未来，看好凯世通在实现从 0 到 1 突破的基础上，由 1 至 N 快速放量。2) 横向：2021 年公司与宁波芯恩共同设立嘉芯半导体，覆盖薄膜沉积、刻蚀、清洗、热处理等设备，平台化发展快速推进。3) 纵向：2020 年 12 月公司牵头收购全球半导体设备零部件龙头 Compart Systems，夯实核心竞争力。盈利预测与投资评级：考虑到公司在手订单充足，我们维持 2023-2025 年归母净利润预测分别为 5.03、5.62 和 6.39 亿元，当前市值对应动态 PE 分别为 28、25 和 22 倍，维持“增持”评级。风险提示：晶圆厂扩产节奏不及预期，订单获取及交付不及预期等。

(证券分析师：周尔双)

**联赢激光 (688518)：2023 年中报点评：净利率大幅提升，在手订单依旧饱满**

事件：公司发布 2023 年中报。2023H1 收入端加速确认，在手订单依旧充足。2023H1 公司实现营业收入 17.00 亿元，同比+72%，落于业绩预告中位区间 (16.50-17.40 亿元)，其中 Q2 营业收入为 9.34 亿元，同比+52%，增速有所放缓。2022 年末公司在手订单约 45.31 亿元 (含税)，同比增长 32.40%，相关新签订单陆续交付、确认收入，是 2023H1 公司收入端实现高速增长的核心驱动力。新签订单方面，2023H1 末公司在手订单约 46 亿元 (含税)，同比+3.24%，合同负债

19.93 亿元，较 2023 年初增长 15.83%。公司在手订单依旧饱满，为下半年业绩增长打下坚实基础。期间费用率明显下降，2023H1 净利率大幅提升。2023H1 公司实现归母净利润 1.99 亿元，同比+184%，落于业绩预告中位区间（1.95-2.05 亿元）；实现扣非归母净利润 1.79 亿元，同比+188%，同样落于业绩预告中位区间（1.75-1.85 亿元）。2023H1 销售净利率和扣非销售净利率分别为 11.70%和 10.50%，分别同比+4.58pct 和+4.23pct，盈利水平明显提升。1) 毛利端：2023H1 销售毛利率为 35.65%，同比-1.26pct，略有下降。2) 费用端：2023H1 期间费用率为 24.20%，同比-5.86pct，规模效应体现，其中销售、管理、研发和财务费用率分别同比-0.96、-5.80、+0.93 和-0.03pct，管理费用率大幅下降，是期间费用率提升的主要驱动力。长期受益锂电扩产浪潮，横向拓展打开成长空间。1) 锂电：我们预计 2025 年全球动力电池激光焊接设备市场规模将达 354 亿元，4680 电池对焊接设备的需求量价齐升，有望成为重要增长点。公司深度绑定宁德时代，二三线客户也有重要突破，将充分受益于下游大规模扩产。此外，储能需求快速放量，2022Q1-Q3 公司储能业务在锂电业务中的占比由往年的 10%上升至 20%以上，贡献新增量。2) 非锂电：（1）汽车：轻量化和智能化背景下，激光焊接技术优势将日益凸显，公司依托在动力电池领域积累的技术和客户资源，具备较强先发优势。（2）消费电子：小钢壳电池焊接设备已有小批量出货，后续存在较大成长空间。（3）光伏：公司积极布局 P1-P2-P3-P4 钙钛矿电池激光刻蚀工艺开发，以及 TOPCON 激光开膜、激光 SE、激光氧化等设备，进一步打开成长空间。盈利预测与投资评级：考虑动力电池扩产增速放缓，我们谨慎调整 2023-2025 年公司归母净利润预测分别为 4.93、6.83 和 8.73 亿元（原值 5.04、7.31 和 9.38 亿元），当前市值对应动态 PE 分别为 16、11 和 9 倍。公司立足锂电行业、横向拓展消费电子、汽车、光伏、氢燃料等领域，平台化延展成长性较为突出，维持“买入”评级。风险提示：动力电池行业扩产不及预期，市场竞争加剧等。

（证券分析师：周尔双）

### 新奥股份（600803）：2023 年中报点评：零售气价差修复，直销气利润大增

**投资要点** 事件：公司 2023 年上半年实现营收 672.13 亿元，同比下降 8.18%；归母净利润 22.04 亿元，同增 29.9%；核心利润 31.69 亿元，同增 30.9%；加权平均 ROE 同增 1.6pct 至 11.76%。未来三年全体股东每股派发现金股利 0.15 元（含税），每年现金分红比例不低于归属于上市公司股东的核心利润的 30%。零售气价差修复，直销气利润大增。公司归母净利润 22.04 亿元，同增 29.9%；核心利润 31.69 亿元，同增 30.9%，原因主要系天然气直销利润大幅增长，直销气核心利润同比增长 224.1%至 16.98 亿方。分业务来看：1) 天然气业务：营收 495.10 亿元，同减 12.63%；公司主动调整售气方向，零售气/直销气/批发气量分别-6.9%/+11.7%/-2.8%至 121.62/22.36/36.65 亿方。平均零售气/直销气价分别较去年同期增长 0.02/0.35 元/方至 0.52/ 0.73 元/方。2) 工程建设与安装业务：营收 41.88 亿元，同增 15.94%；毛利率为 38%，毛利贡献 16.3%。3) 能源生产业务：营收 28.24 亿元，2023H1 公司煤销量 188 万吨，同减 26.85%，甲醇销量 78 万吨，同减 2.5%。4) 基础设施运营业务：营收 6.03 亿元；舟山三期项目将新增处理能力 350 万吨/年，建成后处理能力超 1000 万吨/年。2023 年上半年，舟山接收站共实现天然气处理量 89 万吨，使用 3 个国网窗口。5) 综合能源业务：营收 74.16 亿元，同增 20.99%。2023 年 H1 公司综合能源销售量+45%达 156.64 亿千瓦时。在建/已签约项目 62/1119

个，潜在用能 86/146 亿千瓦时。天然气需求复苏，一体化布局助公司稳健发展。能源替代趋势下，天然气行业需求稳步增长，2022-2030 年国内天然气需求复增 6.3%。2022 年，舟山 LNG 接收站注入，公司形成上游气源+中游储运+下游客户的一体化布局。1) 气源：国际+国内双资源池，持续优化。2023 年上半年公司新签、累计签署长协 180、超 1,000 万吨/年。2) 储运：加大运输&储气布局。2022 年，公司获取 10 艘 LNG 船运力资源，2023 年上半年舟山处理量达 89 万吨并使用 3 个国网窗口，公司直销气业务全面快速开展。3) 客户：下游客户优质，顺价机制趋于完善。截至 2023 年 H1，公司共有 254 个城燃项目，石家庄、廊坊、保定、河源、龙岩、青岛等企业（气量占比约 30%）完成居民调价，整体价差有所恢复。盈利预测与投资评级：公司已完成新奥能源和舟山接收站资产的注入，实现天然气全产业链布局，天然气业务稳健发展，龙头地位日益稳固。我们维持 2023-2025 年公司归母净利润 66.51/79.20/94.12 亿元，同增 13.81%/19.07%/18.84%，EPS 为 2.15/2.56/3.04 元，对应 PE 8.0/6.7/5.6 倍（估值日期 2023/8/25），维持“买入”评级。风险提示：经济复苏不及预期、安全经营风险，汇率波动

（证券分析师：袁理 证券分析师：任逸轩）

### 三星医疗（601567）：2023 年中报点评：医疗与配用电业务稳健向好，毛利率显著提升

**投资要点** 事件：2023 年 H1，公司实现营业收入 55.49 亿元（+26.17%，表示同比增长，下同），实现归母净利润 8.70 亿元（+147.60%），扣非归母净利润 8.16 亿元（+66.29%）；单 Q2 季度，公司实现营业收入 33 亿元（+36.63%），归母净利润 6 亿元（+221.37%），扣非归母净利润 5.5 亿元（+90.46%）。23H1 公司毛利率 31.12%（+4.63 pp）。归母净利润符合预告中值、收入符合预期，整体业绩符合我们预期。医疗服务稳健扩张，收入利润实现高增长。医疗服务板块，2023H1 实现收入 12.75 亿元（+45.36%），分部净利润 1.14 亿元（+48%）；公司于 23 年 3 月公告收购 5 家医院 100% 股权（23 年 5 月开始并表），同时完成自建 2 家康复医院。公司旗下医院进一步增加至 25 家，总床位数约 7300 张，23H1 总出院人次 2.72 万人次（+25%）。康复医疗板块保持“自建+并购”8-10 家稳步推进，新建医院亏损影响逐步减小，利润增长加快。海外订单高增长，智能配用电利润率显著提升。智能配用电板块，2023H1 实现营业收入 42.61 亿元（+22.40%），实现净利润 7.51 亿元（+178.63%）。其中：1) 用电业务实现营业收入 22.16 亿元（+10.73%）；2) 配电业务实现营业收入 20.45 亿元（+38.18%）。此外随着公司产品线的延展，23H1 新能源业务实现营业收入 3.75 亿元（+187.75%）。截至 2023H1，公司累计在手订单 118.46 亿元（+36.95%）；国内累计在手订单 74.18 亿元（+26.42%），海外累计在手订单 44.28 亿元（+59.18%）。公司海外业务高速增长，叠加产品升级与降本增效带来毛利率提升，利润端增速远高于收入增速，23H1 净利率同比提升 10 个点。同时公司在手订单充足，保障后续业绩增长。盈利预测与投资评级：考虑到公司智能配用电业务毛利率与净利率快速提升，我们将 2023-2025 年公司归母净利润由 12.13/16.15/19.46 亿元调整至 16.48/21.07/25.35 亿元，对应当前市值的 PE 估值分别为 13/10/8 倍。维持“买入”评级。风险提示：医院扩张与盈利或不及预期风险；医疗管理层团队变动风险；医保政策不确定性风险；海外订单增长或不及预期风险；电表成本上涨风险等。

（证券分析师：朱国广 证券分析师：冉胜男）

### 九牧王（601566）：23 年中报点评：Q2 主业加速恢复，非经损益影响

## 净利

**投资要点** 公司公布 2023 年中报：23H1 营收 14.01 亿元/yoy+8.85%/较 21H1 增 0.31%、归母净利 9242 万元/同比扭亏/较 21H1 降 24.51%、扣非净利 1.38 亿元/yoy+173.34%/较 21H1 增 87%。收入已恢复至 21 年同期水平；扣非净利大增主因毛利率提升、费用率下降，盈利水平明显改善；归母净利尚未恢复至 21 年同期水平，主因公允价值变动拖累。分季度看，23Q1/Q2 营收分别为 7.72/6.28 亿元，分别同比 +0.84%/+20.61%、较 21 年同期分别 -4.82%/+7.44%、Q2 营收加速恢复，归母净利分别为 9722/-480 万元、分别同比扭亏/亏损、较 21 年同期分别同比 -1.77%/亏损，Q2 净亏损主因公允价值变动（主要为金融资产价值变动）及资产减值损失（主要为存货减值）拖累。渠道调整优化，店效提升促主品牌及 ZIOZIA 收入恢复增长。1) 分品牌看，23H1 九牧王/FUN/ZIOZIA 收入分别同比 +12.6%/-32.4%/+9.4%，分别占比 90%/5%/4%。截至 23H1 末九牧王/FUN/ZIOZIA 门店分别为 2170/119/101 家、较 22H1 末净关 58/23/46 家，同比 -2.6%/-27.9%/-18.5%。三个品牌均为净关店，主因公司战略变革下优化渠道、主动关闭低效店铺。FUN 关店幅度较大、拖累收入下滑，九牧王主品牌及 ZIOZIA 疫情放开后销售有所恢复（22H1 受疫情影响基数较低）、店效提升带动收入正增（23H1 九牧王营业两年以上门店店效同比 +20%+）。2) 分渠道看，23H1 线上/直营/加盟收入分别同比 +15.2%/+14.5%/+4.3%、分别占比 12%/41%/43%。截至 23H1 直营/加盟门店分别为 737/1653 家、较 22 年末净关 122/8 家、对应同比 -14.2%/-0.3%，线上保持较快增长，直营及加盟在店效改善带动下收入增长，直营基数较低、增长较快。净利率上半年大幅改善、Q2 受非经项目影响出现下降。1) 毛利率：23H1 同比 +2.99pct 至 63.68%，23Q1/Q2 分别同比 -1.37/+8.64pct 至 60.53%/67.55%，Q2 毛利率提升较多，主因九牧王主品牌及 ZIOZIA 控制折扣、全渠道毛利率提升、高毛利直营收入占比提升。2) 费用率：23H1 同比 -6.41pct 至 45.36%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比 -6.30/+0.93/-0.16/-0.88pct 至 34.35%/9.12%/1.63%/0.26%，销售费用率下降较多、主因净关店相关费用减少。23Q1/Q2 期间费用率分别同比 -2.21/-13pct。3) 非经项目：23H1 公允价值变动 -8345 万元/同比收窄（22H1 为 -1.1 亿元），其中 23Q1/Q2 分别为 -3457/-5188 万元（22Q1/Q2 分别为 -1.65 亿元/+5930 万元），23Q2 同比亏损大幅增加；23H1 资产减值损失 6546 万元/同比增多（22H1 为 5432 万元），其中 23Q1/Q2 分别损失 6395/152 万元（22Q1/Q2 分别损失 918/4514 万元），23Q2 减值损失收窄；综合两个项目来看，23H1 非经项目亏损同比收窄、但单 Q2 亏损加大。4) 归母净利率：23H1 同比 +11.26pct 至 6.6%，23Q1/Q2 分别同比 +20.09/-0.28pct 至 12.59%/-0.76%，Q2 出现下降主要受到非经项目影响。5) 存货：截至 23H1 存货 7.83 亿元/yoy-5.09%，存货周转天数同比减少 23 天至 295 天，存货周转效率提升。6) 现金流：23H1 经营活动净现金 2.4 亿元/yoy+1722.7%、主因成本及费用支付减少，货币资金 10.12 亿元、资金充沛。盈利预测与投资评级：公司为国内男裤第一龙头，20 年与君智咨询合作开启“男裤专家”战略改革，围绕品牌、产品、渠道进行改革，23H1 疫后修复+战略变革逐步显效促主业趋势向好，营收已恢复至 21 年同期水平、扣非净利较 21 年同期呈现较大幅度增长、店效、盈利能力均明显改善，但受到公允价值变动亏损拖累，上半年归母净利尚未恢复至 21 年同期水平且 Q2 单季净利仍出现亏损，公司未来计划缩小金融资产规模、减小非经项目对业绩的扰动。渠道调整下公司上半年仍处净关店、但截至 23H1 末新开或整改的十代店数量近

1000家(22年末850家)、占比超过45%、明显提升,预计未来保持每年400家左右的升级速度,战略变革效果有望继续加强。考虑非经常性损益对净利的影 响,我们将23-25年归母净利润分别从2.84/3.55/4.35亿元下调至2.45/3.23/3.96亿元、对应23-25年PE为23/17/14X,维持“增持”评级。风险提示:经济及消费疲软,金融资产公允价值波动,品牌转型不及预期等。

(证券分析师:李婕 证券分析师:赵艺原)

### 荣盛石化(002493):2023年半年报点评:Q2盈利环比改善,新材料项目有序推进

**投资要点** 事件:公司发布2023年半年报,实现营收1545亿元,同比+5%,实现归母净利润-11.3亿元,扣非净利润-13.9亿元,同比均由盈转亏,中报业绩符合预告值。其中23Q2单季度,实现归母净利润3.4亿元,同比-85%,实现扣非净利润1.8亿元,同比-92%,环比均扭亏为盈。大炼化进入业绩修复通道,估值性价比凸显:1)截至8月23日,汽油/柴油/PX/纯苯/聚乙烯/聚丙烯较原油价差分别处于近五年95%/85%/83%/76%/7%/8%分位,其中成品油和芳烃率先进入景气周期,烯烃盈利也已出现边际回升迹象。2)与此同时,公司PB仍处于近五年8%分位,估值修复明显滞后于价差表现。站在当前时点,我们认为本轮炼化周期的底部已经确立,龙头企业有望在周期修复和产能扩张中,迎来新一轮的业绩上升期,而估值端尚未对此进行定价,大炼化配置的性价比已经凸显。PX扩产周期结束,景气上行通道开启:1)3月份以来PX盈利显著改善。23Q2期间国内PX-石脑油价差为430美元/吨,环比+92美元/吨,较年初+126美元/吨。截至8月23日,PX-石脑油最新价差为400美元/吨,依然维持在高景气区间。2)炼厂催化重整装置是PX最主要的供应来源,随着本轮民营炼化投产周期的结束,PX产能增速将大幅下行。根据百川盈孚统计,2024-2026年期间,国内PX新增产能仅为500万吨,CAGR约4%,其中2023H2起PX投产压力将大幅缓解,行业开工率和盈利中枢有望逐步上移。公司通过浙石化和中石化控股1060万吨PX产能,有望在本轮修复周期中受益。千亿投资布局新材料,“减油增化”提高附加值:1)公司以浙石化平台为依托,向下游延伸布局EVA、DMC、PC、ABS等一批新能源新材料产品,合计投资规模超千亿,其中23H1期间,40万吨ABS、6万吨溶聚丁苯橡胶、10万吨顺丁稀土橡胶、25万吨功能性聚酯薄膜等装置已成功投产。2)除此之外,公司在舟山金塘成立荣盛新材料(舟山)有限公司,拟投资500亿打造精细化工产业园,在台州临海成立荣盛新材料(台州)有限公司,拟投资1480亿建设年产1000万吨高端化工新材料项目,目前前期工作正在有序开展。盈利预测与投资评级:我们维持公司2023-2025年归母净利润为45、106、153亿元,按8月25日收盘价计算,对应PE分别26.2、11.3和7.8倍。炼化板块景气回升,新材料布局逐步成型,维持“买入”评级。风险提示:原材料价格波动、需求恢复不及预期、炼化行业竞争加剧

(证券分析师:陈淑娴 证券分析师:陈李 证券分析师:郭晶晶 研究助理:何亦桢)

### 振华科技(000733):2023年中报点评:业绩稳健增长,看好军用电子领先企业发展前景

事件:公司发布2023年半年度报告。报告期内公司实现营业收入约43.12亿元,同比增长12.41%;归母净利润约15.30亿元,同比增长20.12%。投资要点 军用电子领先企业,业绩快速增长。报告期内,公司聚焦于电子元器件核心主业,围绕构建电子元器件产业生态链“建链、展链、强链”,以技术创新为先导,着力关键核心技术研发,持续

加大科技投入，努力提升核心竞争力，整体运营实现持续高质量发展。期间，受益于新型电子元器件板块企业的高可靠产品市场持续向好，高附加值产品销售同比增加，2023年上半年公司实现营收同比增长12.41%；归属于上市公司股东的净利润同比增长20.12%；毛利率62.42%，同比提升0.33pct。多项技术国内领先，核心竞争力明显。公司在基础元器件领域，攻克了合金箔材真空热处理技术，实现了低电阻温度系数合金箔电阻器的生产；突破了表贴式高压熔断器的关键技术；实现了高压有机钽电容器额定电压新的突破；成功研制出了LTCC小尺寸巴伦滤波器，满足小型化需求，填补国内空白；成功研制出高精度电流传感器，性能达到国内先进水平。在半导体分立器件领域，突破了屏蔽栅沟槽MOSFET关键技术，成功研制出基于第七代IGBT芯片的功率模块。在混合集成电路领域，高功率密度微电路DC/DC电源产品形成了从1/32砖到全砖系列的产品谱系，突破了开关电源数字算法关键控制技术、电源管理总线通信技术等关键核心技术。报告期，公司新设立了成都研发平台和南京研发平台，深度开展用研结合，核心竞争力明显。定增25.18亿元已获深交所审核通过，进一步提升核心竞争力。公司定增申请已通过审核，募集的资金将用于半导体功率器件产能提升项目、混合集成电路柔性智能制造能力提升项目、新型阻容元件生产线建设项目、继电器及控制组件数智化生产线建设项目、开关及显控组件研发与产业化能力建设项目以及补充流动资金。公司作为国内电子元器件领先企业，深耕相关技术研发超20年，高端产品处于国际领先水平，在研发投入与专利数量上均处于行业领先地位。随着定增投资项目的投产，公司技术水平和产能将得到提高，进一步提升核心竞争力。盈利预测与投资评级：考虑下游装备的放量节奏，我们预计2023-2025年归母净利润为29.40(-0.54)/35.31(-1.62)/45.92(+0.50)亿元，对应PE分别为15/13/10倍，维持“买入”评级。风险提示：1) 下游需求及订单波动；2) 原材料价格上涨；3) 客户集中度较高风险。

(证券分析师：苏立赞 证券分析师：许牧)

### 霍莱沃(688682)：2023年中报点评：RDSim和低轨卫星有望进一步提振业绩

事件：公司2023年8月25日发布2023年半年度报告。公司2023年上半年营收1.34亿元，同比上涨21.81%，归母净利润0.11亿元，同比上涨27.78%。投资要点 业务交付上升，营收同比上涨21.81%。受益于整体宏观环境的稳定，公司积极展开业务执行和产品交付，着重推动研发创新和市场推广，公司上半年经营状况良好。2023年上半年营收1.34亿，同比上涨21.81%，归母净利润1144万元，同比上涨27.78%，毛利率上涨至31.42%，主要系公司销售规模增长带来的营业成本增加和项目本期结算的硬件成本较高。销售费用0.08亿元，销售费率5.78%，主要系公司H2加大了市场推广，研发费用同比上涨26.27%，研发费率15.81%，主要系公司扩大研发团队，科研薪酬增加。核心产品实现自主可控，深化拓展应用场景。公司响应国家核心技术自主可控政策，实现RDSim三维电磁仿真软件自主研发。RDSim三维电磁仿真软件为公司在CAE业务的核心产品，具备多算法融合的优势，应用领域广泛，涵盖了天线及天线罩、雷达散射截面、微波器件等多个领域，适用于军工和民用双重应用。在民用领域方面，RDSim已经于汽车雷达和整车布局等方向取得突破性进展。下游市场新驱动呈现，科研铸造“护城河”。公司电磁仿真验证、电磁测量系统及相控阵产品三大业务多元布局，下游市场需求旺盛。CAE广泛应用于国防军工、航空航天领域，但制造业其他领域渗透仍低。国内CAE市场

有较大潜力,用户接受度提升和自主可控需求增加将推动国产 CAE 市场发展。低轨卫星和卫星互联网刺激测试测量市场需求快速增长态势,刺激公司在射频测量系统和星载天线和整星的测量系统业务快速增长。此外,隐身装备成新热点,推动散射截面测量系统业务释放。公司在相控阵领域不断突破核心技术以技术优势积极开拓市场,实现业务迅速增长,为样机交付奠定了坚实基础。盈利预测与投资评级:基于下游应用领域广阔前景和公司在雷达检测领域的领先地位,我们将 2023-2025 年归母净利润调整为 0.81(-0.30)/1.06(-0.59)/1.47 亿元;对应 PE 分别为 43/33/24 倍,维持“买入”评级。风险提示:1) 市场竞争加剧;2) 收入季节性波动;3) 人才流失和技术泄密。

(证券分析师: 苏立赞 证券分析师: 许牧)

### 中航电子(600372): 2023 年中报点评: 归母净利润同增 25.30%, 两次增发打造一流航空电子企业

事件: 公司发布 2023 年中报。2023 年上半年实现营收 139.81 亿元, 同比增长 2.75%, 实现归母净利润 10.24 亿元, 同比增长 25.30%。投资要点 归母净利润大幅增长, 存货提升体现未来营收信心: 公司 2023 年上半年实现营收 139.81 亿元, 同比增长 2.75%, 略高于公司业绩预告, 实现归母净利润 10.24 亿元, 同比增长 25.30%。公司 2023H1 盈利能力承压, 其销售毛利率 26.74%, 同比下降 7.31pct, 销售净利率 8.77%, 同比下降 15.35pct。但其费控能力有所提升, 2023H1 研发费用为 11.37 亿元, 同比增加 22.74%, 管理费用达 10.51 亿元, 同比下降 0.97%, 在研发保持增长的同时管理能力也有一定效益提升。2023 第二季度实现营收 115.14 亿元, 同比增加 2.25%, 归母净利润 8.14 亿元, 同比增加 32.03%, 二季度业绩实现高速增长。公司 2023H1 末存货达 13110.60 亿元, 同比大增 98.08%, 体现了公司对未来收入增加的信心。半年内两次增发致力于打造全球一流机载平台: 2023 年 4 月 14 日公司公告增发 486.24 亿元, 收购中航机电 100% 股权, 中航机电是航空工业旗下航空机电系统的专业化整合和产业化发展平台。中航电子作为存续公司将整合吸收合并双方资源, 优化航空工业机载板块的产业布局, 有效提升存续公司核心竞争力。2023 年 7 月 6 日公司公告增发 50 亿元, 打造建设航空引气子系统 etc 机载产品产能项目、液压作动系统产能提升项目、航空电力系统生产能力提升项目等。聚焦高质量发展, 由内而外赋能活力提升: 中航电子产品谱系全面, 应用领域广泛, 拥有较为完整的航空电子、机电产业链, 是航空电子系统、航空机电系统产品领先企业。公司产品涉及航空机载、非航空防务和非航空民品三大领域, 具有明显的专业领域竞争优势, 市场份额较大, 盈利能力较强。未来有望受益于下游航空装备的加速列装和信息化程度的持续升级营收业绩步入快车道, 在内部管理改革效率活力双重提升的牵引下有望实现盈利能力的持续提升。盈利预测与投资评级: 基于十四五期间军工行业高景气, 并考虑公司在航空机载业务的核心地位, 我们将 2023-2025 年归母净利润调整为 22.75 (+11.31) /29.96 (+15.53) /34.94(+17.19) 亿元; 对应 PE 分别为 31/23/20 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 1) 市场竞争加剧风险; 2) 供应链风险; 3) 技术创新风险; 4) 质量控制风险。

(证券分析师: 苏立赞 证券分析师: 许牧)

### 华秦科技(688281): 2023 年中报点评: 总营收同比增长 41.25%, 型号任务饱满

事件: 公司发布了 2023 年半年度报告, 2023H1 公司实现营业收入约 3.82 亿元, 同比增长 41.25%; 归属于上市公司股东的净利润约 1.84 亿元, 同比增长 48.05%; 经营活动产生的现金流量净额约 0.97 亿元,

同比增长 193.99%。投资要点 营收利润持续高增长，盈利能力稳健。2023 上半年，公司型号任务持续增加，且小批试制新产品订单陆续增多，当期产销量较上年同期稳步提高，闲置募集资金理财使得投资收益有所增加，使得公司经营业绩较上年同期增加，公司营业收入、归属于上市公司股东的净利润、基本每股收益等经营指标均较上年同期有所增长。2023H1 公司经营活动产生的现金流量净额为 9683.16 万元，同比增加 193.99%，主要系本期应收票据到期承兑金额较大所致。军用特种功能材料领先企业，行业壁垒高。公司深耕特种功能材料多年，产品包括隐身材料、伪装材料及防护材料等，是目前国内极少数能够全面覆盖常温、中温和高温隐身材料设计、研发和生产的高新技术企业，尤其在中高温隐身材料领域技术优势明显，产业化成果突出。公司突破多项关键技术瓶颈，已形成耐高温隐身涂层材料、防腐隐身涂层材料及隐身复合材料等多系列产品，在多军种、多型号装备实现装机应用。深化产业布局，积极研发投入，核心竞争力明显。公司聚焦主业，布局产业，坚持特种功能材料核心主业不动摇，通过能力的延伸与拓展，在具有协同效应的产业积极布局，先后成立华秦航发（主营业务为航空发动机零部件加工与制造）、华秦光声（主营业务为声学超构材料、声学装备与技术服务）、瑞华晟新材（主营业务为航空发动机用陶瓷基复合材料及其结构件研发与生产）。公司持续深耕特种功能材料领域，凭借深厚的技术积累和丰富的应用经验，形成了一系列具有自主知识产权的核心技术，多项技术获得政府奖励。盈利预测与投资评级：基于十四五期间军工行业高景气，并考虑公司在航发产业链的核心地位，我们将公司 2023-2025 年归母净利润调整为 4.70（+0.08）/6.43（+0.13）/8.82（+0.58）亿元；对应 PE 分别为 55/40/29 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）

### 三角防务（300775）：2023 年中报点评：航空锻件核心供应商，有望受益于下游高景气

事件：2023 年 8 月 25 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 12.74 亿元，同比增长 39.72%，归母净利润 4.21 亿元，同比增长 39.77%；扣非净利润 4.14 亿元，同比增长 39.05%。投资要点 Q2 归母净利润同增 26.97%，盈利能力保持稳定。2023 年上半年公司营收 12.74 亿元，同比增长 39.72%，归母净利润 4.21 亿元，同比增长 39.77%；毛利率为 46.46%（同比-0.21pct），归母净利率 33.04%（同比+0.01pct）。其中 Q2 季度营收 6.15 亿元，同增 27.14%，归母净利润 2.03 亿元，同增 26.97%，扣非净利润 1.96 亿元，同增 23.82%。公司坚持主业，专注于钛合金、高温合金、高强度钢等锻件领域，完善产品研发、生产和销售服务体系，取得了良好业绩成果。专注研发占据竞争优势，锻压领域技术实力雄厚。公司 2023 年上半年研发费用高达 3078.69 万元，同比增长 36.97%，体现公司对高新技术研发的重视。公司研发团队在大型锻件产品制造行业积累了丰富的研究成果和技术，目前取得 11 项发明专利、12 项实用新型专利，这些专利均为业内领先水平，并在军工领域得到充分应用。航空锻件核心供应商，有望受益于下游高景气。我国现役军机数量有限，先进机型结构与世界空军强国之间差距较大，十四五后期存在强烈升级换装需求。公司拥有的 400MN 大型模锻液压机是目前世界上最大的单缸精密模锻液压机，具有刚性好、压力稳定、压制精度高、生产工艺范围宽广、批量锻件一致性好等特点，参与到新一代战斗机、大型运输机等军工装备重要型号预研到定型的整个阶段。公司具有生产军工产品

全部资质，积累了稳定的、优质的国防军工企业等客户资源，有望充分受益于军机升级换代需求。盈利预测与投资评级：基于十四五军工行业高景气，并考虑公司在锻造领域的核心地位，我们将 2023-2025 年归母净利润调整为 8.10(-0.57)/10.53(-1.09)/12.70(-2.34)亿元；对应 PE 分别为 20/15/13 倍，维持“买入”评级。风险提示：1) 下游需求及订单波动；2) 应收账款坏账风险；3) 客户集中度较高风险。

(证券分析师：苏立赞 证券分析师：许牧)

### 中航高科 (600862): 2023 年中报点评: 营收同比增加 4.93%，航空新材料业务增长良好

事件：公司发布 2023 年中报。2023 年上半年实现营收 24.12 亿元，同比增长 4.93%，实现归母净利润 5.51 亿元，同比增长 15.90%。投资要点 新业务蓬勃生长，2023 年上半年营业收入同比增加 15.90%：2023 年 H1 公司实现营业收入 24.12 亿元，同比增长 4.93%，主要系新业务发展良好影响。从业务角度分类，本报告期间，受航空复合材料原材料产品和炭材料刹车制品销售增长因素影响，航空新材料业务营业收入同比增长 4.59%；机床装备业务营业收入同比增长 3.81%，主要系航空零部件加工同比增加所致。新业务发展良好使营收增加、原材料采购成本和人工成本下降、装备业务结构变化等因素影响，2023H1 归母净利润同比增长 15.90%。公司 2023H1 销售费用为 0.14 亿元，同比增长 9.75%，主要由于职工薪酬、差旅费用同比增加；管理费用同比增加 15.51%，主要系产品保险费、职工薪酬同比增长所致。放弃对参股子公司股权的优先购买权，符合公司战略规划：2023 年 4 月 26 日，中航高科发布公告宣布，航为高科为公司的参股子公司，因自身战略发展需要，拟通过进场交易方式转让其持有的航为高科全部 23.55% 的股权。中航高科从自身实际战略规划考虑，分析得出航为高科的航空标准件业务和公司“十四五”规划重点发展方向不契合，遂放弃对上述股权的优先购买权。该决策并不会对公司的财务状况以及生产经营活动产生不利影响，符合公司自身发展策略。坚持以技术为核心竞争力，不断加深在航空复合材料领域的影响力：截至 2023H1 末，公司有效发明专利总数为 286 件。在政策的利好下，我国复合材料发展前景广阔。公司抓住航空装备和复合材料技术跨时代发展的机遇，持续增大研发投入，提升企业自主研发的能力，不断巩固公司的市场地位和核心技术优势。同时，坚持业务拓展，航天新材料业务发展迅速，为公司增加营收；在高端智能装备业务方面也取得了阶段性的进步，促进公司健康发展。盈利预测与投资评级：基于十四五期间军工行业高景气，并考虑公司在碳纤维产业链的核心地位，我们将 2023-2025 年归母净利润预测调整为 10.10(-0.13)/13.57(+0.48)/16.84(+0.36)亿元；对应 PE 分别为 34/25/20 倍，维持“买入”评级。风险提示：1) 战略举措未能实现对资源的有效管理风险；2) 复合材料业务受宏观经济波动及政策影响风险。

(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>