

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2023-08-30

宏观策略

2023年08月30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

固收周报 20230829: 反脆弱: 转债发行是否提速? 历史发行情况对比

本周(8月21日-8月25日)权益市场整体下跌, 全指数收跌; 中证转债指数下跌 1.27%。

行业

房地产行业跟踪周报: 新房销售环比持续改善, 三部委推动落实“认房不认贷”政策

周观点：8月第4周新房成交数据环比上升20.4%，同比降幅持续缩窄。二手房销售环比微增同比转正。本周中央利好政策密集发布：三部委推动落实购买首套房贷款“认房不用认贷”政策；国常会通过《关于规划建设保障性住房的指导意见》；证监会优化上市房企再融资安排。我们认为后续一线城市局部的限购限贷政策有望跟进放松，带动市场需求企稳回升。推荐关注土储充裕、布局聚焦核心城市、信用资质良好的房企，未来有望率先受益于市场复苏和政策放松；同时由于疫情影响褪去带来利润修复，物业股有望迎来估值+业绩的双击。推荐：1) 开发商：保利发展、招商蛇口、滨江集团、华发股份，建议关注中国海外发展、保利置业集团；2) 城中村改造受益标的：越秀地产、城建发展、珠江股份；3) 物业公司：华润万象生活、绿城服务、保利物业、越秀服务；4) 代建公司：绿城管理控股。风险提示：房地产调控政策放宽不及预期；行业下行持续，销售不及预期；行业信用风险持续蔓延，流动性恶化超预期；疫情反复、发展超预期。

环保行业点评报告：《关于继续开展小微企业危险废物收集试点工作的通知（征求意见稿）》印发

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。

推荐个股及其他点评

科士达 (002518)：2023年中报点评：光储阔步向前，数据中心乘风高增！
 盈利预测与投资评级：基于磷酸铁锂电池包价格大幅下降，叠加Solaredge下调户储出货预期，我们下调公司2023-2025年盈利预测，我们预计2023-2025年归母净利润10.6/15.8/20.4亿元（前值12.6/21.0/30.7亿元），同比增加62%/49%/29%，基于公司在光储、数据中心两行业的领先地位，给予公司2023年25xPE，目标价45.0元，维持“买入”评级。风险提示：大客户合作未能顺利推进，政策不及预期，扩产进度不及预期，行业竞争加剧。

科美诊断 (688468)：2023年中报点评：业绩略超预期，逐季度加速恢复
 盈利预测与投资评级：考虑到集采、反腐等影响，我们将公司2023-2025年归母净利润由2.0/2.9/4.0亿元下调至2.0/2.5/3.4亿元；2023-2025年P/E估值分别为19/15/11X；基于公司1) LiCA平台装机加速，2) DRGs等政策推进进口替代，3) 光激发光技术优势明确；维持“买入”评级。风险提示：集采风险、装机不及预期、研发不及预期等。

宇通客车 (600066)：2023年中报业绩点评：业绩高质量增长，出口红利持续兑现！

盈利预测与投资评级：宇通客车是汽车行业【中特估&一带一路】的典范，将率先代表中国汽车制造业成为真正意义的全球龙头。我们维持公司2023-2025年营业收入为251/294/345亿元，同比+15%/+17%/+18%，归母净利润为13.9/20.1/27.5亿元，同比+84%/+44%/+37%，对应EPS为

0.6/0.9/1.2 元，对应 PE 为 19/13/10 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。

华海清科 (688120): 2023 年中报点评: CMP 设备持续放量, 业绩实现高速增长

盈利预测与投资评级: 考虑到下游招标和设备交付节奏, 我们谨慎调整公司 2023-2025 年营业收入预测分别为 25.39、35.93 和 45.80 亿元 (前值 27.25、36.30 和 46.95 亿元), 当前市值对应动态 PS 分别为 12、9 和 7 倍。基于公司较高的成长性, 维持“买入”评级。风险提示: 下游资本开支下滑、美国制裁影响、新品产业化不及预期。

迈威生物-U (688062): 2023 年中报点评: 正在面向全球推进产品的商业化转化, Nectin-4 ADC 数据表现亮眼

公司 2023 年上半年, 实现收入 0.90 亿元, 同比+714%, 主要来源于美国 DISC MEDICINE 公司就 9MW3011 合作项目的确认付款及迈利舒 0.139 亿的销售收入。2023 年上半年公司研发费用为 3.4 亿, 同比+8%, 主要与多个产品的临床投入相关; 销售费用为 0.872 亿, 同比+120%, 主要与君迈康、迈利舒等产品的商业化开展相关。

卓胜微 (300782): 2023 年中报点评: 业绩环比改善, 高端模组放量在即短期业绩承压, 新产品逐步放量。公司 2023 H1 实现营收 16.7 亿元 (同比-25%); 归母净利润 3.7 亿元 (同比-51%); 2023 Q2 营业收入为 9.5 亿元 (环比+34%), 归母净利润为 2.5 亿元 (环比+115%) 研发费用为 2.5 亿元 (同比+51%)。公司业绩短期承压主要有以下三个原因: (1) 消费电子换机周期变长, 导致下游消费电子市场需求不足, 同时产业链仍处于去库存的阶段, 导致营收增长动力乏力; (2) 公司持续推动芯卓半导体产业化项目滤波器产品线的建设, 研发费用、折旧费用同比增加; (3) 随着产品市场竞争愈发激烈, 产品整体毛利率同比下降。2023Q2 由于手机去库存逐步优化, 手机市场短期促销提振, 模组开始逐步放量, 毛利率逐步提升, 归母净利润环比增长显著。公司深耕高端射频模组领域, 构筑新的增长引擎, 加强对自产滤波器的 DiFEM、L-DiFEM、GPS 模组等产品的创新研发, 并于 23 年 Q2 开始逐步放量。

斯迪克 (300806): 2023 中报点评: 短期业绩承压, OCA 与新能源驱动长期成长

短期业绩承压, 静待需求复苏: 公司 2023 年 H1 实现营收 9.8 亿元, yoy-5.1%; 归母净利润 0.7 亿元, yoy-29.0%; 扣非归母净利润 0.5 亿元, yoy-36.6%, 2023 年 H1 业绩承压, 行业稼动率恢复不及预期。分业务来看: 1) 电子级胶粘材料营收 4.3 亿元, yoy-3.9%; 2) 薄膜包装材料营收 2.0 亿元, yoy-22.0%; 3) 功能性薄膜材料营收 2.7 亿元, yoy-3.0%。公司作为国内 OCA 光学胶膜行业内领先企业, 上半年受经济下行、市场需求萎缩的影响, OCA 业务开拓不及预期, 产能利用率不及预期。同时随着公司在建项目陆续投产转固, 固定资产较 2022 年底增加 3.5 亿元, 折旧摊销费用的增长影响业绩释放。电子级胶粘材料盈利能力突出, OCA 持续突破: 电子级胶粘材料是公司毛利率最高的产品, 2023 年 H1 营收占比近 44%, 毛利率高达 44%, 已经供货国内外知名客户。同时公司不断增强技术研发及生产能力, 逐步拓展高端电子级胶粘材料市场, 不断提高高端产品占比。OCA 光学胶整体市场规模在百亿级, 主要被美日韩三国厂商占据。公司 OCA 光学胶膜产品在 VR 及手机终端品牌实现突破, 同时借助成本优势切入白牌和返修市场, 起量后有望切入更多国产手机厂

商，有望引领OCA光学胶国产替代；同时VR光学pancake创新也为公司带来更多切入机遇。功能性复合材料需求空间广阔，业绩有望实现突破：当前功能性材料主要应用领域以汽车电子及新能源汽车电池两部分应用为主，主要涉及到汽车电子导电材料、阻燃材料以及能源电池的固定胶带、高性能导热界面材料等。公司主要竞争对手为海外供应商，例如日东、寺冈等，目前公司所占的市场份额尚较低。公司已成为国际大客户的一级供应商，签署了“圆柱电池电芯内部的胶带”的定价协议，与新能源车国际大客户的合作标志着公司开始加速进入电池领域，考虑到国际大客户电池处于快速自产阶段，未来合作有望持续深化并贡献显著业绩增量。盈利预测与投资评级：考虑上半年行业景气度复苏不及预期，我们调整盈利预测，23-25年归母净利润调整为2.3/3.5/5.2亿元（前值为3.5/5.0/7.0亿元），对应PE分别为34/22/15倍。受益于折叠屏销量高增以及公司客户拓展，公司光学、新能源业务有望保持高速增长，维持“买入”评级。

森马服饰（002563）：23年中报点评：Q2业绩加速修复，经营质量持续改善

盈利预测与投资评级：公司为国内童装+休闲装双龙头，23H1随国内消费回暖收入降幅显著收窄，毛利率提升、费用率下降、归母净利润同比大增，单Q2收入恢复正增、净利同比扭亏、实现较好盈利，22年8月公司提出的“全域融合”改革开始显效，盈利能力与运营质量明显提升。7月全渠道终端零售流水同比-5.6%、8月前27日同比+4%，呈改善趋势。我们认为下半年销售收入有望在净开店带动下进一步改善、全年利润率较22年显著改善。我们维持23-25年归母净利润10.5/14.1/16.3亿元的预测、对应PE16/12/10X，维持“买入”评级。风险提示：消费及经济疲软，疫情反复。

拓荆科技（688072）：2023年中报点评：股份支付费用压制利润端表现，在手订单饱满

盈利预测与投资评级：我们维持2023-2025年公司营业收入预测分别为31.67、44.82和58.66亿元，当前市值对应动态PS为14、10和7倍，考虑到公司较强的成长性，维持“买入”评级。风险提示：晶圆厂资本开支下滑、国产化率提升不及预期等。

沪光股份（605333）：2023年半年报点评：新客户+新产能落地，H2有望实现扭亏！

盈利预测与投资评级：基于核心客户23H1产量不及预期，公司业绩短期承压，我们维持公司2023-2025年营收预测为33.09/50.65/67.20亿元，同比分别+1%/+53%/+33%；2023-2025年归母净利润预测为0.15/1.47/2.45亿元，同比分别-63%/+871%/+67%，对应PE分别为400/41/25倍。鉴于后续客户新车型及新项目逐步落地，公司经营业绩有望实现扭亏为盈，我们维持“买入”评级。

TCL中环（002129）：2023年中报点评：硅片稳健增长，N型不断提升

盈利预测与投资评级：基于产业链价格下行，我们下调公司2024-2025年盈利预测，我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为101/120/138亿元（2024/2025年前值为126/145亿元），同增48%/19%/15%，基于公司硅片龙头地位，N型出货占比高，价格具备优势，石英砂保障带来成本端优势，同时电池组件逐步落地，我们给予公司2024年12倍PE，对应目标价36元，维持“买入”评级。风险提示：政策不及预期，原材料

价格波动，竞争加剧。

捷佳伟创 (300724): 2023 年半年报点评: 业绩符合预期, 多领域布局助力高成长

盈利预测与投资评级: 受益于 TOPCon 持续扩产, 公司新签订单高增, 我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 15.2(前值 14.1, 上调 8%)/20.2(前值 18.9, 上调 7%)/29.7(前值 27.7, 上调 7%) 亿元, 当前股价对应动态 PE 分别为 19/14/10 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。

洋河股份 (002304): 2023 年中报点评: 上半年量价齐升, 省外快速增长
公司充分按照年度规划和安排有序推进各项工作, 我们调整 23-25 年归母净利润为 108/130/152 亿元(前值分别为 115、136、160 亿元), 同比 +15%/20%/17%(前值分别为 22%、18%、18%), 当前市值对应 PE 分别为 19/16/13X, 维持“买入”评级。

芯源微 (688037): 2023 年中报点评: 前道 Track 快速放量, 盈利水平明显提升

盈利预测与投资评级: 考虑到封测行业景气复苏进度, 我们谨慎调整 2023-2025 年公司营业收入预测分别为 18.50、25.70 和 34.78 亿元(原值 20.18、28.45 和 37.91 亿元), 当前市值对应动态 PS 分别为 10、7 和 5 倍。基于公司在前道 Track 和清洗领域的成长性, 维持“增持”评级。风险提示: 半导体行业投资下滑, 新品研发&产业化不及预期等。

招商蛇口 (001979): 2023 中报点评: 销售稳增投资积极, 顺势而为深耕高能级区域

招商蛇口作为地产龙头央企, 深耕高能级城市, 销售逆势跻身五强, 降本增效财务稳健。随着市场复苏进程加快, 公司业绩确定性增强。我们维持其 2023 年归母净利润为 57.8 亿元的预测, 上调 2024/2025 年为 100.2/140.5 亿元(前值为 99.6/139.8 亿元), 对应 EPS 为 0.69/1.20/1.68 元, 对应 PE 为 21.2X/12.2X/8.7X, 维持“买入”评级。

中国交建 (601800): 2023 年中报点评: 扣非净利高增, 海外业务表现亮眼

事件: 公司披露 2023 年中报, 实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润 3657.9/114.0/109.5 亿元, 同比分别+1%/+3%/+34%; 其中单二季度实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润 1892.0/58.2/55.1 亿元, 分别同比-1%/-3%/+68%, 基本符合预期。境外收入贡献增加, 毛利率实现改善:

(1) 分业务看, 23H1 公司基建建设/基建设计/疏浚业务/其他主营业务分别实现营收 3270.4/185.1/260.3/98.4 亿元, 同比分别+1.2%/-16.0%/-0.7%/-10.2%, 毛利率分别为 10.0%/16.6%/9.9%/5.5%, 同比分别+0.4/+3.9/+0.3/-1.2pct, 综合毛利率为 10.8%, 同比+0.5pct。基建建设营收增加主要由于海外项目收入贡献增加, 毛利率增加主要由于境内项目结构调整且成本控制所致; 基建设计营收下降的同时毛利率增加, 主要是由于设计板块业务结构调整, 聚焦设计主业; 疏浚业务营收下降的同时毛利率增加, 主要是由于低毛利项目减少; 其他主营业务收入增加主要是由于机械制造收入增加。(2) 分地区看, 23H1 境内/外分别实现收入 3094.3/563.6 亿元, 同比分别-1.1%/+10.3%, 毛利率分别为 11.0%/9.5%, 同比分别+0.6/-0.3pct, 境外收入占比同比小幅提升 1.4pct 至 15.4%。23H1 新签订单同比+10.6%, 运营项目经营质量改善: 23H1 公司新签合同额 8867.0 亿元, 同比+10.6%, 完成年度目标的 52%, 其中境外新签合同额为 1411.8 亿元,

同比+22.2%，今年10月我国拟召开第十届“一带一路”高峰论坛，公司开年以来积极参与外事活动，有望充分把握历史性机遇；截至二季度末公司进入运营期项目31个，23H1实现运营收入39.1亿元，净亏损5.1亿元，较去年同期净亏损13.0亿元明显改善。盈利预测与投资评级：公司是国内领先的特大型基础设施综合服务商，在路桥、港口、疏浚等基建领域具备领先优势，且开展海外业务多年，作为建筑央企“走出去”的主力军将充分受益于“一带一路”十周年发展机遇。我们维持公司2023-2025年归母净利润分别为215/236/259亿元，维持“买入”评级。风险提示：“一带一路”提振海外业务不及预期；基建投资增速不及预期；国企改革推进不及预期。

上海家化 (600315): 2023 半年报点评: 护肤品类增长趋势良好, 毛利率结构性优化

公司是国内多品牌的日化龙头，聚焦核心SKU和爆款打造，创新渠道和营销模式。考虑到海外业务阶段性承压，我们将公司2023-25年归母净利润从7.90/9.69/11.30亿元下调为6.81/8.15/9.72亿元，2023-25年归母净利润分别同比+44%/+20%/+19%，当前市值对应2023-25年PE26/22/19X，鉴于长期多品牌多品类竞争优势稳固，维持“买入”评级。

千禾味业 (603027): 2023 半年度业绩点评: 业绩符合预期, 零添加势能强劲

23Q2公司业绩符合预期，我们维持23-25年收入预期32/39/44亿元，同比+33%/20%/14%，维持归母净利润预期5.2/6.7/7.9亿元，同比+51%/29%/18%，对应PE分别为35/27/23x，维持“增持”评级。

沪电股份 (002463): 2023 年中报点评: Q2 单季业绩改善, “AI+汽车”双轮驱动

AI算力浪潮推动公司数通业务量价齐升，第二成长曲线汽车板业务充分受益于汽车电动化、智能化、网联化，由于胜伟策并表短期会对业绩有所影响同时受到汇率波动影响，因此我们下调公司2023-2025年归母净利润由17.1/21.6/26.9亿元至13.9/17.8/23.4亿元，当前市值对应PE分别为28/22/16倍，维持“买入”评级。

南网储能 (600995): 2023 半年报点评: 调峰水电拖累业绩, 新型储能加速发展

事件：考虑公司2022年9月重大资产重组，根据公司年报追溯可比口径下，2023年上半年实现营业收入28.61亿元，同比增长-4.3%；实现归母净利润6.93亿元，同比增长-17.3%。受2023H1调峰水电站偏枯影响，公司业绩下滑。1)调峰水电：2023H1西部调峰水电站同比偏枯，调峰水电站实现收入6.40亿元，同比增长-38.0%，上半年平均调峰水电站电价为0.229元/千瓦时，严重拖累公司业绩。2)抽水蓄能：2023H1实现收入21.61亿元，同比增长12.2%；由于2023年6月1日正式施行新版容量电价，公司此前披露预计新容量电价下影响公司收入4.96亿元，将在下半年业绩中体现。3)新型储能：2023H1实现收入0.42亿元，同比增长281.8%。风险提示：公司调峰电站来水不确定的风险、新型储能电站商业模式不确定的风险等

利元亨 (688499): 2023 年半年报点评: Q2 扭亏为盈, 锂电&光伏设备双轮驱动

盈利预测与投资评级：考虑到公司回款周期影响，我们预计公司2023-2025年归母净利润为1.7(原值3.9, 下调56%)/2.5(原值4.8, 下调48%)

3.3 (原值 5.9, 下调 44%) 亿元, 当前股价对应动态 PE 为 31/21/16 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。

迪阿股份 (301177): 2023 年中报点评: 调整期公司经营业绩承压, 静待终端需求恢复

盈利预测与投资评级: 迪阿股份目前门店仍在调整中, 考虑到门店调整时期存在不确定, 终端镶嵌的需求恢复也存在不确定性, 公司全直营模式下成本端支出又比较刚性, 且短期内可能仍然较高, 我们下调 2023-2025 年归母净利润从 8.4 亿元/11.5 亿元/14.5 亿元至 1.75 亿元/2.8 亿元/3.2 亿元, 最新收盘价对应 2023-2025 年 PE 为 75/47/41 倍, 维持“增持”评级。

汇通达网络 (09878.HK): 2023 半年报点评: 经调整归母净利润+20%业务结构改善利润率提升

盈利预测与投资评级: 汇通达网络是下沉市场 B2B 电商的龙头企业, 公司为广大下沉零售店提供供应链及 SaaS+服务。考虑到宏观层面的消费需求影响, 我们将公司 2023~25 年经调整归母净利润预测从 5.6/ 7.3/ 8.7 亿元, 下调至 5.0/ 6.6/ 8.1 亿元, 同比增长 33%/ 31%/ 22%, 8 月 28 日收盘价对应 P/E 为 32/ 24/ 20 倍, 考虑到公司稀缺性强、未来成长空间大, 维持“买入”评级。 风险提示: 会员店开拓及新业务不及预期, 终端消费需求, 行业竞争加剧等

泸州老窖 (000568): 2023 年中报点评: Q2 收入超预期, 国窖下沉扩市场

公司聚焦“双品牌、三品系、大单品”, 良性发展动力充足, 我们维持 23-25 年归母净利润为 128、155、187 亿元, 分别同比+23%、21%、20%, 当前市值对应 PE 为 26/22/18 倍, 维持“买入”评级。

今世缘 (603369): 2023 年中报点评: 百亿目标进程过半, 产品势能向上 今年进度比去年同期更快, 全年百亿目标完成确定性强, 且管理层积极作为, 我们维持 2023-2025 年归母净利润 31、38、45 亿元, 同比+25%、21%、19%, 当前市值对应 PE 为 24/20/16 倍, 维持“买入”评级

光线传媒 (300251): 二季报点评: 主业盈利能力修复, 看好下半年电影业绩释放

考虑到公司的投资收益年内有所波动, 我们将公司 23 年归母净利润从 7.9 亿元下调至 6.3 亿元, 维持 24-25 年 9.8/11.1 亿元预测, 对应 23-25 年 42/28/24 倍 PE, 维持“买入”评级。

恺英网络 (002517): 2023 年中报点评: 业绩超我们预期, 期待新游《石器时代: 觉醒》表现

盈利预测与投资评级: 公司存量产品表现稳健, 新产品周期开启在即, 我们上调此前盈利预测, 预计 2023-2025 年 EPS 分别为 0.71/0.89/1.07 元 (此前为 0.64/0.78/0.94 元), 对应当前股价 PE 分别为 20/16/13 倍。看好公司传奇龙头优势持续扩大, 新品类探索不断验证, 维持“买入”评级。 风险提示: 新游表现不及预期, 行业竞争加剧, 行业监管风险

拓普集团 (601689): 2023 年半年报点评: 机器人业务前景明确, 业绩同比高增长!

盈利预测与投资评级: 考虑到下游车企价格战加剧, 我们下调公司 2023-2025 年营收预测为 210.85/280.35/355.73 亿元 (前值为 226.22/331.57/433.33 亿元), 同比分别+32%/+33%/+27%; 下调 2023-2025 年归母净利润预测为 24.77/32.61/41.70 亿元 (前值为 24.87/36.57/48.55 亿元), 同比分别+46%/+32%/+28%, 对应 PE 分别为 30/23/18 倍, 鉴于公

司多项业务逐步放量，业务版图不断拓展，我们维持“买入”评级。风险提示：下游乘用车需求复苏不及预期，产能释放不及预期，乘用车价格战超出预期。

伯特利 (603596): 2023 年半年报点评: 产能持续扩张, 业绩同比高增长!
 公司公布 2023 年半年报, 业绩略低于我们预期。2023 年 H1 实现营收 30.94 亿元, 同比+46.40%, 环比-9.66%; 实现归母净利润 3.56 亿元, 同比+26.76%, 环比-14.98%; 实现扣非归母净利润 3.26 亿元, 同比+51.88%, 环比-12.81%。2023 年 Q2 实现营收 15.95 亿元, 同比+45.05%, 环比+6.36%; 实现归母净利润 1.83 亿元, 同比+28.93%, 环比+6.40%; 实现扣非归母净利润 1.68 亿元, 同比+63.37%, 环比+6.12%。

福莱特 (601865): 2023 年中报点评: 成本下行带动盈利回升, 2023Q3 有望量增+盈利修复

投资评级: 考虑玻璃行业产能扩张审批趋严, 公司产能投产有一定延迟, 我们下调公司盈利预测, 预计 2023-2025 年归母净利润 27.8/40.1/52.1 亿元 (2023-2025 年前值为 31.1/43.3/57.8 亿元), 同比+31%/+44%/+30%, 考虑公司作为龙头格局稳定, 市占率进一步提升, 给予公司 2024 年 25 倍 PE, 目标价 42.6 元, 维持“买入”评级。风险提示: 政策不及预期, 竞争加剧等。

兆讯传媒 (301102): 2023Q2 业绩中报点评: 盈利略不及预期, 第二曲线业务投入正当时

盈利预测与投资评级: 由于公司业绩恢复缓慢但公司第二增长曲线进入正轨, 我们将 23-25 年归母净利润预测从前值 3.47/4.50/5.74 亿元调整为 2.40/3.70/5.01 亿元, 对应 2023-2025 年 PE 分别为 27.16/17.63/13.03 倍, 我们认为高铁数字传媒领域具有垄断性优势, 维持“买入”评级。风险提示: 宏观经济波动、市场竞争加剧、数字媒体资源流失风险。

京东方 A (000725): 2023 年中报业绩点评: 业绩逐季改善, 龙头效应凸显

业绩逐季改善, 全年整体向好: 2023H1 公司实现营收 801.8 亿元, 同比下滑 12.5%; 归母净利润 7.4 亿元, 同比下滑 88.8%; 扣非归母净利润亏损 15.8 亿元, 同比下滑 137.4%。Q2 单季度实现营收 422 亿元, 环比增长 11.1%, 扣非归母净利润 0.8 亿元, 实现扭亏为盈, 二季度收入、利润环比一季度明显改善。主要原因: 1)2023 年 2 月以来, LCD 电视类显示屏产品价格持续上涨, 笔记本、显示器类显示屏产品价格逐步企稳, 回升态势显现。与此同时, 主流应用领域下游备货需求逐步释放, 智能座舱、AR/VR、折叠等创新应用领域需求稳步增长, 产线稼动率理性提升, 推动公司业绩改善; 2) 公司柔性 AMOLED 持续发力高端需求, 半年度出货量首次突破 5 千万级, 同比增长近 80%, 继续保持领先的竞争优势。3)2023H1, 显示器业务营收跌幅收窄, 物联网创新业务营收同比上升 1.1%, 传感业务营收同比上升 76.8%, MLED 业务营收同比上升 11.3%, 智慧医工业务营收同比上升 29.6%。LCD 业务龙头保持优势, OLED 渗透率大幅提升: 1)2023H1, 公司继续稳居显示领域市场领先地位, 在 LCD 显示屏领域整体及 TV、MNT、NB、Tablet、手机五大主流应用领域出货量稳居全球第一, 未来伴随需求逐渐回暖, 公司龙头效应有望带来显著业绩弹性。2) 公司积极布局 OLED 业务, 柔性 OLED 屏已经覆盖美国、欧洲、日本、韩国等多个国家和地区, 并连续为全球一线品牌的折叠手机、折叠笔记本等供应基于 f-OLED 高端柔性显示技术的 OLED 屏, 在汽车

领域也实现了柔性 OLED 屏车载应用的全新突破，随着产能持续爬坡以及主要客户份额的持续提升，未来有望成为新的业绩增长点。全面布局“1+4+N+生态链”，把握智能物联时代大机遇：公司作为半导体显示业龙头，业绩伴随面板价格企稳回升与产品结构不断优化有望稳步修复；公司物联网创新/传感器及解决方案/智慧医工业务飞速发展，控股华灿光电助力 MLED 业务快速提升，四大高潜航道有望未来成为营收主力；积极开拓细分应用场景，落实物联网转型发展；积极推动供应链本地化，扶持上下游共同发展。盈利预测与投资评级：我们维持盈利预测，预测公司 2023-2025 年归母净利润分别为 74.6/143.2/189.2 亿元，当前市值对应 PE 分别为 20/10/8 倍，维持“买入”评级。

比亚迪 (002594): 2023 年半年报点评: 业绩符合市场预期, 单车盈利持续提升

盈利预测与投资评级：考虑公司销量创新高，新车型密集推出，我们维持 2023-2025 年归母净利润预期为 295.70/419.83/525.32 亿元，同比增长 78%/42%/25%，对应 PE 为 23/16/13x，给予 23 年 35xPE，目标价 354.6 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

巨子生物 (02367.HK): 2023 年半年报点评: 营收、净利润超预期增长, 加码线上直销和大单品

公司是我国重组胶原领域引领者，品牌力和产品力领先，未来拓展肌肤焕活可期。基于好于同业的优异表现，我们将公司 2023-25 年归母净利润从 13.21/17.12/22.08 亿元上调为 13.33/17.47/22.67 亿元，分别同增 33%/31%/30%，当前市值对应 2023~25 年 PE 为 24x/18x/14x，维持“买入”评级。

小鹏汽车-W (09868.HK): 战略合作滴滴, 加速科技普惠/智能平权落地

盈利预测与投资评级：鉴于公司与滴滴战略合作车型预计明年落地开启规模交付，我们维持公司 23 年盈利预测不变，24-25 年营收由 577/1045 亿元上调至 637/1225 亿元，归母净利润对应为-82/-32/7 亿元，对应 PS 为 5/5/3 倍。考虑智驾算法能力领先以及长期软件供应持续收费，我们认为公司应该享受更高估值，对比行业领先企业特斯拉，给予小鹏汽车 2024 年 5X 目标 PS，对应目标价 197.75 港币，当前股价 72.2 港币（2023 年 8 月 28 日），维持“买入”评级。风险提示：乘用车价格战超预期；L3 智驾政策推出节奏不及预期等。

广汽集团 (601238): 2023 年半年报点评: Q2 业绩符合预期, 看好自主新能源转型

盈利预测与投资评级：考虑行业竞争加剧，我们下调对公司 2023-2025 年业绩预期，我们预测 2023-2025 年归母净利润预期分别为 65.2/71.7/86.4 亿元（原为 88.5/100.32/120.31 亿元），对应 PE 为 16/15/12 倍。维持“买入”评级。风险提示：乘用车终端价格战超出预期；需求复苏低于预期

雅迪控股 (01585.HK): 2023 年半年报点评: 业绩符合预期, 产品创新与海外市场拓展齐发力

盈利预测与投资评级：我们维持公司业绩预期，我们预期 2023-2025 年雅迪营业收入分别为 395.43/438.22/525.62 亿元，归母净利润为 26.35/32.60/45.67 亿元，对应 PE 为 16/13/9 倍。维持“买入”评级。风险提示：行业总量增长不及预期；行业价格战情况超出预期

松原股份 (300893): 2023 年中报点评: Q2 业绩暂时承压, 看好公司长期成长

盈利预测与投资评级: 由于公司新业务放量仍需时间, 我们将公司 2023-2025 年的归母净利润从 1.91 亿/2.64 亿/3.64 亿下调至 1.81 亿/2.44 亿/3.26 亿, 对应的 EPS 分别为 0.80 元、1.08 元、1.45 元, 市盈率分别为 27.78 倍、20.62 倍、15.42 倍。考虑到公司作为汽车被动安全系统自主龙头, 国产替代空间广阔, 因此维持“买入”评级。风险提示: 乘用车行业销量不及预期; 新客户及新产品开拓不及预期; 原材料价格波动导致盈利不及预期。

纽威数控 (688697): 2023 年半年报点评: 业绩处于预告中值, 看好产能持续释放

2023 年半年报点评: 业绩处于预告中值, 看好产能持续释放

科德数控 (688305): 2023 年中报点评: 业绩快速增长, 海外拓展加速 & 产品结构持续优化

2023 年中报点评: 业绩快速增长, 海外拓展加速 & 产品结构持续优化

歌尔股份 (002241): 2023 中报点评: 业绩符合预期, 综合竞争力奠定未来成长基础

单季盈利能力改善: 公司 2023 年上半年营收 452 亿元, 同比增长 3.6%, 归母净利润 4.2 亿元, 同比下滑 79.7%, 扣非归母净利润 4.4 亿元, 同比下滑 78.1%, 整体业绩位于此前预告区间中值左右。其中 23Q2 单季归母净利润为 3.2 亿元, 环比增长 198%。上半年业绩阶段性承压的主要原因在于受宏观经济和行业因素的影响, 终端市场需求不足, 公司智能声学整机业务和部分智能硬件业务的销售对收入、利润的短期表现造成不利影响 (其中智能声学整机营收 93 亿元, 同比下滑 25%, 智能硬件营收 293 亿元, 同比增长 18%); 而 23Q2 单季已呈现利润环比显著改善的态势, 一方面公司通过有效的成本管控能力提升盈利质量, 保障经营基本盘的稳定以及新产品的快速爬坡 (23Q2 毛利率及净利率分别为 7.7%/1.4%, 环比提升 0.7pct/1.0pct), 另一方面也不断巩固 VR/AR、TWS 耳机、可穿戴、游戏机等各类新型智能硬件业务核心竞争力, 有望在未来行业向上过程中重新迎回成长动能。此外, 公司于年中推出“家园 7 号”员工持股计划以及 2023 年股票期权激励计划, 彰显长期稳定健康发展的信心和动力。VR/AR 业务仍有望恢复高增长: 公司领先深度布局 VR/AR 产业, 已成为全球综合方案龙头, 无论是光学元件 (VR)、光机系统 (AR)、核心算法还是智能整机设计制造能力, 均具备绝对竞争优势, 与全球科技大厂长期深度合作。1) 中短期维度来看, 国内外主流品牌继续大力布局, 新产品的迭代升级、核心技术路线的确立、软硬件生态的完善等因素有望拉动出货量恢复增长; 2) 长期维度来看, 基于应用场景拓展以及更多科技巨头入局等多方面的因素, VR/AR 硬件出货量未来几年有望打开成长天花板, 歌尔亦有望凭借其全球核心供应商的地位持续引领产业向上。盈利预测与投资评级: 我们基于公司中报及当前行业基本面状况调整盈利预测, 23-25 年归母净利润调整为 15/25/35 亿 (前值为 16/27/37 亿元), 基于我们对 VR/AR 产业长期趋势的看好、短期业绩下滑源于外部环境的阶段性影响、公司核心竞争力持续增强等综合因素, 我们继续看好公司未来成长趋势, 维持“买入”评级。风险提示: VR/AR 产业发展不达预期, 其他产品销量不达预期。

北京人力 (600861): 2023 年中报点评: FESCO 归母净利 5.04 亿元, 外

包业务增长潜力足

盈利预测与投资评级: 北京城乡已经完成了资产交割, 北京外企成功注入了上市公司, 北京外企是我国人力资源服务行业龙头, 规模优势突出, 有丰富的客户资源, 上市之后经营潜力有望进一步释放, 2023 年 Q2 业绩超预期, 我们维持公司 2023-2025 年归母净利润 9/10.7/12.6 亿元, 最新股价对应 2023-2025 年 PE 分别为 16/13/11 倍, 维持“买入”评级。

贝泰妮 (300957): 2023 半年报点评: 2023Q2 营收增速环比提升, 贝芙汀新品发布定位精准分级祛痘

公司是我国皮肤学级护肤龙头, 专业化品牌形象稳固, 线上线下多平台拓展顺利, 品牌矩阵逐步完善。我们维持 2023-2025 年归母净利润分别为 13.46/16.96/21.03 亿元, 2023-2025 年归母净利润分别同增 28%/26%/24%, 当前市值对应 2023~25 年 PE 为 31x/24x/20x, 维持“买入”评级。

国茂股份 (603915): 2023 年中报点评: Q2 业绩承压, 看好下半年利润率回升

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 4.82 (原值 5.49)/6.11 (原值 6.87)/7.47 (原值 8.38) 亿元, 当前股价对应动态 PE 分别为 23/18/15 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。

雅生活服务 (03319.HK): 2023 年中报点评: 利润率短期承压, 市拓领先基本盘稳固

盈利预测与投资评级: 由于房地产相关业务收入下滑、毛利率大幅下降, 公司 2023 年上半年业绩承压。但公司市场化外拓能力优秀, 基本盘稳固, 摆脱地产关联交易类业务依赖后有望重回增长轨道。基于公司利润率仍处磨底阶段, 我们下调其 2023/2024/2025 年归母净利润至 19.4/21.2/23.1 亿元 (前值为 20.6/23.5/26.5 亿元), 对应的 EPS 为 1.37 元/1.49 元/1.63 元, 对应 PE 分别为 3.3X/3.1X/2.8X, 维持“增持”评级。风险提示: 市场化外拓不及预期; 利润率超预期下行。

领益智造 (002600): 2023 年中报点评: 盈利能力显著提升, 长期增长趋势确定

二季度业绩保持高增长, 盈利能力持续提升: 公司 2023 年上半年归母净利润 12.5 亿元, 同比增长 159%, 扣非归母净利润 10.7 亿元, 同比增长 130%; 其中 23Q2 单季扣非归母净利润 6.5 亿元, 同比增长 181%, 环比增长 51%。一方面, 公司通过不断拓展与海内外知名汽车、动力电池等领域头部客户及国际领先的清洁能源领域客户的业务合作, 在汽车及光伏储能业务方面持续布局、扩大产能, 实现较快增长; 另一方面, 持续进行产品结构优化及降本增效, 加强成本费用管控, 整体运营效率不断提高, 公司综合毛利率同比有所提升。伴随下半年消费电子旺季到来以及新业务持续拓展, 我们看好公司业绩环比持续向上, 并奠定长期成长基础。

雷电微力 (301050): 2023 年中报点评: 毫米波微系统领先企业, 有望受益于下游高景气

盈利预测与投资评级: 基于下游应用领域广阔前景和公司 TR 组件的领先地位, 我们调整 2023-2024 年归母净利润为 3.54(-0.45)/4.23(-1.11), 新增 2025 年归母净利润预测为 5.81 亿元, 对应 PE 分别为 26/22/16 倍, 维持“增持”评级。风险提示: 1) 外界因素导致公司产能释放不及预期; 2) 军品降价带来毛利率下降; 3) 新型装备换装速度不及预期。

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

固收周报 20230829:反脆弱:转债发行是否提速?历史发行情况对比本周(8月21日-8月25日)权益市场整体下跌,全指数收跌;两市日均成交额较上周放量约226.50亿元至7531.50亿元,周度环比回升3.10%,北上资金全周净流出224.20亿元。本周(8月21日-8月25日)31申万一级行业中1个行业收涨;环保涨幅居前,上涨0.85%;建筑装饰、电力设备、机械设备、交通运输、轻工制造跌幅居前,跌幅分别达-5.55%、-5.40%、-4.99%、-4.84%、-4.65%。本周(8月21日-8月25日)中证转债指数下跌1.27%,29个申万一级行业中2个行业收涨,其中行业涨幅超过2%的行业共2个。社会服务、建筑材料涨幅居前,分别上涨5.16%、2.05%;美容护理、国防军工、纺织服饰、家用电器、传媒跌幅居前,分别下跌5.03%、3.59%、2.57%、2.52%、2.48%。本周转债市场日均成交额大幅缩量23.26亿元,环比变化-4.26%;成交额前十位转债分别为亚康转债、声迅转债、聚隆转债、福蓉转债、纽泰转债、神通转债、冠中转债、开能转债、海泰转债、东时转债;周度前十转债成交额均值达101.28亿元,成交额首位达198.87亿元。从转债个券周度涨跌幅角度来看,约9.44%的个券上涨,约6.48%的个券涨幅在0-1%区间,2.96%的个券涨幅超2%。转股溢价率与平价:转股溢价率方面,本周(8月21日-8月25日)全市场转股溢价率上涨,本周日均转股溢价率达50.95%,较上周上升3.16 pcts;从各行业溢价率变化来看,本周27个行业转股溢价率走阔,其中21个行业走阔幅度超2 pcts;转股平价方面,本周1个行业平价有所走高。股债市场情绪对比:本周(8月21日-8月25日)转债、正股市场周

度加权平均涨跌幅、中位数为负，且相对于正股，转债周度跌幅更小。从成交额来看，本周转债市场成交额环比下降 4.26%，并位于 2022 年以来 25.60% 的分位数水平；对应正股市场成交额环比增加 3.91%，位于 2022 年以来 13.40% 的分位数水平；正股、转债成交额分别放量、缩量。从股债涨跌数量占比来看，本周约 9.22% 的转债收涨，约 11.98% 的正股收涨；约 76.96% 的转债涨跌幅高于正股；相对于正股，转债个券能够实现的收益更高。综上所述，本周转债市场的交易情绪更优。转债历史发行情况对比：1) 月度情况：2023 年 7 月转债发行规模相比往年同期有所上升，但 1 月、3 月、6 月相比往年偏低，所以预计全年发行金额不会发生较大变化。2) 行业情况：不同年份间，转债发行排名靠前的行业有所不同，电力设备、基础化工、汽车在 2023 年发行金额占比较大，银行相比往年大幅下降。3) 信用评级：2019-2023 年转债发行的信用评级变化明显，AAA 占比大幅下降，预计未来转债市场信用评级将越来越趋于多元化。8 月十大金债：甬金转债、鹤 21 转债、欧 22 转债、柳工转 2、燃 23 转债、科蓝转债、联得转债、赫达转债、法兰转债、麒麟转债。风险提示：(1) 正股退市和信用违约风险；(2) 流动性环境收紧风险；(3) 权益市场超跌风险；(4) 地缘政治危机影响；(5) 行业政策调控超预期。

(证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭)

行业

房地产行业跟踪周报：新房销售环比持续改善，三部委推动落实“认房不认贷”政策

投资要点 上周（2023.8.19-2023.8.25，下同）：上周房地产板块（中信）涨跌幅-2.8%，同期沪深 300、万得全 A 指数涨跌幅分别为-2.0%、-2.9%，超额收益分别为-0.9%、0.1%。29 个中信行业板块中房地产位列第 13。 **房地产基本面与高频数据：**（1）新房市场：上周 38 城新房成交面积 259.8 万方，环比+20.4%，同比-17.9%；2023 年 8 月 1 日至 8 月 25 日累计成交 790.7 万方，同比-27.8%。今年截至 8 月 25 日累计成交 10919.6 万方，同比-5.1%。（2）二手房市场：上周 17 城二手房成交面积 139.7 万方，环比+5.2%，同比+0.8%；2023 年 8 月 1 日至 8 月 25 日累计成交 502.8 万方，同比-3.6%。今年截至 8 月 25 日累计成交 5446.7 万方，同比+34.0%。（3）库存及去化：14 城新房累计库存 9260.7 万方，环比+0.5%，同比-3.3%；14 城新房去化周期为 15.1 个月，环比变动+0.3 个月，同比变动-0.8 个月。一线、新一线、二线、三四线城市去化周期为 11.5 个月、8.7 个月、17.6 个月、40.7 个月，环比分别变动+0.2 个月、+0.2 个月、+0.3 个月、+0.3 个月。（4）土地市场：2023 年 8 月 21 日-2023 年 8 月 27 日百城供应土地数量为 309 宗，环比-38.1%，同比-55.2%；供应土地建筑面积为 1753.9 万方，环比-44.0%，同比-63.9%。百城土地成交建筑面积 594.5 万方，环比-61.3%，同比-81.6%；成交楼面价 2236 元/平，环比+17.8%、同比+139.7%；土地溢价率 1.1%，环比-0.7pct，同比-0.1pct。 **重点数据与政策：**全国层面：住建部联合央行、金融监管局联合推动落实购买首套房贷款“认房不用认贷”纳入“一城一策”工具箱，供城市自主选用。国常会通过《关于规划建设保障性住房的指导意见》，全面推进保障性住房建设。财政部、税务总局、住建部延续居民换房退税优惠政策延续至 2025 年底；财政部、税务总局继续实施公共租赁住房税收优惠政策至 2025 年底。证监会优化上市房企再融资安排：不受破发、破净和亏损限制。地方层面：浙江嘉兴出台 21 条房地产新政，全面取

消限购限售。成都、枣庄、武汉等地宽松公积金政策，提高公积金租房提取限额或下调住房公积金贷款首付款比例；金华首创城中村拆迁安置公积金贷款。沈阳放宽人才落户限制，深圳放宽人才房申购条件。周观点：8月第4周新房成交数据环比上升20.4%，同比降幅持续缩窄。二手房销售环比微增同比转正。本周中央利好政策密集发布：三部委推动落实购买首套房贷款“认房不用认贷”政策；国常会通过《关于规划建设保障性住房的指导意见》；证监会优化上市房企再融资安排。我们认为后续一线城市局部的限购限贷政策有望跟进放松，带动市场需求企稳回升。推荐关注土储充裕、布局聚焦核心城市、信用资质良好的房企，未来有望率先受益于市场复苏和政策放松；同时由于疫情影响褪去带来利润修复，物业股有望迎来估值+业绩的双击。推荐：1) 开发商：保利发展、招商蛇口、滨江集团、华发股份，建议关注中国海外发展、保利置业集团；2) 城中村改造受益标的：越秀地产、城建发展、珠江股份；3) 物业公司：华润万象生活、绿城服务、保利物业、越秀服务；4) 代建公司：绿城管理控股。风险提示：房地产调控政策放宽不及预期；行业下行持续，销售不及预期；行业信用风险持续蔓延，流动性恶化超预期；疫情反复、发展超预期。

(证券分析师：房诚琦 证券分析师：肖畅 证券分析师：白学松)

环保行业点评报告：《关于继续开展小微企业危险废物收集试点工作的通知（征求意见稿）》印发

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。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: 朱自尧)

推荐个股及其他点评

科士达 (002518): 2023 年中报点评: 光储阔步向前, 数据中心乘风高增!

投资要点 事件: 公司发布 2023 年半年报, 2023H1 实现营收 28.2 亿元, 同增 85.6%; 归母净利润 5.0 亿元, 同增 129.9%; 扣非归母净利润 4.9 亿元, 同增 145.9%。其中, 2023Q2 营收 14.2 亿元, 同环增 47.8%/1.2%; 归母净利润 2.7 亿元, 同环增 63.4%/14.5%; 扣非归母净利润 2.6 亿元, 同环增 70.0%/17.1%; 公司业绩处于预告中值, 符合预期。 电池包+一体机协同发展、光储成公司主营业务。2023H1 公司光储业务收入达 15 亿元, 同增 291%, 占比 56%, 首超数据中心业务, 毛利率 27.9%, 同比提升 2.0pct, 海外为主要增量。公司是 Solaredge 磷酸铁锂电池包唯一供应商, 在手订单 14.6 亿元, 计划 Q3 交付完成, 我们预计全年订单超 20 亿元。2023Q3 海外户储、工商储认证到位, 自有品牌加速发展, 公司定增 23.7 亿元扩产光储产能, 支撑出货高速增长。考虑到电芯价格降低, 我们预计公司 2023 年光储业务营收达 35-40 亿元, 同比翻倍+增长, 贡献利润 6-7 亿元。 充电桩规模化推进、数据中心乘风高增。1) 充电桩业务稳步增长, 2023H1 营收 0.57 亿元, 毛利率 23.9%, 同比提升 2.8pct, 随 2023Q3 海外认证到位, 我们预计全年营收可达 2 亿元+, 同比翻倍增长, 规模化下利润逐步兑现; 2) UPS 业务利润明显增厚, 2023H1 贡献 12 亿元收入, 毛利率同增 7.2pct 达 38.1%, 我们预计 2023 年营收保持 15%+增长。 现金流大幅改善、合同负债稳步增长。2023Q2 期间费用率 9.0%, 环降 1.8pct, 主要系财务费用降低所致; 2023H1 公司经营性净现金流 9.5 亿元, 较去年同期增加 10.0 亿元; 2023Q2 末合同负债/存货分别为 2.6/12.3 亿元, 较 2022 年末增长 30%/29%。 盈利预测与投资评级: 基于磷酸铁锂电池包价格大幅下降, 叠加 Solaredge 下调户储出货预期, 我们下调公司 2023-2025 年盈利预测, 我们预计 2023-2025 年归母净利 10.6/15.8/20.4 亿

元（前值 12.6/21.0/30.7 亿元），同比增加 62%/49%/29%，基于公司在光储、数据中心两行业的领先地位，给予公司 2023 年 25xPE，目标价 45.0 元，维持“买入”评级。风险提示：大客户合作未能顺利推进，政策不及预期，扩产进度不及预期，行业竞争加剧。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：陈瑶 证券分析师：郭亚男）

科美诊断（688468）：2023 年中报点评：业绩略超预期，逐季度加速恢复

投资要点 段落提要：公司 2023 年上半年实现营业收入 2.19 亿元（-1.93%，括号内为同比增速，下同），归母净利润 0.77 亿元（+10.23%），扣非归母净利润 0.61 亿元（+5.4%），经营性现金流净额 0.68 亿元（-41.75%），业绩略超预期。Q2 环比再加速，看好下半年业绩：单季度看，公司 Q2 收入和归母净利润同比增速分别为 15.2%和 37.4%，环比增速分别为 17.2%和 19.9%，随着院端诊疗量的恢复，Q2 业绩对比 Q1 持续加速。我们看好公司业绩增长动力，下半年业绩有望保持高增长。研发持续投入，产品不断收获：公司注重研发投入，2023 上半年年研发费用 4102 万元，研发费用率为 14.5%。2023 年公司新获医疗器械注册证 7 项，研发管线中 12 项进入药监局审核阶段，3 项进入临床阶段，产品涵盖传染病、甲状腺功能、生殖健康、风湿免疫、过敏原检测等。公司继续推进各类产品在国内知名三甲医院及研究机构的多系统多中心进行临床验证，包括高敏肌钙蛋白、人绒毛膜促性腺激素、雌二醇在内的多个项目受到临床认可。第四代发光技术，纳米高分子微球+均相反应，检测质量高速度快：公司自主研发的光激化学发光 LiCA 平台为第四代化学发光，对比传统发光方法学，采用独创的纳米级微球，反应迅速且充分，在检测精度、灵敏度、特异性等方面具备独特优势，尤其是在激素等小分子检测领域。且光激发光为均相检测，无需清洗过程，避免了结合状态标记物被洗脱而造成检测误差，且检测速度更快，通量高，无需清洗液等耗材，成本更低。

盈利预测与投资评级：考虑到集采、反腐等影响，我们将公司 2023-2025 年归母净利润由 2.0/2.9/4.0 亿元下调至 2.0/2.5/3.4 亿元；2023-2025 年 P/E 估值分别为 19/15/11X；基于公司 1) LiCA 平台装机加速，2) DRGs 等政策推进进口替代，3) 光激发光技术优势明确；维持“买入”评级。风险提示：集采风险、装机不及预期、研发不及预期等。

（证券分析师：朱国广 证券分析师：周新明 证券分析师：徐梓煜）

宇通客车（600066）：2023 年中报业绩点评：业绩高质量增长，出口红利持续兑现！

投资要点 公司公告：公司发布 2023 年半年报，业绩符合我们预期。2023H1 实现营业收入 111.14 亿元，同比增长 34.56%；实现归属母公司净利润 4.7 亿元，同比扭亏；实现扣非归母净利润 3.31 亿元，同比扭亏。其中 2023Q2 实现营业收入 75.38 亿元，同比增长 59.25%，环比增长 110.78%；实现归属母公司净利润 3.5 亿元，同比增长 594.26%，环比增长 190.21%；实现扣非归母净利润 2.83 亿元，同比扭亏，环比增长 493.03%。国内国外共振，盈利中枢上移。2023 年上半年公司客车销量为 15134 量，同比+30.84%。根据中客网数据，宇通客车 2023 年上半年出口大中客销量 4016 辆，同比+116%，出口单车盈利更强，叠加从去年以来公司贯彻“筛选高毛利订单”的战略，公司上半年业绩实现量利齐升，其中 Q2 盈利中枢显著上移，2023 年 Q2 毛利率为 23.49%，同环比+2.09%/+2.01%，单车净利为 3.27 万元。同环比+329.86%/+20.45%。降本增效+规模效应效果显著，扣除减值等因素

影响 Q2 业绩表现扎实。1) 费用端, 2023Q2 期间费用率为 14.90%, 同比下降 1.11pct, 环比下降 6.22pct。销售、管理、研发、财务费用率分别同比+1.36pct/-1.30pct/-2.29pct/+1.12pct, 环比-0.68pct/-2.32pct/-2.89pct/-0.33pct, 其中销售/管理/研发费用相对刚性, 费用率受规模效应影响环比下降, 财务费用率同比提升主要因为上半年汇兑损失 174 万元。2) 减值, 2023Q2 公司出于审慎性考量计提信用减值损失 1.2 亿元。3) 汇兑, 2023Q2 公司汇兑损失为 174 万元, 上年同期发生汇兑收益 1.18 亿元。4) 政府补助, 公司上半年获得计入非经常性损益的政府补助为 1.28 亿元, 上年同期为 2.28 亿元。公司在计提较大额减值、政府补助较上年同比减少、汇兑收益转亏的情况下 Q2 归母净利润依旧实现同环比高增, 盈利预测与投资评级: 宇通客车是汽车行业【中特估&一带一路】的典范, 将率先代表中国汽车制造业成为真正意义的世界龙头。我们维持公司 2023-2025 年营业收入为 251/294/345 亿元, 同比+15%/+17%/+18%, 归母净利润为 13.9/20.1/27.5 亿元, 同比+84%/+44%/+37%, 对应 EPS 为 0.6/0.9/1.2 元, 对应 PE 为 19/13/10 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)

华海清科 (688120): 2023 年中报点评: CMP 设备持续放量, 业绩实现高速增长

事件: 公司发布 2023 年中报。CMP 设备加速确认收入, 2023H1 收入端延续高增长 2023H1 公司实现营收 12.34 亿元, 同比+72%; 其中 Q2 为 6.18 亿元, 同比+68%, 延续高速增长, 主要受益于 CMP 设备在手订单充足, 相关订单陆续确认收入。2022 年公司新签订单 35.71 亿元 (不含 Demo), 创历史新高, 相关订单陆续确认收入, 保障了 2023H1 收入端高速增长。截至 2023H1 末, 公司存货和合同负债分别为 21.91 和 12.65 亿元, 分别同比+12%和+26%, 分别较 2022 年末-7%和-3%。在 2023H1 一线 Fab 厂暂无大规模招标背景下, 公司订单表现仍较为出色。展望下半年, 随着在手订单陆续确认收入, 公司收入端有望延续高增; 随着下半年大规模招标启动, 公司订单端表现有望快速放量。费用率下降叠加税收优惠, 2023H1 净利率实现大幅提升 2023H1 公司实现归母净利润 3.74 亿元, 同比+101%; 实现扣非归母净利润 3.07 亿元, 同比+114%; 其中 Q2 分别实现归母净利润和扣非归母净利润 1.80 和 1.40 亿元, 分别同比+91%和+113%。2023H1 公司销售净利率为 30.31%, 同比+4.42pct; 扣非销售净利率 24.91%, 同比+4.85pct, 盈利水平明显提升。1) 毛利端: 2023H1 销售毛利率为 46.32%, 同比-0.71pct, 同比基本持平。2) 费用端: 2023H1 销售期间费用率 20.48%, 同比-3.91pct, 是公司净利率提升的核心驱动力, 其中销售、管理、财务、研发费用率分别同比-1.15、-1.97、-0.23、-0.55pct, 主要系规模效应显现。此外, 我们注意到 2023H1 公司软件增值税即征即退退税 4142 万元, 同样对利润端表现产生明显积极作用。立足 CMP 设备不断完善产品线, 公司成长空间持续打开 1) CMP 设备: 在逻辑、DRAM 存储、3D NAND 存储芯片等领域的成熟制程均完成了 90%以上 CMP 工艺类型和工艺数量的覆盖度, 同时公司积极开拓先进封装、大硅片、化合物半导体等市场, 市场空间持续拓宽; 2) 减薄设备: 12 英寸超精密晶圆减薄机 Versatile-GP300, 满足 3D IC 对超精密磨削、CMP 及清洗的一体化工艺需求, 在客户端验证顺利, 并于 2023 年 5 月向集成电路龙头企业成功出货, 填补了国内芯片装备行业在超精密减薄技术领域的空白。同时, 针对封装领域的 12 英寸超精密减薄机, 成功突破了超薄晶圆加工等技术难题, 计划于 2023 年发往客

户端进行验证；3）清洗、膜厚度测等设备：自主研发的清洗设备已批量用于公司晶圆再生生产，预计 2023 年推向相关细分市场。FTM-M300DA 金属薄膜厚度测量设备已实现小批量出货，已在高端制程完成部分工艺验证；4）后服务：随着公司 CMP 设备保有量的不断攀升，耗材零部件、7 区抛光头维保服务等业务量也会相应提升，关键耗材维保及技术服务将成为公司新的利润增长点；5）晶圆再生：已实现双线运行，大幅提高了再生工艺水平和客户供应能力，2022 年末产能已经达到 8 万片/月，获得多家大生产线批量订单并实现长期稳定供货，有望持续放量。

盈利预测与投资评级：考虑到下游招标和设备交付节奏，我们谨慎调整公司 2023-2025 年营业收入预测分别为 25.39、35.93 和 45.80 亿元（前值 27.25、36.30 和 46.95 亿元），当前市值对应动态 PS 分别为 12、9 和 7 倍。基于公司较高的成长性，维持“买入”评级。风险提示：下游资本开支下滑、美国制裁影响、新品产业化不及预期。

（证券分析师：周尔双）

迈威生物-U (688062)：2023 年中报点评：正在面向全球推进产品的商业转化，Nectin-4 ADC 数据表现亮眼

投资要点 事件：公司 2023 年上半年，实现收入 0.90 亿元，同比+714%，主要来源于美国 DISC MEDICINE 公司就 9MW3011 合作项目的确认付款及迈利舒 0.139 亿的销售收入。2023 年上半年公司研发费用为 3.4 亿，同比+8%，主要与多个产品的临床投入相关；销售费用为 0.872 亿，同比+120%，主要与君迈康、迈利舒等产品的商业化开展相关。商业化产品陆续上市，全面商业化展开为迈威提供持续的现金流入，长期经营及研发具备安全垫：1）君迈康（9MW0113）已获批原研药全部 8 项适应症，2023 年上半年完成发货 83,573 支，截至 2023 年中报累计准入医院 172 家，覆盖药店 955 家。2）迈利舒（9MW0311）于 2023 年 3 月获批，4 月 25 日完成首批商业发货，2023 年上半年完成发货 27,760 支，确认收入 0.139 亿元。截至 2023 年中报迈利舒已完成准入医院 88 家，覆盖药店 842 家。3）迈卫健（9MW0321）用于预防骨转移，已顺利完成现场检查，预计为国内第一梯队上市；4）8MW0511 为新一代白蛋白融合的长效 G-CSF，将于 2023 年 ESMO 大会展示 III 期临床结果，将递交上市申请。截至 2023 年中报，公司的风湿免疫产品线、慢病产品线团队已全面建立完毕，围绕迈卫健已完成专属肿瘤领域团队核心骨干人员的招募。Nectin-4 ADC 进度全球第二位，且格局良好，初步数据表现亮眼，泛瘤种治疗潜力想象力较大：9MW2821 是国产首款、全球第二款以 Nectin-4 为靶点的 ADC 产品，多项临床研究覆盖尿路上皮癌、宫颈癌等 10 余种肿瘤。2023 年 4 月披露 12 例尿路上皮癌患者中，ORR 达到 50%，DCR 达 100%；6 例宫颈癌 ORR 达 50%，DCR 达 100%，展现出优于 PADCEV 的潜质。Nectin-4 ADC 不需要区分靶点表达量，故 UC 全人群和全线将适用于 9MW2821，想象力较大，9MW2821 将在 2023 ESMO 上口汇报 I/II 期成熟数据，将于下半年开展尿路上皮癌的注册性临床试验。迈威生物在 ADC 新技术平台领域取得重要突破：公司在原有 ADC 平台基础上进一步完善开发了新一代定点偶联技术平台 IDDC™，包括偶联工艺 DARfinity™，定点连接子接头 IDconnect™，新型载荷分子 Mtoxin™，以及条件释放结构 LysOnly™ 等多项系统化核心专利技术组成。靶向 Trop-2 的 9MW2921 及靶向 B7-H3 的 7MW3711 已获得临床受理。面向全球，在发达国家及新兴市场进行积极合作：创新品种面向全球对外许可，2023 年 1 月，与

DISC MEDICINE 就 9MW3011 达成独家许可协议，总里程碑 4.125 亿美元。生物类似物进行增量开拓，2023 年上半年针对君迈康、迈利舒、迈卫健在巴基斯坦、俄罗斯和欧亚经济联盟国家地区、埃及市场、摩洛哥等海外新兴市场及“一带一路”沿线国家进行合作推广。盈利预测与投资评级：下半年可能受到产能及医疗政策影响，我们将 2023-2025 年收入预测由 2.65/7.83/13.65 亿元调整为 2.00/6.83/13.65 亿元，创新 Nectin-4 ADC 产品 9MW2821 具备全球竞争力，具有良好的商业化前景，商业化产品的空间大，具备充足的向上空间。维持“买入”评级。风险提示：新药研发及审批不及预期，合作风险、药品销售不及预期、降价风险、竞争格局加剧、全球业务风险，政策的不确定性，人才流失风险。

（证券分析师：朱国广）

卓胜微（300782）：2023 年中报点评：业绩环比改善，高端模组放量在即

事件：卓胜微发布 2023 年半年报。公司 2023 H1 实现营收 16.7 亿元（同比-25%）；归母净利润 3.7 亿元（同比-51%），业绩超出市场预期。短期业绩承压，新产品逐步放量。公司 2023 H1 实现营收 16.7 亿元（同比-25%）；归母净利润 3.7 亿元（同比-51%）；2023 Q2 营业收入为 9.5 亿元（环比+34%），归母净利润为 2.5 亿元（环比+115%）。公司业绩短期承压主要有以下三个原因：（1）消费电子换机周期变长，导致下游消费电子市场需求不足，同时产业链仍处于去库存的阶段，导致营收增长动力乏力；（2）公司持续推动芯卓半导体产业化项目滤波器产品线的建设，研发费用、折旧费用同比增加；（3）随着产品市场竞争愈发激烈，产品整体毛利率同比下降。2023Q2 由于手机去库存逐步优化，手机市场短期促销提振，模组开始逐步放量，毛利率逐步提升，归母净利润环比增长显著。公司深耕高端射频模组领域，构筑新的增长引擎，加强对自产滤波器的 DiFEM、L-DiFEM、GPS 模组等产品的创新研发，并于 23 年 Q2 开始逐步放量。射频模组不断突破，产品线逐步完善。公司射频前端产品布局逐步完善。产品类型从分立器件到射频模组逐步丰富，接收端 DiFEM、L-DiFEM 等产品已逐步放量，集成 IPD 滤波器已应用于 5G NR 频段的模组产品。应用领域已拓展至智能手机、通讯基站、无人机、汽车电子等众多领域。与此同时，公司自建的滤波器产线顺利推进，高性能滤波器已具备量产能力，同时已推出双工器和四工器产品。随着公司业务逐步从分立器件向射频前端模组发展，公司积极建设全新的 Fab-lite 模式，实现对应应用设计匹配的定制化工艺开发，完成快速的工艺迭代，缩短新产品研发周期，满足不断变化的市场需求。自建滤波器产线构筑长期优势，Sub-3GHz 主机模组放量在即。截至 2023 年 Q2，公司滤波器晶圆生产线进展顺利，集成自产的 SAW 滤波器和高性能滤波器的 DiFEM、L-DiFEM、GPS 模组等产品出货量环比增长，分立滤波器已在部分品牌客户验证通过。由于滤波器是射频模组中价值量相对较高的部分，自建产线虽然短期内会承担较高的研发费用与管理费用，但长期来看可以保证技术迭代的自主性，有利于为公司构筑长期竞争优势。同时高价值量的 L-PAMiD 等 Sub 3GHz 主集模组年底有望进入推广阶段，此模组市场空间远高于传统产品，是公司第二成长曲线的关键。盈利预测与投资评级：卓胜微是国内首家实现射频产业链自主可控的公司，我们维持公司 2023-2025 年营收利润的预测不变，营业收入 41/49/57 亿元，归母净利 11/14/17 亿元，当前市值对应 PE 分别为 62/49/40 倍，维持“买入”评级。风险提示：下游需求不及预期，研发进度不及预期。

(证券分析师: 马天翼 证券分析师: 周高鼎)

斯迪克 (300806): 2023 中报点评: 短期业绩承压, OCA 与新能源驱动长期成长

事件: 公司发布 2023 年中报 短期业绩承压, 静待需求复苏: 公司 2023 年 H1 实现营收 9.8 亿元, yoy-5.1%; 归母净利润 0.6 亿元, yoy-29.0%; 扣非归母净利润 0.5 亿元, yoy-36.6%, 2023 年 H1 业绩承压, 行业稼动率恢复不及预期。分业务来看: 1) 电子级胶粘材料营收 4.3 亿元, yoy-3.9%; 2) 薄膜包装材料营收 2.0 亿元, yoy-22.0%; 3) 功能性薄膜材料营收 2.7 亿元, yoy-3.0%。公司作为国内 OCA 光学胶膜行业内领先企业, 上半年受经济下行、市场需求萎缩的影响, OCA 业务开拓不及预期, 产能利用率不及预期。同时随着公司在建项目陆续投产转固, 固定资产较 2022 年底增加 3.5 亿元, 折旧摊销费用的增长影响业绩释放。 电子级胶粘材料盈利能力突出, OCA 持续突破: 电子级胶粘材料是公司毛利率最高的产品, 2023 年 H1 营收占比近 44%, 毛利率高达 44%, 已经供货国内外知名客户。同时公司不断增强技术研发及生产能力, 逐步拓展高端电子级胶粘材料市场, 不断提高高端产品占比。OCA 光学胶整体市场规模在百亿级, 主要被美日韩三国厂商占据。公司 OCA 光学胶膜产品在 VR 及手机终端品牌实现突破, 同时借助成本优势切入白牌和返修市场, 起量后有望切入更多国产手机厂商, 有望引领 OCA 光学胶国产替代; 同时 VR 光学 pancake 创新也为公司带来更多切入机遇。 功能性复合材料需求空间广阔, 业绩有望实现突破: 当前功能性材料主要应用领域以汽车电子及新能源汽车电池两部分应用为主, 主要涉及到汽车电子导电材料、阻燃材料以及能源电池的固定胶带、高性能导热界面材料等。公司主要竞争对手为海外供应商, 例如日东、寺冈等, 目前公司所占的市场份额尚较低。公司已成为国际大客户的一级供应商, 签署了“圆柱电池电芯内部的胶带”的定价协议, 与新能源车国际大客户的合作标志着公司开始加速进入电池领域, 考虑到国际大客户电池处于快速自产阶段, 未来合作有望持续深化并贡献显著业绩增量。 盈利预测与投资评级: 考虑上半年行业景气度复苏不及预期, 我们调整盈利预测, 23-25 年归母净利润调整为 2.3/3.5/5.2 亿元 (前值为 3.5/5.0/7.0 亿元), 对应 PE 分别为 34/22/15 倍。受益于折叠屏销量高增以及公司客户拓展, 公司光学、新能源业务有望保持高速增长, 基于对公司高端膜材料产业长期趋势的看好、公司核心竞争力持续增强等综合因素, 我们继续看好公司未来成长趋势, 维持“买入”评级。 风险提示: OCA 胶膜等业务订单导入不及预期; 下游原材料供应及价格波动; 电子消费品等终端需求不及预期; 市场竞争风险加剧

(证券分析师: 马天翼 证券分析师: 金晶)

森马服饰 (002563): 23 年中报点评: Q2 业绩加速修复, 经营质量持续改善

投资要点 公司公布 2023 年中报: 23H1 收入 55.60 亿元/yoy-1.44%、归母净利 5.16 亿元/yoy+393.94%、扣非归母净利 4.80 亿元/yoy+1818.22%。扣非净利大增主因毛利率同比+3.50pct、费用率同比-3.94pct, 归母净利增幅低于扣非、主因 22H1 投资净收益 4533 万元增厚净利 (23H1 仅 184 万元)。分季度看, 23Q1/Q2 营收分别为 30.02/25.60 亿元、分别同比-9.29%/+9.71%, 归母净利润分别为 3.11/2.05 亿元、分别同比+48.85%/扭亏, Q2 营收增长转正、并在毛利率提升及费用率下降带动下归母净利润顺利扭亏、实现较好盈利。分产品看, 童装收入增长、休闲装下滑。23H1 休闲装/童装收入分别为 16.84/38.25 亿元、分别同比-15.1%/+6.3%、占比 30%/69%。截至

23H1 休闲装/童装门店分别 2694/5442 家、较 22 年末-57/+53 家、较 22H1 末-146/-86 家（对应同比-5.4%/-1.6%）。同比看童装及休闲装仍处净关店状态、童装关店幅度相对较小，环比看童装已恢复净开店（Q1 环比持平、集中在 Q2 净开），带动上半年童装收入先于休闲装恢复正增长、并带动单 Q2 公司整体营收增长转正，我们预计下半年休闲装有望恢复净开店、童装进一步开店。分渠道看，线上小幅下滑，线下直营增长较快。23H1 线上/直营/加盟/联营收入分别同比-6.4%/+22%/+7.4%/-65.6%、收入分别占比 47%/12%/39%/2%。1) 线下方面，截至 23H1 末直营/加盟/联营门店分别为 699/7371/66 家、分别较 22 年末-24/+35/-15 家、较 22H1 末-68/-155/-9 家（对应同比-8.9%/-2.1%/-12%），同比看线下全渠道净关店、其中直营和联营关店幅度相对较大，环比看加盟已经恢复净开店，开店趋势有所改善、预计下半年进一步改善。2) 线上方面，23H1 收入小幅下滑，一方面因弱消费环境下线下消费恢复对线上形成一定影响，另一方面公司从 22 年 8 月起开始“全域融合”改革，倡导线上线下全渠道健康增长、提升线上线下同款同价比例，亦对线上销售形成一定影响。毛利率提升、费用率下降，净利率明显提升，经营质量持续改善。1) 毛利率：23H1 毛利率同比+3.5pct 至 44.64%（Q1/Q2 分别同比+1.69/+5.99pct 至 44.34%/44.98%），主因折扣减轻+全域融合下休闲装及童装毛利率均同比改善，同时高毛利童装占比提升，单 Q2 毛利率提升较多主因同期基数偏低。2) 期间费用率：23H1 同比-3.94pct 至 30.61%（Q1/Q2 分别同比-1.55/-7.94pct 至 28.11%/33.55%），其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比-2.52/-0.11/-0.26/-1.04pct 至 25.2%/5.02%/1.8%/-1.41%，销售费用率下降较多主因广告宣传费减少及联营业务收缩带动相关服务费减少、财务费用率下降主因固定存利息增加，单 Q2 下降幅度较大主因同期基数偏高。3) 归母净利率：结合其他项目变动（23H1/22H1 资产减值损失分别为-1.3/-2.9 亿元、信用减值损失分别为+1216/-3438 万元、投资收益分别为 184/4533 万元等），23H1 归母净利率同比+7.42pct 至 9.27%，Q1/Q2 分别同比+4.05/+12.48pct 至 10.36%/8%。4) 存货：23H1 末存货 31.8 亿元/yoy-20%、存货周转天数同比-12 天至 205 天，存货周转加快。截至 23H1 末一年以上存货占比 50%、较 22 年末+9pct、公司预计下半年进一步通过双十一等活动消化库存。5) 现金流：23H1 经营活动现金流净额 8.4 亿元/同比转正，账面资金 72 亿元、资金充沛。盈利预测与投资评级：公司为国内童装+休闲装双龙头，23H1 随国内消费回暖收入降幅显著收窄，毛利率提升、费用率下降、归母净利同比大增，单 Q2 收入恢复正增、净利同比扭亏、实现较好盈利，22 年 8 月公司提出的“全域融合”改革开始显效，盈利能力与运营质量明显提升。7 月全渠道终端零售流水同比-5.6%、8 月前 27 日同比+4%，呈改善趋势。我们认为下半年销售收入有望在净开店带动下进一步改善、全年利润率较 22 年显著改善。我们维持 23-25 年归母净利润 10.5/14.1/16.3 亿元的预测、对应 PE16/12/10X，维持“买入”评级。风险提示：消费及经济疲软，疫情反复。

（证券分析师：李婕 证券分析师：赵艺原）

拓荆科技（688072）：2023 年中报点评：股份支付费用压制利润端表现，在手订单饱满

事件：公司发布 2023 年中报。2023H1 收入端延续高速增长，在手订单饱满 2023H1 公司实现营业收入 10.04 亿元，同比+92%；其中 Q2 营业收入为 6.01 亿元，同比+45%，基本符合我们预期。分业务来看：1) PECVD：实现收入 9.08 亿元，同比+94%，收入占比达到 90%，

仍是公司最大收入来源；2) ALD、SACVD: 持续获得客户验收, 均实现销售收入；3) HDPCVD、晶圆级三维集成混合键合设备: 顺利通过客户端产业化验证, 实现了首台的产业化应用。截至 2022 年末, 公司在手订单 46.02 亿元 (不含 Demo 订单), 2022 年新签订单 43.62 亿元 (不含 Demo 订单), 同比+95.36%。截至 2023H1 末, 公司存货和合同负债分别为 32.88 和 15.06 亿元, 分别较 2022 年末+43%和+8%, 验证新签订单较为饱满, 在手订单充足。随着在手订单陆续交付、确认收入, 公司收入端有望延续高速增长。 大额股份支付费用压制净利率表现, 实际利润端表现仍较为出色 2023H1 公司实现归母净利润 1.25 亿元, 同比+15%; 实现扣非归母净利润 6518 万元, 同比+33%; 销售净利率为 12.50%, 同比-7.87pct; 扣非销售净利率为 6.49%, 同比-2.90pct。1) 毛利端: 2023H1 销售毛利率为 49.43%, 同比+2.67pct, 我们判断主要系产品结构优化&规模化降本效应。2) 费用端: 2023H1 期间费用率为 40.69%, 同比+3.91pct, 是净利率下滑的重要原因之一, 其中销售、管理、研发、财务费用率分别同比-0.23、+3.36、-1.53 和 +0.78pct。2023H1 公司期间费用率明显上提, 主要系确认股份支付费用 1.26 亿元。若剔除股份支付费用影响, 2023H1 归母净利润同比+129%, 扣非归母净利润同比+284%。3) 2023H1 公司资产减值损失为-1210 万元, 2022H1 为-41 万元, 同样对利润端表现产生一定负面影响。 PECVD 具备持续扩张潜力, 平台化延展打开成长空间 作为薄膜沉积设备国产领军者, 产品覆盖面不多拓展, 将充分受益进口替代。1) PECVD: 公司不断扩大 PECVD 通用介质薄膜材料工艺和先进介质薄膜材料工艺的应用覆盖面, 持续获取批量订单和批量验收, 继续保持竞争优势, 具备持续扩张的潜力; 2) ALD: PE-ALD 设备 PF-300T Astra 获得原有客户和新客户订单, NF-300H Astra 实现首台产业化应用; Thermal-ALD 出货至不同客户端进行产业化验证, 验证进展顺利; 3) SACVD: 可实现 SA TEOS、BPSG、SAF 薄膜工艺沉积的 SACVD 设备均通过客户验证, 量产规模逐步提升; 4) HDPCVD: 公司已实现首台产业化应用, 出货至不同应用领域客户端进行产业化验证。5) 键合设备: 公司晶圆对晶圆键合设备 Dione 300 实现首台产业化应用, 并获得重复订单; 芯片对晶圆键合表面预处理设备 Pollux 客户端产业化验证进展顺利。 盈利预测与投资评级: 我们维持 2023-2025 年公司营业收入预测分别为 31.67、44.82 和 58.66 亿元, 当前市值对应动态 PS 为 14、10 和 7 倍, 考虑到公司较强的成长性, 维持“买入”评级。 风险提示: 晶圆厂资本开支下滑、国产化率提升不及预期等。

(证券分析师: 周尔双 证券分析师: 马天翼)

沪光股份 (605333): 2023 年半年报点评: 新客户+新产能落地, H2 有望实现扭亏!

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, 2023 年 H1 实现营收 14.12 亿元, 同比+2.18%, 环比-25.51%; 实现归母净利润-0.41 亿元, 同比-1360.64%, 环比-193.49%; 实现扣非归母净利润-0.47 亿元, 同比-549.18%, 环比-219.48%。2023 年 Q2 实现营收 7.57 亿元, 同比+19.86%, 环比+15.69%; 实现归母净利润-0.16 亿元, 同比-63.38%, 环比+35.34%; 实现扣非归母净利润-0.19 亿元, 同比-54.55%, 环比+32.13%。 部分订单客户不及预期, 新增产能亏损扩大。23H1 公司部分客户订单不及预期且需求波动较大, 核心客户上汽大众 23H1 产量为 49.46 万辆, 同比 22H1 下滑 14.73%, 环比 22H2 下滑 34.91%; 公司重要全资子公司重庆沪光亏损扩大, 系主要客户赛力斯产量不及预期, 23Q1 和 Q2 产量分别为 1.25/1.17 万辆, 23H1 产量

为 2.42 万辆，环比 2022H2 下滑 60%。新技术+新项目+新产能有望促进业绩逐步向好。2023H1 公司加大人才储备，持续加码新能源高压线束，同时不断开拓新市场，获得了 L 汽车、蔚来、集度等高低压产品定点，顺利量产上汽通用、上汽大众等车型的线束产品，因此期间费用同比增长较快，导致公司经营亏损。随着昆山泽轩智慧工厂主体建筑竣工，部分已于二季度试运营，有望及时补充公司产能、降本增效，公司经营业绩有望实现扭亏。盈利预测与投资评级：基于核心客户 23H1 产量不及预期，公司业绩短期承压，我们维持公司 2023-2025 年营收预测为 33.09/50.65/67.20 亿元，同比分别 +1%/+53%/+33%；2023-2025 年归母净利润预测为 0.15/1.47/2.45 亿元，同比分别 -63%/+871%/+67%，对应 PE 分别为 400/41/25 倍。鉴于后续客户新车型及新项目逐步落地，公司经营业绩有望实现扭亏为盈，我们维持“买入”评级。风险提示：下游乘用车需求复苏不及预期，新客户及新产品开拓不及预期，乘用车价格战超出预期。

(证券分析师：黄细里 证券分析师：谭行悦)

TCL 中环 (002129): 2023 年中报点评: 硅片稳健增长, N 型不断提升

投资要点 事件：公司发布 2023 年中报，2023H1 营收 348.98 亿元，同增 10.09%；归母净利 45.36 亿元，同增 55.50%；扣非净利 38.08 亿元，同增 31.28%。2023Q2 营收 172.79 亿元，同环降 5.74%/1.93%；归母净利 22.83 亿元，同环增 42.13%/1.34%；扣非净利 15.89 亿，同环降 0.70%/28.41%，业绩符合预期。硅片持续增长，N 型占比不断提升。公司 2023H1 硅片出货 51-52GW，同增 50%+；硅片产能达 165GW，外销市占率全球第一；2023Q2 硅片出货 27-28GW，同环增 43%/17%，我们测算扣非单瓦净利约 6 分/W，环比下降，主要系 2023Q2 产业价格大幅下行，计提存货减值影响较大；考虑减值冲回及投资收益扣除，我们测算经营性盈利约 1 毛/W。公司 N 型占比不断提升，2023Q2 我们预计 N 型占比 30%，2023Q3 随 TOPCon 产能释放 N 型占比有望大幅提升，我们预计 2023Q3 硅片出货或达 35GW；8 月以来随电池新产能逐步释放，硅片供需边际改善，公司硅片报价较 7 月初提价 3 次/涨幅 18%，盈利逐渐改善。全年看，我们预计硅片出货 125-130GW，受益于：（1）规模效应增强，我们预计 2023 年底产能达 180GW；（2）海外高纯砂锁量超 35%，坩埚供应具备保障；（3）出货结构持续优化，我们预计全年 210 出货 70%+，N 型硅片占比 30-40%；公司盈利有望保持坚挺。N 型电池逐步落地，组件及半导体稳健发力。公司电池规划逐步落地，目前已建成江苏 2GW G12 示范线，广州 25GW TOPCon 电池加速投建，公司预计 2024 年投产，进一步增强竞争力。目前环晟组件已有江苏 9GW+天津 3GW 叠瓦产能，公司预计 2023 年底组件产能达 30GW，销量约 13-15GW。半导体业务持续发力，原有业务盈利稳定，2023 年公司收购鑫芯半导体，规模进一步扩展，我们预计市占率有望提升。费用持续优化，现金流大幅增加。2023Q2 期间费用 9.7 亿元，同环降 29.52%/41.75%；2023Q2 期间费用率 5.61%，同环降 1.89pct/3.84pct，主要系研发费用大幅下降。2023Q2 经营现金净流入 18.21 亿元，环增 75.33%；2023Q2 应收账款 53.38 亿元，同环增 35.38%/9.85%，主要系公司产销规模大幅增加。盈利预测与投资评级：基于产业链价格下行，我们下调公司 2024-2025 年盈利预测，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 101/120/138 亿元（2024/2025 年前值为 126/145 亿元），同增 48%/19%/15%，基于公司硅片龙头地位，N 型出货占比高，价格具备优势，石英砂保障带来成本端优势，同时电池组件逐步落地，我们给予公司 2024 年 12 倍

PE，对应目标价 36 元，维持“买入”评级。 风险提示：政策不及预期，原材料价格波动，竞争加剧。

(证券分析师: 曾朵红 证券分析师: 陈瑶 证
券分析师: 郭亚男)

捷佳伟创 (300724): 2023 年半年报点评: 业绩符合预期, 多领域布局助力高成长

投资要点 业绩持续高增, 符合预期: 2023 上半年公司实现营收 40.8 亿元, 同比+52%, 其中工艺设备收入 31.9 亿元, 占比 78%, 自动化配套设备 6.3 亿元, 占比 15%, 归母净利润 7.5 亿元, 同比+48%, 扣非归母净利润 6.9 亿元, 同比+47%; Q2 单季公司营收 21.5 亿元, 同比+63%, 环比+11%, 归母净利润 4.2 亿元, 同比+77%, 环比+23%, 扣非归母净利润 3.9 亿元, 同比+75%, 环比+32%。 规模效应下盈利能力持续提升: 2023 上半年公司毛利率为 26.5%, 同比+1pct, 其中工艺设备毛利率为 26.0%, 同比+1.2pct, 自动化配套设备毛利率为 21.3%, 同比+9.8pct, 净利率为 18.4%, 同比-0.5pct, 期间费用率为 5.9%, 同比+1pct, 其中销售费用率为 1.8%, 同比-0.3pct, 管理费用率(含研发)为 6.7%, 同比-0.3pct, 财务费用率为-2.6%, 同比+1.6pct; Q2 单季毛利率为 29.8%, 同比+6.0pct, 环比+7.0pct, 净利率为 19.3%, 同比+1.5pct, 环比+1.9pct。 存货&合同负债高增, 订单充沛保障业绩增长: 截至 2023Q2 末公司存货为 124.2 亿元, 同比+164%, 合同负债为 118.3 亿元, 同比+217%, 表明公司在手订单充沛, 保障业绩增长; 2023 上半年公司经营活动净现金流为 21.2 亿元, 同比+137%。 多技术路线并行, 光伏&半导体双布局: (1) TOPCon 快速放量: 公司以领先的 PE-poly 技术路线布局及优势的设备产品持续获得客户的认可, 效率和良率不断提升。(2) HJT: 公司板式 PECVD 的射频(RF)微晶 P 高速率高晶化率沉积工艺取得突破, 基于双面微晶的 12BB 异质结电池平均效率达到 25.1%, 电池良品率稳定在 98%以上, 公司的大产能射频板式 PECVD 预计将比市面上主流设备减少 1-2 个微晶 P 腔体, 将进一步增强公司在 HJT 技术路线上的竞争力并助力行业降本。此外, 公司中标全球头部光伏企业量产型 HJT 整线订单。(3) 钙钛矿: 公司已具备钙钛矿及钙钛矿叠层 MW 级量产型整线装备的研发和供应能力, 在大尺寸钙钛矿、全钙钛矿叠层、HJT/TOPCon 叠层钙钛矿领域的设备持续销售, 已向十多家光伏头部企业和行业新兴企业及研究机构提供钙钛矿装备及服务, 设备种类涵盖 RPD、PVD、PAR、CVD、蒸发镀膜及精密狭缝涂布、晶硅叠层印刷等核心工艺设备。(4) 半导体设备: 公司全资子公司创微电子自主开发了 6 吋、8 吋、12 吋湿法刻蚀清洗设备, 获得批量订单; 同时针对第三代半导体大功率器件领域, 公司在研高温退火炉/氧化炉等。 **盈利预测与投资评级:** 受益于 TOPCon 持续扩产, 公司新签订单高增, 我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 15.2(前值 14.1, 上调 8%)/20.2(前值 18.9, 上调 7%)/29.7(前值 27.7, 上调 7%) 亿元, 当前股价对应动态 PE 分别为 19/14/10 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)

洋河股份 (002304): 2023 年中报点评: 上半年量价齐升, 省外快速增长

投资要点 事件: 23H1 营收 218.73 亿元/同比+16%; 归母净利润 78.62 亿元/同比+14%; 扣非归母净利润 77.13 亿元/同比+16%。单 Q2 营收

68.27 亿元/同比+16%；归母净利润 20.96 亿元/同比+10%；扣非归母净利润 20.47 亿元/同比+17%。白酒业务量价提升，省外保持快速增长。H1 白酒收入 213.9 亿元/同比+16%，量价分别同比+9%/7%，中高档酒 190.5 亿元/同比+18%，普通酒 24.1 亿元/同比+4%，毛利率均小幅同比提升 1.3pct/3.8pct，上半年海之蓝面对高基数保持平稳、天之蓝和梦系列保持增长。分地区看，省内 94.6 亿/同比+10%，省外 120 亿/同比+21%，毛利率均小幅同比提升 2pct/1.9pct，省外整体表现亮眼，省内梦系列动销较好、省外天之蓝增速有所提升，充分体现公司坚持以市场为中心，针对不同市场发展阶段进行差异化布局。截至 Q2 末合同负债 53 亿元，H1 销售收现 158.9 亿元/同比+23%，Q2 销售收现 55.73 亿元/同比+14%，符合节奏。毛利率提升支持，市场投入有所增加，净利率总体稳定。H1 销售净利率 36%/同比略降 0.5pct，其中毛利率 76.1%/同比+2.2pct，销售费用率/管理费用率 10.3%/5.3%，同比+2.5pct/-0.9pct。Q2 销售净利率 30.7%/同比-1.8pct，其中毛利率 75.1%/同比+8.6pct，销售费用率/管理费用率 16.8%/7.7%，同比+6pct/-1.6pct。尤其去年 Q2 海之蓝更新换代，今年产品结构同比有提升，推动较大的毛利率提升，同时公司加大市场促销力度，净利率整体维持较为稳定。盈利预测与投资评级：公司充分按照年度规划和安排有序推进各项工作，我们调整 23-25 年归母净利润为 108/130/152 亿元（前值分别为 115、136、160 亿元），同比+15%/20%/17%（前值分别为 22%、18%、18%），当前市值对应 PE 分别为 19/16/13X，维持“买入”评级。风险提示：消费复苏不及预期、行业竞争加剧。

（证券分析师：汤军 证券分析师：王颖洁）

芯源微（688037）：2023 年中报点评：前道 Track 快速放量，盈利水平明显提升

事件：公司发布 2023 年中报。2023H1 收入端延续稳健增长，看好下半年订单放量。2023H1 公司实现营收 6.96 亿元，同比+38%，延续高速增长，其中 Q2 为 4.07 亿元，同比+27%，基本符合我们预期。分产品来看，我们判断 2023H1 后道 Track 仍为主要收入来源，前道 Track 和物理清洗设备收入占比正在快速提升。截至 2023H1 末，公司存货和合同负债分别为 15.73 和 4.66 亿元，分别同比+35%和-26%，分别较 2022 年末+30%和-20%。2023H1 末公司合同负债同环比均出现一定下滑，我们判断主要系 2023H1 封测行业景气度较差，公司后道 Track 订单表现相对疲软，但是前道 Track 和物理清洗设备订单表现依旧亮眼。展望 2023H2，一方面随着在手订单陆续交付、收入确认，公司收入端有望延续高速增长；另一方面随着前道 Track 国产替代快速推进，叠加半导体行业景气修复背景下，后道 Track 有望逐步放量，公司订单端表现有望持续向好，将保障 2024 年收入端稳健增长。毛利率上行&政府补助同比大幅增长，盈利水平明显提升。2023H1 公司实现归母净利润 1.36 亿元，同比+95%；实现扣非归母净利润 1.04 亿元，同比+58%；销售净利率为 19.50%，同比+5.74pct；扣非销售净利率为 14.91%，同比+1.87pct，盈利水平进一步提升。1) 毛利端：2023H1 销售毛利率为 43.44%，同比+3.32pct，我们判断主要系产品结构优化及规模化降本效应。2) 费用端：2023H1 公司期间费用率为 29.73%，同比+2.42pct，对毛利率上升产生一定对冲，其中销售、管理、研发和财务费用率分别同比+0.61、+1.24、+2.60、+0.56pct。3) 2023H1 其他收益达到 6315 万元，同比+208%，主要来自政府补助，对利润端表现产生较大积极作用。前道涂胶显影国产替代快速推进，清洗设备进一步打开成长空间。公司积极布局前道涂胶显影设备领域，产品体系不断完善，国产替代进程有望加速推进，同时化学清洗机进一步打开成

长空间。1) 前道涂胶显影: 公司 Off-line、I-line、KrF 机台等均已实现批量销售, 浸没式机台已陆续获得国内多家知名厂商订单, 超高温 Barc 机台也成功实现了客户导入。此外, 2022Q4 公司首台浸没式高产能涂胶显影机在国内某知名客户处完成验证, 已顺利实现验收。日本 TEL 在涂胶显影领域具备全球主导地位, 我们看好公司国产替代加速推进。2) 清洗设备: 公司前道 Spin Scrubber 单片式物理清洗机已较为成熟, 2021 年募投项目加码市场空间更大的单片式化学清洗机, 有望成为第二成长曲线。盈利预测与投资评级: 考虑到封测行业景气复苏进度, 我们谨慎调整 2023-2025 年公司营业收入预测分别为 18.50、25.70 和 34.78 亿元 (原值 20.18、28.45 和 37.91 亿元), 当前市值对应动态 PS 分别为 10、7 和 5 倍。基于公司在前道 Track 和清洗领域的成长性, 维持“增持”评级。风险提示: 半导体行业投资下滑, 新品研发&产业化不及预期等。

(证券分析师: 周尔双)

招商蛇口 (001979): 2023 中报点评: 销售稳增投资积极, 顺势而为深耕高能级区域

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 514.4 亿元, 同比下降 10.6%; 归母净利润 21.5 亿元, 同比增长 14.1%, 业绩符合预期。归母净利润逆势增长, 营收同比略有下降。2023 年上半年公司营收同比下降 10.6%, 而归母净利润同比增长 14.1% 的主要原因: (1) 房地产项目结转规模同比减少, 开发业务营业收入同比减少 16.2%; (2) 销售佣金代理费用下降、汇兑净损失减少导致财务费用下降; (3) 市场下行导致房地产开发业务毛利率同比降低 2.9pct 至 17.8%。下半年预计随着高毛利项目逐渐进入结算周期, 公司下半年及全年的业绩增速将大概率好于上半年的增速。销售稳健增长排名攀升至 TOP5, 上半年签约销售面积同比增加 40%。公司坚持有质量地规模增长, 2023 年上半年实现销售金额 1664.4 亿元, 同比增加 40.1%; 实现销售面积 684.0 万平, 同比增加 40.3%, 远高于市场平均水平。根据克而瑞数据, 公司全口径签约金额排名前进 1 位进入全国排名的 TOP5。公司城市深耕成效进一步凸显, 在上海、合肥、苏州、深圳等 12 个城市销售规模进入 TOP5。聚焦“强心 30 城”, 深耕高能级城市。2023 年上半年获取 25 宗地块, 总计容建面 238 万平。“强心 30 城”投资金额占比 100%, 其中“核心 6+10 城”的投资金额占比达 98%, 进一步聚焦北京、上海、深圳以及杭州、苏州等重点城市。其中在北京获取 3 宗项目, 地价投入 88 亿。另外, 公司积极以城市更新、收并购等为抓手多元拓展, 报告期内成功落地佛山宝华旧改项目。降本成效显著, 三道红线始终处于绿档并持续优化。2023 年上半年剔除预收账款的资产负债率 62.86%、净负债率 47.0%、现金短债比 1.1。公司紧抓利率下行窗口, 发挥公司信用优势进行高息债务置换, 降本成效显著。上半年综合融资成本较年初下降 24bp 至 3.65%, 处于行业绝对低位, 融资优势明显。盈利预测: 招商蛇口作为地产龙头央企, 深耕高能级城市, 销售逆势跻身五强, 降本增效财务稳健。随着市场复苏进程加快, 公司业绩确定性增强。我们维持其 2023 年归母净利润为 57.8 亿元的预测, 上调 2024/2025 年为 100.2/140.5 亿元 (前值为 99.6/139.8 亿元), 对应 EPS 为 0.69/1.20/1.68 元, 对应 PE 为 21.2X/12.2X/8.7X, 维持“买入”评级。风险提示: 毛利率修复不及预期; 市场景气度恢复不及预期。

(证券分析师: 房诚琦 证券分析师: 白学松
证券分析师: 肖畅)

中国交建 (601800): 2023 年中报点评: 扣非净利高增, 海外业务表

现亮眼

投资要点 事件：公司披露 2023 年中报，实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润 3657.9/114.0/109.5 亿元，同比分别+1%/+3%/+34%；其中单二季度实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润 1892.0/58.2/55.1 亿元，分别同比-1%/-3%/+68%，基本符合预期。境外收入贡献增加，毛利率实现改善：（1）分业务看，23H1 公司基础设施建设/基建设计/疏浚业务/其他主营业务分别实现营收 3270.4/185.1/260.3/98.4 亿元，同比分别+1.2%/-16.0%/-0.7%/-10.2%，毛利率分别为 10.0%/16.6%/9.9%/5.5%，同比分别+0.4/+3.9/+0.3/-1.2pct，综合毛利率为 10.8%，同比+0.5pct。基建建设营收增加主要由于海外项目收入贡献增加，毛利率增加主要由于境内项目结构调整且成本控制所致；基建设计营收下降的同时毛利率增加，主要是由于设计板块业务结构调整，聚焦设计主业；疏浚业务营收下降的同时毛利率增加，主要是由于低毛利项目减少；其他主营业务收入增加主要是由于机械制造收入增加。（2）分地区看，23H1 境内/外分别实现收入 3094.3/563.6 亿元，同比分别-1.1%/+10.3%，毛利率分别为 11.0%/9.5%，同比分别+0.6/-0.3pct，境外收入占比同比小幅提升 1.4pct 至 15.4%。财务费用率下行，扣非归母净利润高增：（1）23H1 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.3%/2.3%/2.6%/-0.2%，同比分别+0.1/+0.1/+0.1/-0.5pct，财务费用同比下降 18.0 亿元至-8.3 亿元，主要是由于基础设施投资类项目利息收入增加；（2）资产减值损失同比-2.8 亿元，主要是由于期末存货同比+17.5%，计提跌价损失增加；信用减值损失同比+2.7 亿元，主要是由于长期应收款坏账损失减少；（3）投资收益为-1.0 亿元，同比下降 21.8 亿元，扣非归母净利润为 109.5 亿元，同比+34%，大于归母净利润增幅，主要是由于公司去年同期发行 REITs 获得 21.8 亿元投资收益所致。ROE 略降，资产负债率较 2022 年末小幅提升：（1）23H1 公司经营/投资/筹资活动产生的净现金流分别为-493.8/-328.7/+1308.9 亿元，同比分别-36.5/-105.3/+214.3 亿元，收现比与付现比分别为 74.1%/82.5%，同比分别+0.6/-0.4pct；（2）23H1 公司净资产收益率为 4.3%，同比略降 0.2pct，主要是由于总资产周转率略降；截至二季度末公司资产负债率为 74.9%，较 2022 年年末+3.1pct。23H1 新签订单同比+10.6%，运营项目经营质量改善：23H1 公司新签合同额 8867.0 亿元，同比+10.6%，完成年度目标的 52%，其中境外新签合同额为 1411.8 亿元，同比+22.2%，今年 10 月我国拟召开第十届“一带一路”高峰论坛，公司开年以来积极参与外事活动，有望充分把握历史性机遇；截至二季度末公司进入运营期项目 31 个，23H1 实现运营收入 39.1 亿元，净亏损 5.1 亿元，较去年同期净亏损 13.0 亿元明显改善。盈利预测与投资评级：公司是国内领先的特大型基础设施综合服务商，在路桥、港口、疏浚等基建领域具备领先优势，且开展海外业务多年，作为建筑央企“走出去”的主力军将充分受益于“一带一路”十周年发展机遇。我们维持公司 2023-2025 年归母净利润分别为 215/236/259 亿元，维持“买入”评级。风险提示：“一带一路”提振海外业务不及预期；基建投资增速不及预期；国企改革推进不及预期。

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

上海家化（600315）：2023 半年报点评：护肤品类增长趋势良好，毛利率结构性优化

投资要点 2023H1 营收同减 2.3%，归母净利同增 90.9%，扣非归母净利同增 30.7%；2023H1 公司实现营收 36.3 亿元（同比-2.3%，下同），

归母净利 3.0 亿元 (+90.9%)，扣非净利 2.6 亿元 (+30.7%)。归母净利增速快于扣非净利增速，主要系投资的平安消费科技基金公允价值变动同比增加。单 Q2 看，实现营收 16.5 亿元 (+3.3%)，归母净利 0.7 亿元，扣非净利 0.4 亿元，扭亏为盈。2023H1 公司业绩位于此前业绩预告中值。2023H1 毛利率结构性提升，研发费用率有所提升：2023H1 毛利率/净利率分别为 60.3%/8.3%，分别同比增加 0.3pct/4.1pct。毛利率结构性提升，主要系高毛利的护肤品类占比提升。2023H1 公司期间费用率同比增加 0.3pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比变化+0.3pct/-0.2pct/+0.4pct/-0.1pct。公司自 2023Q2 起调整经营策略，加强品牌投放，控制促销投放，2023Q2 销售费用率同比下降 0.94pct。此外，公司持续重视研发投入，研发费用率有所提升。护肤品类增长趋势良好，国内线上电商增速较快：(1)按品类：2023H1 护肤/个护家清/母婴/合作品牌分别实现营收 8.71/17.24/9.11/1.16 亿元，分别同比变化+7%/-0.5%/-11%/-19%，占主营业务收入比例分别为 24%/48%/25%/3%。护肤品类呈现良好增长趋势，其中玉泽品牌增速领跑。(2)按渠道：2023H1 国内线上/国内线下/海外线上/海外线下分别实现营收 9.83/18.53/3.35/4.51 亿元，占主营业务收入比例分别为 27.14%/51.16%/9.25%/12.45%。其中，在兴趣电商高速增长带动下国内线下电商增速趋势良好，海外业务由于英国通胀压力较大消费意愿下降暂时承压。盈利预测与投资评级：公司是国内多品牌的日化龙头，聚焦核心 SKU 和爆款打造，创新渠道和营销模式。考虑到海外业务阶段性承压，我们将公司 2023-25 年归母净利润从 7.90/9.69/11.30 亿元下调为 6.81/8.15/9.72 亿元，2023-25 年归母净利润分别同比 +44%/+20%/+19%，当前市值对应 2023-25 年 PE26/22/19X，鉴于长期多品牌多品类竞争优势稳固，维持“买入”评级。风险提示：行业竞争加剧，新品推广不及预期等。

(证券分析师：吴劲草 证券分析师：张家璇
证券分析师：汤军)

千禾味业 (603027)：2023 半年度业绩点评：业绩符合预期，零添加势能强劲

投资要点 公司发布 2023 年半年报：公司 23H1 实现营收 15.31 亿元、同比+50.9%，归母净利润 2.57 亿元，同比+115.9%，扣非归母净利润 2.56 亿元，同比+122.9%。23Q2 公司实现营收 7.12 亿元、同比+33.8%，归母净利润 1.11 亿元，同比+75.1%，扣非净利 1.11 亿元，同比+82.4%。业绩位于此前预告中枢，符合预期。零添加势头强劲，酱油产品持续高增：23Q2 公司酱油/食醋收入分别为 4.5/1.0 亿元，同比增长 42.3%/3.6%。我们认为酱油产品收入同比高增主因公司零添加产品在流通渠道快速放量，食醋产品在去年高基数下增速放缓。快速开拓空白市场，外埠市场高增：23Q2 公司东/南/中/北/西部营收分别为 1.6/0.5/1.0/1.2/2.8 亿元，同比+64%/+61%/+89%/+53%/+4.6%，我们认为西部基地市场增速放缓或因去年同期高基数，外埠市场高增主因公司加大外埠空白地区流通市场开拓力度，23Q2 公司全国经销商较 23Q1 净增 358 家至 2786 家，其中东/南/中/北/西部分别净增 67/35/97/86/73 家，全国化渠道建设持续推进。产品结构改善，公司盈利能力提升：23Q2 公司实现毛利率 37.4%，同比+1.7pct，我们认为毛利率提升主因公司高毛利的零添加产品占比提升叠加成本回落。23Q2 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 13.5%/4.2%/2.4%/-1.8%，同比-0.1/+1.0/-0.7/-1.4pct，我们认为销售费用率稳定主因公司费用投入产出比提高，管理费用率提升主要受到股权激励费用影响。综合来看，23Q2 公司归母净利率 15.6%，同比+3.7pct，盈利能力持续提升。

盈利预测与投资评级: 23Q2 公司业绩符合预期, 我们维持 23-25 年收入预期 32/39/44 亿元, 同比+33%/20%/14%, 维持归母净利润预期 5.2/6.7/7.9 亿元, 同比+51%/29%/18%, 对应 PE 分别为 35/27/23x, 维持“增持”评级。风险提示: 原材料价格大幅上涨、行业竞争加剧、消费复苏不及预期, 食品安全问题

(证券分析师: 汤军 证券分析师: 王颖洁 证券分析师: 李昱哲)

沪电股份 (002463): 2023 年中报点评: Q2 单季业绩改善, “AI+汽车”双轮驱动

投资要点 事件: 公司发布 2023 年中报 23H1 业绩符合预期, Q2 单季环比改善。23H1, 公司实现营收 37.6 亿元 (YoY+0.7%), 归母净利润 4.9 亿元 (YoY-7.7%); 23Q2, 公司实现营收 19.0 亿元 (YoY+4.2%, QoQ+1.5%), 归母净利润 2.9 亿元 (YoY+2.8%, QoQ+45.9%)。23Q2 毛利率为 33.5%, YoY+0.9pct, QoQ+7.8pct。23 上半年尽管 PCB 行业受需求影响承压, 但公司“AI+汽车”双轮驱动持续发力, 上半年营收实现稳定增长, 归母净利润下滑的原因主要是受到汇率波动影响, 财务收入净额同比下降, Q2 单季营收、归母净利润、毛利率同环比均改善。OpenAI 的火热让社会大众逐渐意识到人工智能技术进步进入“奇点”时刻, AI 模型需要更多的算力来管理数据量, 推动数据中心往更高速标准发展, 催生高阶 HDI 和高速 PCB 显著增量需求。23H1 公司 AI 服务器和 HPC 相关 PCB 产品占公司通讯板营收比重从 22 年的约 7.9% 增长至 13.6%。2023 年上半年, 公司通过了重要的国外互联网公司对数据中心服务器和 AI 服务器的产品认证, 并已批量供货; 基于 PCIE 的算力加速卡、网络加速卡已在黄石厂批量生产; 在交换机产品部分, 800G 交换机产品已开始批量交付。公司产品布局拓展叠加算力推动数据中心升级带动需求下, 公司数通板业务实现量价齐升。汽车板业务: 汽车电气化、智能化、网联化是确定性升级方向, ADAS 系统搭载率持续上升, 催生线路板用量及价值量显著提升。2023 年上半年, 公司汽车板整体实现营业收入约 11.02 亿元, 同比增长约 23.48%, 公司 2023 年初使用自有资金向沪利微电增资约 7.76 亿人民币, 扩充汽车高阶 HDI 产能; 2023 年 5 月完成控股收购胜伟策, 推动 p²Pack 技术商业化落地。公司汽车板业务不断加大研发投入, 优化产品和产能结构, 毫米波雷达、采用高阶 HDI 的智能座舱域控制器等新兴产品市场持续成长, 同时加大生产效率提升, 汽车板业务有望实现快速增长。盈利预测与投资评级: AI 算力浪潮推动公司数通业务量价齐升, 第二成长曲线汽车板业务充分受益于汽车电动化、智能化、网联化, 由于胜伟策并表短期会对业绩有所影响同时受到汇率波动影响, 因此我们下调公司 2023-2025 年归母净利润由 17.1/21.6/26.9 亿元至 13.9/17.8/23.4 亿元, 当前市值对应 PE 分别为 28/22/16 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 原材料价格上涨; 国际贸易环境恶化; 下游需求不及预期

(证券分析师: 马天翼 证券分析师: 鲍嫻颖 证券分析师: 周高鼎)

南网储能 (600995): 2023 半年报点评: 调峰水电拖累业绩, 新型储能加速发展

事件: 考虑公司 2022 年 9 月重大资产重组, 根据公司年报追溯可比口径下, 2023 年上半年实现营业收入 28.61 亿元, 同比增长-4.3%; 实现归母净利润 6.93 亿元, 同比增长-17.3%。受 2023H1 调峰水电站偏枯影响, 公司业绩下滑。1) 调峰水电: 2023H1 西部调峰水电站同比偏枯, 调峰水电站实现收入 6.40 亿元, 同比增长-38.0%, 上半年平

均调峰水电站电价为 0.229 元/千瓦时，严重拖累公司业绩。2) 抽水蓄能：2023H1 实现收入 21.61 亿元，同比增长 12.2%；由于 2023 年 6 月 1 日正式施行新版容量电价，公司此前披露预计新容量电价下影响公司收入 4.96 亿元，将在下半年业绩中体现。3) 新型储能：2023H1 实现收入 0.42 亿元，同比增长 281.8%。当前装机（2022 年底）：公司在运抽水蓄能 1028 万千瓦，市占率 22.5%；在运新型储能 11.1 万千瓦，占比 0.9%。截至 2022 年底，公司在运总装机达 1242.1 万千瓦，其中抽水蓄能 1028 万千瓦、新型储能 11.1 万千瓦、调峰水电 203 万千瓦。抽水蓄能：根据公司年报，2022 年全国抽水蓄能装机容量约 4579 万千瓦，其中公司抽水蓄能装机 1028 万千瓦，占比 22.5%。新型储能：2022 年全国累计新型储能规模达到 12.7GW，其中公司在运 0.11GW，占比 0.9%，上半年南方电网区域新型储能参与电力市场机制加速完善，公司新型储能项目有望加速推进。未来规划装机：到 2025 年抽水蓄能投产 1388 万千瓦，占比 22.4%；新型储能投产 200 万千瓦，占比从 2022 年 0.9% 提升至 7%。抽水蓄能：《抽水蓄能中长期发展规划》预计到 2025 年我国抽蓄投产 6200 万千瓦，公司规划投产 1388 万千瓦，占比 22.4%（与 2022 年 22.5% 占比接近），公司 2022-2025 年抽蓄复合增速约 11%；到 2030 年全国抽蓄装机规划达 1.2 亿千瓦，公司装机规划 2900 万千瓦，占比 24.2%。新型储能：国家发改委规划 2025 年我国新型储能装机达 3000 万千瓦，公司规划投产超过 200 万千瓦，占比从 2022 年 0.9% 提升至 7%，公司 2022-2025 年新型储能复合增速达 162%。盈利预测与投资评级：受调峰水电站来水偏枯+容量电价新政影响抽蓄盈利，我们调整公司 2023-2025 年归母净利润从 21 亿、26 亿、33 亿调整为 12 亿、14 亿、19 亿元，对应 2023-2025 年 PE 为 25 倍、22 倍、17 倍，维持“买入”评级。风险提示：公司调峰电站来水不确定的风险、新型储能电站商业模式不确定的风险等

（证券分析师：袁理 证券分析师：唐亚辉）

利元亨（688499）：2023 年半年报点评：Q2 扭亏为盈，锂电&光伏设备双轮驱动

投资要点 设备交付和验收加快，Q2 净利扭亏为盈：2023 上半年公司实现营收 27.3 亿元，同比+57%，归母净利润为-0.3 亿元，同比-119%，扣非归母净利润为-0.4 亿元，同比-129%，主要系验收的动力锂电设备技术要求较高，生产调试和验收周期较长，标准化沉淀及规模量产还不充分，造成毛利率偏低及费用偏高，同时营收规模增长较大，动力锂电客户信用期较长，期末应收账款及合同资产余额较大，计提的信用减值损失金额较多。2023Q2 单季营收 14.6 亿元，同比+56%，环比+16%；归母净利润为 0.4 亿元，同比-61%，环比+153%，已逐步扭转 Q1 的亏损局面。竞争加剧影响毛利率，验收周期拉长拖累净利率：2023 上半年毛利率为 27.1%，同比-8.9pct，主要原因系动力锂电领域竞争格局加剧，公司作为新进入者在产品定价方面有所折让，动力锂电收入占比提高，净利率为-1.2%，同比-10.9pct，主要系锂电设备调试周期较长，费用率较高；期间费用率为 28.2%，同比-0.1pct，其中销售费用率为 4.3%，同比-0.7pct，管理费用率（含研发）为 22.8%，同比-0.5pct，财务费用率为 1.1%，同比+1.1pct。2023Q2 单季毛利率为 27.4%，同比-8.8pct，环比-0.5pct；净利率为 2.4%，同比-7.2pct，环比+7.7pct，主要系积极拓展海外市场，加快设备交付和验收。存货持续增长，看好后续签订单质量提高：截至 2023Q2 末公司合同负债为 17.8 亿元，同比-10%，存货为 34.3 亿元，同比+45%；2023H1 经营性净现金流量-6.8 亿元，主要系动力锂电客户信用期较长，销售回款较

慢。订单方面我们预计 2023 年公司新签订单 80-100 亿元，海内外占比各 50%。锂电领域：全产业链产品丰富，国内外客户优质：利元亨是全球锂电池制造装备龙头企业之一，公司在锂电设备领域已形成“专机→一体机→局部环节整线→真正的整线（全流程生产线）”的全链条布局。客户方面，公司优选优质客户并坚持国际化布局，夯实国内外客户基础。产品方面，公司将坚持加大技术研发的投入，未来有望进一步建立技术壁垒，提高产品技术竞争力。光伏领域：聚焦行业发展热点，重点推进 HJT 技术路线布局：2022 年公司围绕 HJT 核心工艺设备、光伏组件及光伏自动化设备展开布局，通过内生+外延的方式在工艺性设备方面横向扩展。目前已在丝网印刷机、单晶硅棒机加自动化生产线陆续获得客户订单；HJT 整线工艺设备研发布局顺利推进，已经与华晟新能源签署了 HJT 整线设备合作意向，并在人员、技术以及客户资源等方面形成良好的储备。盈利预测与投资评级：考虑到公司回款周期影响，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 1.7（原值 3.9，下调 56%）/2.5（原值 4.8，下调 48%）/3.3（原值 5.9，下调 44%）亿元，当前股价对应动态 PE 为 31/21/16 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）

迪阿股份（301177）：2023 年中报点评：调整期公司经营业绩承压，静待终端需求恢复

投资要点 2023 年 H1 归母净利润同比-90.8%，调整期公司经营业绩承压：2023 年 H1，公司实现收入 12.42 亿元，同比-40.5%，实现归母净利润 0.53 亿元，同比-90.8%，实现扣非归母净利润亏损 0.49 亿元，其中差异主要为投资收益 1.19 亿元。单拆 Q2，公司实现收入 5.37 亿元，同比-37.9%，实现归母净利润亏损 0.48 亿元，实现扣非归母净利润亏损 1 亿元。2023 年 H1，钻石镶嵌行业阶段性调整，同时公司门店渠道布局和运营管理能力仍在调整和优化中，经营业绩有所承压。直营模式下费用开支较为刚性，费用率大幅提升：2023 年 Q2，公司实现毛利率 68.54%，同比下滑 1.39pct，销售费用率 65.16%，同比+27.02pct，管理费用率 6.02%，同比+1.82pct。公司线下门店为全直营模式，需要承担的费用开支较为刚性，因此在利润端受到的影响会进一步放大。门店调整中，静待终端需求回暖：2023 年 H1，公司门店数量为 676 家，上半年新开门店 15 家，关闭低势能门店 27 家，净减少门店 12 家。从店效看，2023 年 H1，公司直营门店单店收入 161.7 万元，同比-56.4%，单店坪效 1.73 万元，同比-57.7%，联营门店单店收入 177.55 万元，同比-51.6%，单店坪效 2.49 万元，同比-51.75%。2023 年 H1，公司积极调整渠道策略，对现有门店进行盘点，结合商圈变化、客群客质的匹配度、品牌定位等进行渠道的调整和优化，静待回暖。品牌文化：独创“一生只送一人”购买规则凸显“唯一”特质，形成独有品牌文化壁垒且难以复制：DR 品牌独创“男士一生只能定制一枚”购买规则，以绑定身份证的方式进行购买资格限制，将品牌与“一生、唯一、真爱”等情感内涵融合，与竞品形成有效区隔。率先抢占消费者认知，被复制替代的难度较高。盈利预测与投资评级：迪阿股份目前门店仍在调整中，考虑到门店调整时期存在不确定，终端镶嵌的需求恢复也存在不确定性，公司全直营模式下成本端支出又比较刚性，且短期内可能仍然较高，我们下调 2023-2025 年归母净利润从 8.4 亿元/11.5 亿元/14.5 亿元至 1.75 亿元/2.8 亿元/3.2 亿元，最新收盘价对应 2023-2025 年 PE 为 75/47/41 倍，维持“增持”评级。风险提示：负面舆论风险，终端消费恢复不及预期风险等

(证券分析师: 吴劲草 证券分析师: 谭志千)

汇通达网络(09878.HK): 2023 半年报点评: 经调整归母净利润+20% 业务结构改善利润率提升

投资要点 事件: 8月28日, 公司发布2023半年度报告。2023H1, 公司实现收入433.8亿元, 同比+6.6%; 归母净利润2.5亿元, 同比+118%; 经调整归母净利润2.5亿元, 同比+20.0%。公司经调整归母净利润基本符合预期。 业务结构+管理效率优化, 利润率提升: 2023H1, 公司毛利率为3.0%/+0.1pct; 经调整销售净利润率为0.88%/+0.1pct。利润率提升主要受益于活跃会员店客户占比提升, 2023H1 公司注册/活跃会员零售店数量为21.8/7.8万家, 同比+13.5%/+18.8%。公司销售/管理费用率分别为1.4%/0.4%, 同比-0.1pct/-0.1pct, 反映管理效率提升。 交易业务: 主品类消费电子高增, 关注宏观消费景气度回暖: 交易板块是公司主要收入来源, 2023H1 公司交易业务收入达429.9亿元, 同比+6.8%。其中消费电子/农资/家电/交通出行收入为231/68/66/40亿元, 同比+24.4%/-19.4%/持平/+3.5%。 服务板块: 毛利率提升明显, SaaS+业务付费会员数高增: 公司服务板块包括门店SaaS+订阅和商家解决方案。2023H1 收入分别为2.7/0.7亿元, 同比+2.5%/-27.6%。SaaS+业务是公司的一个重要增长点, 2023H1 订阅用户总数为12.1万人/+9.4%, 付费用户数为3.7万人/+37.4%, 付费率达30.7%/+6.24pct, 客单价有所下降以增强用户付费意愿。 盈利预测与投资评级: 汇通达网络是下沉市场B2B电商的龙头企业, 公司为广大下沉零售店提供供应链及SaaS+服务。考虑到宏观层面的消费需求影响, 我们将公司2023~25年经调整归母净利润预测从5.6/7.3/8.7亿元, 下调至5.0/6.6/8.1亿元, 同比增长33%/31%/22%, 8月28日收盘价对应P/E为32/24/20倍, 考虑到公司稀缺性强、未来成长空间大, 维持“买入”评级。 风险提示: 会员店开拓及新业务不及预期, 终端消费需求, 行业竞争加剧等

(证券分析师: 吴劲草 证券分析师: 阳靖)

泸州老窖(000568): 2023 年中报点评: Q2 收入超预期, 国窖下沉扩市场

投资要点 事件: 23H1 营收145.93亿元/同比+25.11%, 归母净利润70.90亿元/同比+28.17%。单Q2 营收69.83亿元/同比+30.5%, 归母净利润33.78亿/同比+27.2%。保持高速增长。 国窖高增, 中档酒有所放缓。H1 中高档酒129.9亿元/同比+25%, 量价分别同比-3%/+29%, 其中国窖系列保持高增, 我们预计同比增长30%+, Q2 高度恢复较快增速, 主要系百城计划稳步推进, 国窖持续开拓下沉市场; 老字号特曲面对高基数&H1 受价格波动增速有所放缓, 60版预计保持30-40%的高增。其它酒类15.21亿元/同比+29%, 量价分别同比+21%/+7%, 去年头二曲处于调整阶段基数较低, 今年实现较好的恢复。 毛利率持续提升, 市场费用投放亦有所增加。H1 销售净利率48.8%/同比+0.1pct, 其中毛利率同比+2.4pct至88.35%, 销售费用率/管理费用率分别为10%/4%, 同比-0.4/-1.1pct。单Q2 销售毛利率88.63%, 同比+3pct, 税金率/销售费用率和管理费用率为9.5%/11%/4.7%, 同比+2.2pct/+1pct/-1pct, 净利率48.69%/同比-1.45pct。整体来看毛利率提升主要系产品结构提升带动, 销售费用率提升主要系公司加大促销活动(如扫码红包、餐饮赠饮等), 税金率系季度间波动影响, 整体预计稳定。 市场操作游刃有余, 全年目标有序推进。公司在产品结构&费用投放&价格库存管控&控货节奏上都恰到好处; H1 春雷行动成效显著, 经销商进出均衡总体稳定, 下半年将强化营销攻坚, 坚守市场健康良性, 保持合理库存和量价的主动性, 仍有较强内生发展动力,

完成年初目标确定性较强。盈利预测与投资评级：公司聚焦“双品牌、三品系、大单品”，良性发展动力充足，我们维持 23-25 年归母净利润为 128、155、187 亿元，分别同比+23%、21%、20%，当前市值对应 PE 为 26/22/18 倍，维持“买入”评级。风险提示：消费复苏不及预期、行业竞争加剧。

(证券分析师：汤军 证券分析师：王颖洁)

今世缘 (603369)：2023 年中报点评：百亿目标进程过半，产品势能向上

投资要点 事件：23H1 总营收 59.7 亿元/同比+28.46%；归母净利润 20.5 亿元/同比+26.7%。23Q2 总营收 21.67 亿元/同比+30.61%；归母净利润 7.95 亿元/同比+29.13%，基本符合此前披露主要经营数据公告。截至 Q2 末有合同负债 11.29 亿元，同比+1.12 亿元，环比-0.15 亿元，单 Q2 销售收现 23.3 亿元，同比+32.6%。特 A 以上同比双位数增长，省内市场持续深耕。Q2 特 A+/特 A 收入为 13.9/6.5 亿元，同比+27%、42%，占比 64%/30%，其中像四开对开我们预计保持 15-20%，V 系列翻倍，淡雅单开高双位数增长。分区域看，Q2 省内 19.8 亿/+29%，苏中/淮海地区增速亮眼，分别+38%/35%，公司借四开优势持续扩大省内势能，V3 多渠道运作，价格比去年同期反馈更稳定。省外收入 1.7 亿元/+41%。截至 23Q2 末有经销商 1046 家，环比年初净增加 32 家，单个经销商贡献约 571 万元，同比+21.4%。产品结构上移，毛利率同比提升明显。Q2 毛利率 72.86%，同比+3.7pct，主系产品高端化持续推动，销售费用率 13.14%，同比+3.03pct，预计红包返利/品鉴投入/宴席以及赞助演唱会等市场投入增加，税金及附加率 9.73%，同比-0.75pct，相对稳定，管理费用率 3.87%，同比+0.18pct；综合作用下归母净利率 36.67%，同比-0.42pct。盈利预测与投资评级：今年进度比去年同期更快，全年百亿目标完成确定性强，且管理层积极作为，我们维持 2023-2025 年归母净利润 31、38、45 亿元，同比+25%、21%、19%，当前市值对应 PE 为 24/20/16 倍，维持“买入”评级。风险提示：省外扩张不及预期、消费复苏不及预期。

(证券分析师：汤军 证券分析师：王颖洁)

光线传媒 (300251)：二季报点评：主业盈利能力修复，看好下半年电影业绩释放

投资要点 事件：公司披露 2023 年半年报，收入实现 6.1 亿元，同比+3.8%，归母净利润实现 2.0 亿元，同比+1.1%。Q2 单季度实现收入 1.9 亿元，同比+35%；归母净利润实现 0.8 亿元，同比-36%，其中对联营和合营企业投资亏损影响约 0.11 亿元。电影行业修复超预期，公司优质项目储备丰富有望持续受益。国内电影市场上半年成绩喜人，总票房 263 亿元，同比+53%；总人次为 6 亿，同比+52%。23 年暑期档已成为国内影史暑期档票房第一，重回百亿票房时代，全年票房有望再次突破 600 亿元大关。Q2 公司主投且发行的《这么多年》票房亦取得超过 3 亿元的亮眼成绩。展望下半年，公司主投/发行的家暴题材《我经过风暴》已上映（票房接近 1.2 亿元），张艺谋导演的反腐题材《坚如磐石》将于国庆档上映；其他电影如《扫黑·拨云见日》《草木人间》《她的小梨涡》《本色》《透明侠侣》等有望在年内上映，我们看好公司后续业绩进一步释放。Q3《茶啊二中》票房超预期，看好长期动画电影为公司贡献增量。继年初公司主投发行的动画电影《深海》取得 9.2 亿元票房成绩之后，7/14 上映的公司主投/发行的喜剧动画电影《茶啊二中》票房已超过 3.7 亿元，好于我们此前预期。《大雨》预计亦将于年内上映，我们看好其票房表现。《茶啊二中 2》《哪吒之魔童闹海》《西游记之大圣闹天宫》《姜子牙 2》《大鱼海棠 2》

《小倩》《红孩儿》《二郎神》《去你的岛》等多部动画电影的工作也正在推进；其中《哪吒之魔童闹海》《小倩》预计将于 24 年上映，有望为公司中长期业绩贡献重要增量。运营杠杆修复带来盈利能力改善。23Q2 公司毛利率同比提升 7.6pct 至 56.41%，销售费率/管理费用率/研发费率分别为 0.4%/8.7%/2.3%，分别同比下降 0.5pct/3.4pct/0.9pct。剔除联营和合营企业投资收益及信用减值损失影响后的归母净利润在收入中的占比同比提升 5pct 至 48%。随着下半年优质电影项目上映，我们看好公司利润率继续改善。盈利预测与投资评级：考虑到公司的投资收益年内有所波动，我们将公司 23 年归母净利润从 7.9 亿元下调至 6.3 亿元，维持 24-25 年 9.8/11.1 亿元预测，对应 23-25 年 42/28/24 倍 PE，维持“买入”评级。风险提示：电影票房不及预期、政策风险、项目进度不及预期

(证券分析师：张良卫 研究助理：郭若娜)

恺英网络 (002517): 2023 年中报点评: 业绩超我们预期, 期待新游《石器时代: 觉醒》表现

投资要点 事件: 2023H1 公司实现营收 19.76 亿元, yoy-1.65%, 归母净利润 7.24 亿元, yoy+15.45%, 扣非归母净利润 6.76 亿元, yoy+13.41%。其中, 2023Q2 实现营收 10.22 亿元, yoy+4.17%, qoq+6.98%, 归母净利润 4.34 亿元, yoy+14.46%, qoq+49.91%, 扣非归母净利润 3.90 亿元, yoy+9.74%, qoq+36.41%, 收入及利润端均超我们预期。同时公司宣布 2023 年中期派息, 预计每 10 股派发现金红利 1 元 (含税), 合计派息金额超过 2 亿元, 股息率 0.7%。存量产品运营稳健, 流水结构优化改善毛利率。2023H1 公司营收在高基数上依旧维持稳健表现, 同比小幅下滑 1.65%, 我们认为主要得益于公司头部产品《原始传奇》《热血合击》《永恒联盟》《蓝月传奇》等表现稳健。成本端, 2023H1 公司毛利率为 84.05%, 同比大幅提升 12.24pct, 主要系 2022H1 代理产品《天使之战》表现出色, 对外分成成本较高, 2023H1 代理产品流水自然回落, 流水结构优化。费用端, 2023H1 公司销售费用率 23.74% (yoy+4.09pct), 管理费用率 7.24% (yoy+3.5pct), 研发费用率 10.44% (yoy+0.97pct), 其中管理费用主要受员工持股计划及股票期权计划费用摊销增加影响。收购盛和剩余股权提升盈利能力, 传奇品类优势有望巩固放大。2023 年 5 月 25 日, 公司发布公告拟收购子公司浙江盛和剩余的 29% 股权, 2023 年 8 月 14 日该事项经相关部门审核, 已办理完成工商变更登记手续。浙江盛和是市场上领先的传奇游戏研发商, 我们看好公司收购其剩余的 29% 股权: 1) 一方面将增厚归母净利润, 提升盈利能力, 2023Q2 已有小幅体现, 扣非归母净利润率环比提升 8.23pct 至 38.16%; 2) 另一方面将增强公司传奇游戏品类的研发能力。2023 年 8 月, 中国大陆地区的传奇 IP 权属已明确, 我们看好外部环境改善叠加公司研发实力增强, 公司传奇品类的优势有望持续放大, 构筑稳健的业绩基本盘。多元新游蓄势待发, 关注《石器时代: 觉醒》表现。公司在手版号充沛, 储备有《石器时代: 觉醒》《永恒觉醒》《梁山传奇》《一念永恒: 少年追梦》《妖怪正传 2》等, 涵盖传奇、奇迹、卡牌、MMO 等赛道。我们看好公司多元新游相继上线贡献业绩增量, 其中《石器时代: 觉醒》(与腾讯联合开发运营) 已定档 2023 年 10 月 26 日公测, 流水表现值得期待。盈利预测与投资评级: 公司存量产品表现稳健, 新产品周期开启在即, 我们上调此前盈利预测, 预计 2023-2025 年 EPS 分别为 0.71/0.89/1.07 元 (此前为 0.64/0.78/0.94 元), 对应当前股价 PE 分别为 20/16/13 倍。看好公司传奇龙头优势持续扩大, 新品类探索不断验证, 维持“买入”评级。风险提示: 新游表现不及预期, 行业竞争加剧, 行业监管风

险

(证券分析师: 张良卫 证券分析师: 周良玖
研究助理: 陈欣)

拓普集团 (601689): 2023 年半年报点评: 机器人业务前景明确, 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 91.60 亿元, 同比+34.8%, 环比-0.42%; 实现归母净利润 10.94 亿元, 同比+54.6%, 环比+10.3%; 实现扣非归母净利润 10.27 亿元, 同比+50.0%, 环比+5.8%。2023 年 Q2 实现营收 46.92 亿元, 同比+53.9%, 环比+5.0%; 实现归母净利润 6.4 亿元, 同比+100.0%, 环比+43.0%; 实现扣非归母净利润 6.07 亿元, 同比+97.0%, 环比+44.4%。核心客户产量同比增长, 多项业务逐步放量成为新的增长点。2023 年 Q2 公司新能源核心 T 客户实现全球产量 48.97 万辆, 同环比+76.53%/20.02%, 传统车企核心客户吉利汽车+上汽通用合计实现产量 62.87 万辆, 同环比+20.08%/35.44%, 推动公司营收同比高增长。2023H1 公司内饰功能件/底盘系统/热管理系统分别实现营收 31.4/28.8/7.8 亿元, 同比+46.2%/+61.5%/+25.9%, 成为业绩新的增长点。汇兑收益增厚业绩, 国际化进程加速。2023Q2 公司实现期间费用率 7.17%, 同环比-2.48/-2.95pct, 主要得益于人民币贬值下汇兑收益带来的财务费用率同环比-1.24/-3.24pct, 2023H1 公司实现汇兑收益 1.05 亿元。公司深入拓展全球平台业务, 波兰工厂开始量产, 墨西哥/美国工厂有序推进。拆分设立机器人事业部, 业务版图不断扩张。2023 年 7 月公司拆分设立机器人事业部, 建立独立管理架构。公司机器人直线与旋转执行器项目已获客户周 100 台初始订单, 预计 23 年形成一期产能年 10 万台, 24 年 Q1 量产。同月公司 40 亿定增获得证监会同意批复, 全部达产后新增轻量化底盘系统/内饰功能件/热管理系统年产能 610/310/130 万套, 业务规模不断扩张。盈利预测与投资评级: 考虑到下游车企价格战加剧, 我们下调公司 2023-2025 年营收预测为 210.85/280.35/355.73 亿元 (前值为 226.22/331.57/433.33 亿元), 同比分别+32%/+33%/+27%; 下调 2023-2025 年归母净利润预测为 24.77/32.61/41.70 亿元 (前值为 24.87/36.57/48.55 亿元), 同比分别+46%/+32%/+28%, 对应 PE 分别为 30/23/18 倍, 鉴于公司多项业务逐步放量, 业务版图不断拓展, 我们维持“买入”评级。风险提示: 下游乘用车需求复苏不及预期, 产能释放不及预期, 乘用车价格战超出预期。

(证券分析师: 黄细里 证券分析师: 谭行悦)

伯特利 (603596): 2023 年半年报点评: 产能持续扩张, 业绩同比高增长!

投资要点 公告要点: 公司公布 2023 年半年报, 业绩略低于我们预期。2023 年 H1 实现营收 30.94 亿元, 同比+46.40%, 环比-9.66%; 实现归母净利润 3.56 亿元, 同比+26.76%, 环比-14.98%; 实现扣非归母净利润 3.26 亿元, 同比+51.88%, 环比-12.81%。2023 年 Q2 实现营收 15.95 亿元, 同比+45.05%, 环比+6.36%; 实现归母净利润 1.83 亿元, 同比+28.93%, 环比+6.40%; 实现扣非归母净利润 1.68 亿元, 同比+63.37%, 环比+6.12%。各项业务同比增长, 积极拓展国内外新客户。2023 年 H1, 公司智能电控产品 (EPB/ESC/ADAS/C-EPB) 实现销量 151.3 万套, 同比+78%, 盘式制动器实现销量 121.6 万套, 同比+30.9%, 轻量化制动零部件实现销量 380.3 万套, 同比+15.8%, 转向系统产品实现销量 109 万套。根据公司披露, 截至 2023H1 盘式制动器/轻量化产品/EPB 产品在研项目分别达到 146/77/61 项, 去年同期分

别为 142/36/59 项，轻量化业务在研项目大幅提升。产品结构改变推动毛利率提升，规模效应推动费用率同比下降。2023 年 Q2 公司实现毛利率 22.8%，环比+1.25pct，同比+0.95pct，核心原因是毛利率较低的盘式制动器增速低于高毛利的 EPB 和轻量化零部件产品。产品结构的优化推动整体毛利率提升。2023Q2 公司实现费用率 9.36%，同比-1.84pct，核心因为公司营收同比+45.1%，营收大幅提升后有效摊薄研发费用率，使得整体费用率同比明显下降。稳步推进产品技术研发，持续加快产能建设。公司在线控制动/EPB/轻量化零部件的维度持续投入技术研发，致力于实现 WCBS2.0/EMB 的产业化进程，并持续在 EPB 新项目研发及新技术迭代上进行投入。在轻量化领域，公司将进一步拓展品类，包括副车架、铸铝卡钳以及轮房等产品，满足客户的多样化需求。同时，公司基于在手订单持续加快产能建设，进一步提升卡钳/EPB/EPS/轻量化（国内+墨西哥）的产能布局。盈利预测与投资评级：基于核心产品出货量不及预期，我们下调公司 2023-2025 年营收预测为 75.1/97.1/121.5 亿元（前值为 80.1/107.6/133.7 亿元），同比分别+36%/+29%/+25%；下调 2023-2025 年归母净利润预测为 8.7/11.9/15.3 亿元（前值为 9.6/13.5/17.5 亿元），同比分别+25%/+37%/+29%，对应 PE 分别为 30/22/17 倍，鉴于后续加快产能建设，维持“买入”评级。风险提示：芯片短缺超出预期；新能源渗透率增长不及预期。

（证券分析师：黄细里 证券分析师：谭行悦）

福莱特 (601865): 2023 年中报点评: 成本下行带动盈利回升, 2023Q3 有望量增+盈利修复

投资要点 事件：公司发布 2023 年半年报，2023H1 营收 96.78 亿元，同增 32.5%；归母净利润 10.85 亿元，同增 8.2%；扣非归母净利润 10.7 亿元，同增 9.7%。其中 2023Q2 营收 43.13 亿元，同增 13.6%，环降 19.6%；归母净利润 5.73 亿元，同环增 1%/12%；扣非归母净利润 5.71 亿元，同环增 3%/15%；业绩符合预期。2023Q2 出货环比略降、成本下行带动盈利修复、2023Q3 有望量利双升。我们预计 2023H1 光伏玻璃销 4+亿平，同增 30%，预计 2023Q2 销量约 2 亿平，环降约 10%，主要系 6 月产业链价格快速下跌组件厂排产减弱所致，其中 2.0mm 占比约 70%，环比提升约 10pct。盈利端：2023Q2 玻璃价格提升 0.5 元/平米+成本端纯碱及燃料价格有所回落，带动光伏玻璃毛利率环增 1-2pct，测算单平盈利约 2.5 元，环比提升 0.4 元。展望 2023Q3，目前公司库存已缩至 10 天左右，随组件厂需求旺盛叠加 2023H2 双玻占比将进一步提升超 80%，量上公司 8、9 月订单环比持续增加，盈利上成本端纯碱随产能释放供应增加价格将有所下行，2023Q3 我们预计公司有望量增+盈利进一步修复。扩产提升份额、大窑炉+石英砂自供巩固成本优势。2023H1 公司产能达 20600 吨/日，公司预计 4 条 1200 吨产线将于 Q4 投产，2023 年年底产能可达 25400 吨/日，同增 30%，盈利周期底部逆势扩产，提升市占率，扩大规模优势，当前公司市占率约 30%，将逐步提升至 35%。成本端，公司 1) 石英砂自供比例约 70%并将长期保持，测算自供部分可节约成本 2 元/平；2) 创新 1600 吨大窑炉，相比千吨级能耗可降 10-15%，成品率由 85%提至 88-89%，我们预计后续成本优势与二线玻璃厂进一步拉开。定增募资后资金充沛、费用率逐步下行。2023Q2 公司期间费用率 5.0%，环降约 2pct，主要系销售费率及财务费率下降所致，分别环降 0.5/1.7pct，2023H2 随公司 8 月完成 60 亿定增，财务费用我们预计将进一步降低。2023Q2 末合同负债/存货分别为 1.03/26.56 亿元，较 2023 年初-10%/+11%。投资评级：考虑玻璃行业产能扩张审批趋严，公司产能投产有一定延

迟，我们下调公司盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润 27.8/40.1/52.1 亿元（2023-2025 年前值为 31.1/43.3/57.8 亿元），同比 +31%/+44%/+30%，考虑公司作为龙头格局稳定，市占率进一步提升，给予公司 2024 年 25 倍 PE，目标价 42.6 元，维持“买入”评级。风险提示：政策不及预期，竞争加剧等。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：陈瑶 证券分析师：郭亚男）

兆讯传媒（301102）：2023Q2 业绩中报点评：盈利略不及预期，第二曲线业务投入正当时

投资要点 事件：公司 2023Q2 实现营收 1.04 亿元，同比上升 8.47%，环比下降 31.08%；归母净利润 0.06 亿元，同比下降 22.14%，环比下降 90.60%。盈利略不及预期，主要系 Q2 高峰投放天数有限和大屏亏损导致收入下滑：公司 Q2 收入环比下降 31.08%，主要在于尽管线下场景回归，但受限于 Q2 的节假日高峰天数有限，因此高铁广告投放效果略不及预期导致公司高铁媒体收入出现波动性下滑。同时 Q2 公司陆续取得成都、重庆等地的户外裸眼 3D 高清大屏媒体经营权，户外裸眼 3D 大屏投入以及裸眼 3D 数字大片的制作投放都加剧了媒体资源成本，23 上半年媒体资源成本费用达 1.3 亿元，导致大屏亏损，创造显著价值仍需时间。再加上 Q2 销售费用环比增长 97.68% 抬升成本，多因素下使得公司盈利略不及预期。公司媒体资源持续优化，整体经营仍具备杠杆效应：截至 2023 年 6 月 30 日，公司已于国内 18 家铁路局集团中的 17 家（除乌鲁木齐局集团）签署了媒体资源使用协议，新增 21 个媒体站点资源，同时进行了 23 个站点媒体资源优化。目前公司已覆盖全国 30 个省级行政区，年触达客流量超 10 亿人次，已签约铁路客运站 574 个，其中 96% 以上为高铁动车站，运营数字媒体屏幕 5,481 块，基本囊括“八纵八横”的高铁主动脉，全面覆盖经济发达城市群，下沉三四线县市站点。公司覆盖媒体网络兼具广度和深度，形成规模优势，未来经营将保持较大经营杠杆。布局 AI 内容创意制作，构筑数字竞争优势：公司已将 AI 技术应用于数字内容创意制作方案当中，实现从生成式 AI 产生文字到多模态多媒体的技术迁移。如 Q2 播出的裸眼 3D 数字内容大片《进化论》中全流程均实现了 AIGC 技术的运用。兆讯传媒团队全流程采用 Pixar USD 工作流，场景特效运用 rdb 破碎系统、vdb 烟雾解算系统以及粒子系统协同，并运用三维相机反求技术，保证最佳透视效果的同时，展现出最为逼真的裸眼 3D 画面。AIGC 赋能第二曲线将有效拓宽其媒体资源覆盖范围，巩固重点城市资源优势，扩充头部客户数量，迸发业绩增量。盈利预测与投资评级：由于公司业绩恢复缓慢但公司第二增长曲线进入正轨，我们将 23-25 年归母净利润预测从前值 3.47/4.50/5.74 亿元调整为 2.40/3.70/5.01 亿元，对应 2023-2025 年 PE 分别为 27.16/17.63/13.03 倍，我们认为高铁数字传媒领域具有垄断性优势，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济波动、市场竞争加剧、数字媒体资源流失风险。

（证券分析师：张良卫 证券分析师：张家琦）

京东方 A（000725）：2023 年中报业绩点评：业绩逐季改善，龙头效应凸显

事件：公司发布 2023 年中报 业绩逐季改善，全年整体向好：2023H1 公司实现营收 801.8 亿元，同比下滑 12.5%；归母净利润 7.4 亿元，同比下滑 88.8%；扣非归母净利润亏损 15.8 亿元，同比下滑 137.4%。Q2 单季度实现营收 422 亿元，环比增长 11.1%，扣非归母净利润 0.8 亿元，实现扭亏为盈，二季度收入、利润环比一季度明显改善。主要原

因：1)2023年2月以来，LCD电视类显示屏产品价格持续上涨，笔记本、显示器类显示屏产品价格逐步企稳，回升态势显现。与此同时，主流应用领域下游备货需求逐步释放，智能座舱、AR/VR、折叠等创新应用领域需求稳步增长，产线稼动率理性提升，推动公司业绩改善；2)公司柔性AMOLED持续发力高端需求，半年度出货量首次突破5千万级，同比增长近80%，继续保持领先的竞争优势。3)2023H1，显示器业务营收跌幅收窄，物联网创新业务营收同比上升1.1%，传感业务营收同比上升76.8%，MLED业务营收同比上升11.3%，智慧医工业业务营收同比上升29.6%。LCD业务龙头保持优势，OLED渗透率大幅提升：1)2023H1，公司继续稳居显示领域市场领先地位，在LCD显示屏领域整体及TV、MNT、NB、Tablet、手机五大主流应用领域出货量稳居全球第一，未来伴随需求逐渐回暖，公司龙头效应有望带来显著业绩弹性。2)公司积极布局OLED业务，柔性OLED屏已经覆盖美国、欧洲、日本、韩国等多个国家和地区，并连续为全球一线品牌的折叠手机、折叠笔记本等供应基于f-OLED高端柔性显示技术的OLED屏，在汽车领域也实现了柔性OLED屏车载应用的全新突破，随着产能持续爬坡以及主要客户份额的持续提升，未来有望成为新的业绩增长点。全面布局“1+4+N+生态链”，把握智能物联时代大机遇：公司作为半导体显示业龙头，业绩伴随面板价格企稳回升与产品结构不断优化有望稳步修复；公司物联网创新/传感器及解决方案/智慧医工业业务飞速发展，控股华灿光电助力MLED业务快速提升，四大高潜航道有望未来成为营收主力；积极开拓细分应用场景，落实物联网转型发展；积极推动供应链本地化，扶持上下游共同发展。盈利预测与投资评级：我们看好公司受益面板行业周期反转与快速布局MLED赛道，我们维持盈利预测，预测公司2023-2025年归母净利润分别为74.6/143.2/189.2亿元，当前市值对应PE分别为20/10/8倍，维持“买入”评级。风险提示：TV液晶显示屏需求不及预期；显示面板行业竞争加剧。

(证券分析师：马天翼 证券分析师：金晶)

比亚迪(002594)：2023年半年报点评：业绩符合市场预期，单车盈利持续提升

投资要点 Q2业绩符合预期，盈利能力显著提升。23年H1营收2601亿，同增73%，归母净利110亿，同增205%；23Q2营收1400亿，同环比+67%/+16%，归母净利68亿，同环比+145%/+65%。23Q2毛利率18.7%，同环比+4.3/+0.9pct，归母净利率4.9%，同环比+1.6/+1.4pct，接近预告中值，符合市场预期。Q2销量创新高，单车盈利持续提升。H1汽车业务实现营收2088亿元，同增91%，毛利率21%，同增4.4pct，均价约16.6万元。Q2公司电动车销70万辆，同环比+98%/27%，H1公司销125.6万辆，同增96%，其中出口累计7.4万辆。盈利端，若扣除比亚迪电子利润(Q2约7亿元，权益4.6亿)、汇兑损益约12亿元，预计23Q2单车利润0.74万元，环比提升8%，系腾势占比环比提升0.3pct至4.7%，贡献利润增量，同时规模效应降低单车成本，且碳酸锂及材料降价对盈利有正向贡献。H2新车型陆续交付，高端车上市+出口支撑销量盈利高增长。23H2多款新车型推出，腾势N7(30万+)、N8、仰望U8(百万)、海豹DM-i(预计20万左右)均有望在下半年开启交付，方程豹(30-40万)8月正式发布，叠加海外贡献增量，预计23年销量300万辆+，同增60%+，其中出口预计20万辆。H2高端车型及出口的高毛利车型逐步放量，叠加材料成本下降、规模效应进一步体现，H2单车盈利有望小幅提升，预计23年单车盈利近0.8万元，2024年随着高端车占比提升单车利润将进

一步提升。 Q2 电池装机量同比高增、23 年出货预计翻番以上增长。H1 动储电池装机 60GWh, 同增 77%, 其中 Q2 装机 33GWh, 同环比 +72%/23%。受益于欧洲户储及全球大电站项目, 预计 23 年公司电池产量近 200gwh, 同比翻倍以上增长, 其中储能电池出货约 30GWh, 同增 150%+。 盈利预测与投资评级: 考虑公司销量创新高, 新车型密集推出, 我们维持 2023-2025 年归母净利润预期为 295.70/419.83/525.32 亿元, 同比增长 78%/42%/25%, 对应 PE 为 23/16/13x, 给予 23 年 35xPE, 目标价 354.6 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, 车企竞争加剧。

(证券分析师: 曾朵红 证券分析师: 黄细里
证券分析师: 刘晓恬)

巨子生物 (02367.HK): 2023 年半年报点评: 营收、净利润超预期增长, 加码线上直销和大单品

投资要点 2023H1 营收同增 63.0%, 净利润同增 52.3%: 2023H1 公司实现营收 16.36 亿元 (同比+63.0%, 下同), 实现净利润 6.7 亿元 (+52.3%), 营收、业绩增速均超出此前市场预期。 可复美收入规模翻倍, 功效性护肤营收占比超七成: (1) 分品牌: 2023H1 核心品牌可复美/可丽金分别实现营收 12.3/3.2 亿元, 分别同增 101.0%/6.4%, 营收占比分别为 76%/20%, 可复美营收占比进一步提升。(2) 分品类: 2023H1 功效性护肤/医用敷料/保健食品及其他分别实现营收 12.0/4.0/0.1 亿元, 分别同比变化+95%/+15%/-55%, 营收占比分别为 74.5%/24.8%/0.7%。功效性护肤营收占比同比提升 12.2pct。 直销占比持续提升, “618” 大促多平台亮眼: 2023H1 直销/经销渠道分别实现营收 10.8/5.2 亿元, 分别同增 112.2%/10.2%, 营收占比分别为 67.5%/32.5%, 直销占比同比提升 15.6pct。具体看, 直销中的通过 D2C/面向电商平台/线下直销分别实现营收 9.8/0.7/0.4 亿, 分别同增 128%/19%/51%。公司 “618” 大促逆势表现十分亮眼, 其中可复美线上全渠道 GMV 同增 165%+, 可丽金线上全渠道 GMV 同增 70%+。在 “618” 大促期间, 可复美胶原敷料在蝉联天猫伤口敷料类目 TOP1, 可复美 “胶原棒” GMV 同增 700%+, 可丽金 “嘭嘭次抛” 荣登京东修护面部精华榜 TOP8。 产品类型和渠道扩展毛利率略有下降, 线上直销快速扩张营销费用有所增加: 2023H1 毛利率/净利率分别为 84.1%/41.5%, 分别同比变化-1.0pct/-2.9pct。毛利率同比略有下降, 主要系扩充产品类型以及拓展渠道。2023H1 销售/管理/研发费用率分别为 34.6%/3.0%/2.1%, 分别同比+7.8pct/-2.2pct/+0.2pct。销售费用率有所增加, 主要系线上直销渠道快速扩张。公司持续加码研发, 推出多种自研原料或原料组, 如稀有人参皂苷 CK 单体、巨昔源等。 盈利预测与投资评级: 公司是我国重组胶原领域引领者, 品牌力和产品力领先, 未来拓展肌肤焕活可期。基于好于同业的表现和品牌、产品竞争力提升, 我们将公司 2023-25 年归母净利润从 13.21/17.12/22.08 亿元上调为 13.33/17.47/22.67 亿元, 分别同增 33%/31%/30%, 当前市值对应 2023~25 年 PE 为 24x/18x/14x, 维持 “买入” 评级。 风险提示: 终端需求不及预期, 行业竞争加剧等。

(证券分析师: 吴劲草 证券分析师: 张家璇)

小鹏汽车-W (09868.HK): 战略合作滴滴, 加速科技普惠/智能平权落地

投资要点 公告要点: 2023 年 8 月 28 日, 小鹏+滴滴双方达成战略合作, 最大程度利用各自领域优势资源, 携手推广智能电动汽车及相关技术的规模化应用, 加速 “科技普惠、智能平权” 的落地。 多因小

小鹏将正式进入【多品牌战略阶段】，进一步强化 A 级市场产品的技术竞争优势，让智能驾驶技术在最主流的细分市场成为标配，引领电动智能新时代。小鹏将在【2024 年量产 1 款 A 级智能电动汽车】项目代号“MONA”作为本次战略合作的核心。滴滴将小鹏首次开放全生态赋能，为“MONA”提供包括智能座舱、智驾及共享出行市场等多维度的强有力支撑，助力小鹏汽车在“15 万级”价格区间打造爆款车型。战略入股形式合作，推动双方建立长期共赢的战略合作关系，小鹏汽车成为首家获得滴滴生态体系全面支持的整车企业。小鹏将发行占交易完成后总股本 3.25% 的 A 类普通股，收购滴滴旗下智能电动汽车项目相关资产和研发能力。滴滴将成为小鹏的战略股东，首批股份的锁定期为 24 个月。双方将建立长期共赢的战略关系！小鹏成为首家获得滴滴生态体系全面支持的整车企业（车型的运营、品牌营销、金融保险服务、充电设施建设、Robotaxi 以及国际市场等）。此收购最高对价为 58.35 亿港元。（首次交割日当天支付 0.58 亿 A 类普通股，若达到 SOP 里程碑，则须向卖方或卖方指定人于 SOP 交割日当天以发行价发行 463.64 股 A 类普通股；如果达到第一次业绩目标里程碑（18 万辆），则须向卖方或卖方指定人于第一阶段业绩目标交割的适用日期以发行价发行最多 1405.46 万股第一阶段业绩目标股份；且 如果达到第二次业绩目标里程碑（18 万辆），则须向卖方或卖方指定人于第二阶段业绩目标交割的适用日期以发行价发行最多 1427.65 万股第二阶段业绩目标股份。 盈利预测与投资评级：鉴于公司与滴滴战略合作车型预计明年落地开启规模交付，我们维持公司 23 年营收不变，24-25 年营收由 577/1045 亿元上调至 637/1225 亿元，维持 23 年归母净利润不变，24-25 年归母净利润由-35/1 亿元上调至-32/7 亿元，对应 PS 为 5/5/3 倍。考虑智驾算法能力领先以及长期软件供应持续收费，我们认为公司应该享受更高估值，对比行业领先企业特斯拉，给予小鹏汽车 2024 年 5X 目标 PS，对应目标价 197.88 港币，当前股价 72.2 港币（2023 年 8 月 29 日），维持“买入”评级。 风险提示：乘用车价格战超预期；L3 智驾政策推出节奏不及预期等。

（证券分析师：黄细里 证券分析师：杨惠冰）

广汽集团（601238）：2023 年半年报点评：Q2 业绩符合预期，看好自主新能源转型

投资要点 公告要点：广汽集团 2023H1 实现营业总收入 619.11 亿元，同环比分别+27.16%/+0.97%；实现投资净收益 54.48 亿元，同环比分别-35.9%/-6.4%；实现归母净利润为 29.66 亿元，同环比分别-48.4%/+28.0%；扣非后归母净利润 27.03 亿元，同环比为-52.1%/+45.6%。2023Q2 单季度实现营业总收入 353.54 亿元，同环比分别+39.1%/+33.1%；实现投资净收益 24.94 亿元，同环比分别-41.6%/-15.6%；实现归母净利润为 14.28 亿元，同环比分别-47.9%/-7.1%；扣非后归母净利润 12.68 亿元，同环比分别为-53.8%/-11.6%。 2023Q2 业绩整体符合预期，自主品牌销量提升改善毛利率表现。1) 营收：广汽自主 Q2 销量为 23.54 万辆，同环比+71.16%/+45.31%（其中埃安 Q2 销量为 13.09 万辆，同环比分别为+136.38%/+67.03%；广汽传祺的销量为 10.45 万辆，同环比分别为+27.18%/+24.95%）。广汽自主 Q2 ASP 为 15.0 万元，同环比分别为-18.7%/-8.4%，单车收入下滑主要原因为埃安销量占比提升。2) 毛利率：Q2 毛利率为 6.02%，同环比分别-0.2/+2.0pct。毛利率环比改善较多的原因为销量环比大幅提升+电池等成本持续降低。3) 费用率：Q2 销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 4.26%/2.90%/1.31%，同比分别-0.5/-1.3/+0.1pct，环比分别+0.2/-0.2/-0.2pct，整体期间费用率同环比均改善。4) 合资品牌：Q2 广本销

量为 14.05 万辆，同环比分别为-3.2%/-6.0%；广丰为 23.28 万辆，同环比分别为-8.1%/+5.8%。广本销量承压，同时终端折扣加大影响下广本 2023H1 单车收入为 14.8 万元，同环比分别-3.2%/-6.4%。自主能源生态产业链实现闭环布局，合资品牌电动转型加速。1) 自主双品牌新能源布局完善：广汽埃安上市进程顺利推进，设立动力电池/电驱产业化项目+组建广汽能源完善能源产业链闭环，2023 年 Hyper 品牌车型上市助力埃安产品结构改善；广汽传祺坚持“XEV+ICV”技术路线，转型速度加快。2) 合资公司电动转型加速，产品组合持续优化。盈利预测与投资评级：考虑行业竞争加剧，我们下调对公司 2023-2025 年业绩预期，我们预测 2023-2025 年归母净利润预期分别为 65.2/71.7/86.4 亿元(原为 88.5/100.32/120.31 亿元)，对应 PE 为 16/15/12 倍。维持“买入”评级。风险提示：乘用车终端价格战超出预期；需求复苏低于预期

(证券分析师：黄细里 证券分析师：杨惠冰
研究助理：孟璐)

雅迪控股 (01585.HK): 2023 年半年报点评: 业绩符合预期, 产品创新与海外市场拓展齐发力

投资要点 公告要点：雅迪控股 2023H1 实现营业收入 170.64 亿元，同环比分别为+21.28%/+0.19%；实现归母净利润为 11.88 亿元，同环比分别+32.11%/-5.89%。2023H1 业绩符合预期，销量保持同环比高速增长。1) 营收端：量增为核心推动。2023H1 29 款新车型带动下公司销量同环比保持正增长，电动自行车销量为 554 万辆，同环比分别+53.57%/+3.16%，电动踏板车销量为 267 万辆，同环比分别+5.63%/+6.67%；终端竞争激烈+原材料降本基础上公司单车收入同环比下滑，2023H1 平均单车收入为 1488 元，同环比分别-6.82%/-3.77%。此外公司电池及充电器业务收入同环比分别+15.12%/0.17%，保持提升趋势。2) 毛利率：电池业务毛利率环比提升明显。公司 2023H1 毛利率为 16.87%，同环比分别-1.06/-1.33pct。其中电动两轮车及相关配件毛利率为 15.82%，同环比分别-1.41/-3.34pct；电池及充电器毛利率为 10.00%，同环比分别+1.20/+1.93pct。3) 费用率：销售费用率同环比提升，整体费用率环比微增。公司 2023H1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.82%/2.77%/3.26%/0.13%，同比分别+0.29/-0.56/-0.34/-0.08pct，环比分别+0.57/+0.24/-0.28/-0.04pct。4) 最终业绩：2023H1 公司实现归母净利润 11.88 亿元，同环比分别+32.11%/-5.89%，对应单车净利为 145 元，同环比分别-1.27%/-9.75%。未来核心看点：产品高端化+海外市场拓展+一体化经营。1) 产能+渠道优势明显，产品矩阵完善。产能方面公司顺势持续扩产，为销量增长提供保障；渠道营销方面渠道数量质量齐头并进，多元化营销手段打造品牌形象；产品方面矩阵完善，研发技术储备深厚 2) 产业链一体化布局，协同效应显著。2019 年起，公司陆续和南都电源达成战略合作/收购南都华宇等，不断向上整合产业链。同时领先布局钠电赛道，极钠产品构筑新护城河。3) 海外市场带来销量&ASP 新增长。公司为行业出海先锋，2019 雅迪越南北江生产基地投产，实现年产能 50 万台。同时海外产品普遍售价更高，有助于提升公司整体 ASP 及盈利水平。盈利预测与投资评级：我们维持公司业绩预期，我们预期 2023-2025 年雅迪营业收入分别为 395.43/438.22/525.62 亿元，归母净利润为 26.35/32.60/45.67 亿元，对应 PE 为 14/12/8 倍。维持“买入”评级。风险提示：行业总量增长不及预期；行业价格战情况超出预期

(证券分析师：黄细里 研究助理：孟璐)

松原股份 (300893): 2023 年中报点评: Q2 业绩暂时承压, 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 4.70 亿元，同比增长 10.94%；实现归母净利润 0.63 亿元，同比增长 44.94%。其中，Q2 单季公司实现营业收入 2.45 亿元，同比增长 20.50%，环比增长 8.33%；实现归母净利润 0.31 亿元，同比增长 48.05%，环比下降 5.93%。公司 2023 年二季度业绩整体稍低于我们的预期。2023Q2 营收环比增长，毛利率环比略有下滑。收入端，公司 2023Q2 实现营收 2.45 亿元，环比增长 8.33%。从主要下游客户来看，奇瑞 Q2 批发 38.71 万辆，环比增长 25.89%；吉利 Q2 批发 37.16 万辆，环比 15.22%，上通五菱 Q2 批发 32.76 万辆，环比增长 70.18%；长城汽车 Q2 批发 29.92 万辆，环比增长 36.00%。分业务来看，公司安全带总成业务 2023H1 实现营业收入 3.63 亿元，同比增长 25.38%；气囊+方向盘业务 2023H1 实现营业收入 0.66 亿元，同比增长 6.45%。毛利率方面，公司 2023Q2 综合毛利率为 30.11%，同比提升 3.59 个百分点，环比下降 1.83 个百分点。期间费用方面，公司 2023Q2 期间费用率为 15.73%，环比下降 1.69 个百分点，其中销售/管理/研发/财务费用率环比分别下降 0.24/0.32/0.40/0.73 个百分点。归母净利润方面，公司 2023Q2 归母净利润为 0.31 亿元，环比下降 5.93%，对应 2023Q2 归母净利率 12.50%，环比下降 1.89 个百分点。安全带业务量价齐升，气囊方向盘成为第二曲线。安全带方面，公司凭借技术、成本和服务响应等方面的竞争优势，有望持续提升安全带产品的市场份额；此外，高性能安全的功能复杂，安全性更好，价值量更高，特别是集成主被动可逆预紧式安全带（电动安全带）的价值量更是大幅提升，公司安全带业务有望实现量价齐升。而方向盘+气囊业务则是公司的第二曲线，公司 2021 年实现方向盘+气囊的量产，目前已经突破吉利、上通五菱、奇瑞和合众等客户，后续有望持续为公司业绩贡献增量。

盈利预测与投资评级：由于公司新业务放量仍需时间，我们将公司 2023-2025 年的归母净利润从 1.91 亿/2.64 亿/3.64 亿下调至 1.81 亿/2.44 亿/3.26 亿，对应的 EPS 分别为 0.80 元、1.08 元、1.45 元，市盈率分别为 27.78 倍、20.62 倍、15.42 倍。考虑到公司作为汽车被动安全系统自主龙头，国产替代空间广阔，因此维持“买入”评级。

风险提示：乘用车行业销量不及预期；新客户及新产品开拓不及预期；原材料价格波动导致盈利不及预期。

（证券分析师：黄细里 证券分析师：刘力宇）

纽威数控（688697）：2023 年半年报点评：业绩处于预告中值，看好产能持续释放

投资要点 业绩处于预告中值，行业低景气度背景下业绩实现双位数增长：2023H1 公司实现营收 11.1 亿元，同比+31.1%；归母净利润 1.52 亿元，同比+30.6%；扣非归母净利润 1.35 亿元，同比+24.4%。其中 Q2 单季度实现营收 5.8 亿元，同比+38.9%，环比+9.9%；归母净利润 0.80 亿元，同比+26.3%，环比 12.1%；扣非归母净利润 0.68 亿元，同比+9.4%，环比+2.4%。通用制造业复苏慢于预期背景下，公司上半年营收端及利润端均实现双位数增长。展望 2023 年下半年，随着经济刺激政策逐步出台，通用制造业有望逐步复苏，公司业绩增长有望进一步加速。

费用管控能力加强&政府补助带动销售净利率基本持平：2023H1 公司销售毛利率为 26.1%，同比-2.1pct，我们判断主要原因系高利润率的大型机床收入确认有所放缓。Q2 单季度销售毛利率为 26.0%，同比-3.2pct，环比-0.2pct。2023H1 公司销售净利率为 13.7%，同比-0.1pct，销售净利率下降幅度小于销售毛利率的主要原因系：1) 2023 年上半年公司获得计入其他收益的政府补助金额 1,287 万

元，而 2022 年同期为 452 万元；2) 公司费用管控能力进一步加强。2023H1 公司期间费用率为 12.9%，同比-0.4pct，其中销售/管理(含研发)/财务费用率分别为 6.7%/6.2%/0.1%，同比分别-0.4pct/-0.2pct/+0.2pct，其中财务费用率有所上升主要系短期借款增加，利息支出增加所致。持续加码研发提升产品竞争力，募投产能释放打开成长空间：公司持续加码研发，不断完善 6 大核心技术领域。2023H1，公司研发支出 0.51 亿元，占营收比重 4.57%，同比+0.1pct。截至 2023 年 6 月 30 日，公司取得专利 227 项，其中发明专利 17 项，软件著作权 35 项，进一步完善精度控制与保持、高速运动、故障分析解决、操作便捷、自适应加工及智能碰撞保护技术等 6 大核心技术领域。募投项目逐步达产将有效缓解公司产能不足压力。公司募投项目“三期中高端数控机床产业化项目”于 2022 年 7 月正式投产，预计于 2024 年全部达产。全部达产后，将新增各类数控机床产品共计 2000 台，按照公司 2022 年机床平均售价约 63 万元/台计算，将新增机床产值超 12 亿元。盈利预测与投资评级：考虑到下游通用制造业持续复苏，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 3.46（维持）/4.35（维持）/5.38（维持）亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 19/15/12 倍，维持“增持”评级。风险提示：下游行业需求不及预期、核心部件依赖外购、市场竞争加剧。

(证券分析师：周尔双 证券分析师：罗悦)

科德数控(688305)：2023 年中报点评：业绩快速增长，海外拓展加速&产品结构持续优化

高端五轴机床需求旺盛&海外业务放量，2023H1 业绩快速增长：2023H1 公司实现营收 2.01 亿元，同比+42.8%，其中高端五轴机床收入 1.87 亿元，同比+51.6%，占比达 92.8%。Q2 单季度实现营收 1.16 亿元，同比+44.6%。公司营收端快速增长，我们判断主要系：(1) 高端五轴机床军用和民用两大市场需求旺盛：2023H1 公司新增订单同比增速为 93.1%，下游中航天航空(同比+72%)和汽车(同比+294%)贡献主要增量；(2) 海外市场订单增幅显著：2023H1 海外订单同比增长 450.2%，公司海外销售渠道拓展效果显著。2023H1 公司实现归母净利润 0.48 亿元，同比+73.5%，扣非归母净利润 0.31 亿元，同比+107.7%。其中 Q2 单季度归母净利润 0.21 亿元，同比+4.0%，扣非归母净利润 0.19 亿元，同比+72.7%，利润端增速高于收入端。收入结构优化&费用控制良好，带动 2023H1 盈利能力提升：2023H1 公司综合毛利率为 45.4%，同比+2.4pct，主要系公司收入结构持续优化，高利润率的大型机和海外订单收入占比提升；销售净利率为 23.6%，同比+4.2pct，我们判断主要系毛利率提升&期间费用控制良好。2023H1 公司期间费用率 22.4%，同比-2.0pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 11.4%/6.2%/5.5%/-0.7%，同比分别+1.4/-1.2/-2.0/-0.2pct。销售费用率小幅增加主要系参加展会的数量增加以及销售收入增长带动的人员薪酬、包装费、差旅费等相关费用增加所致；财务费用变动原因说明主要系银行存款利息收入增加所致。2023H1 公司研发投入总计 1113 万元，同比+4.5%，新增承担 1 项国家级课题项目，获批国家资金 463 万元。定增扩产&新品技术不断推出，看好公司成长性：2 月公司发布定增预案，拟募资不超过 6 亿元扩产。项目达产后，预计大连地区年产能规模将达到 1000 台，沈阳地区五轴卧加、五轴卧式翻版铣等年产能规模达到 60 台，银川地区电主轴年产能达到 1300 台套，德创卧式铣车复合加工中心年产能达到 100 台套，将缓解公司产能压力。研发和新品方面：高研发投入下公司不断推出对标国际先进水平的新品，公司新产品五轴高速桥式龙门加工中心

GMC3060 攻克了高速、高精桥式五轴加工中心关键技术，为飞机零件整体化及大型复杂化制造提供了解决方案。在研新产品六轴五联动叶盘加工中心、五轴铣磨复合加工中心及高效紧凑型专用卧式五轴加工中心（小翻板铣）为公司全面布局市场、持续保持市场竞争力奠定基础。盈利预测与投资评级：考虑到下游通用制造业持续复苏，我们预计公司 2023-2025 年的归母净利润为 1.22(维持)/1.79(维持)/2.47 亿元（维持），当前市值对应 PE 分别为 56/38/28 倍，维持“增持”评级。风险提示：下游行业需求不及预期、扩产计划不及预期、市场竞争加剧。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：罗悦）

歌尔股份（002241）：2023 中报点评：业绩符合预期，综合竞争力奠定未来成长基础

事件：公司发布 2023 年中报 单季盈利能力改善：公司 2023 年上半年营收 452 亿元，同比增长 3.6%，归母净利润 4.2 亿元，同比下滑 79.7%，扣非归母净利润 4.4 亿元，同比下滑 78.1%，整体业绩位于此前预告区间中值左右。其中 23Q2 单季归母净利润为 3.2 亿元，环比增长 198%。上半年业绩阶段性承压的主要原因在于受宏观经济和行业因素的影响，终端市场需求不足，公司智能声学整机业务和部分智能硬件业务的销售对收入、利润的短期表现造成不利影响（其中智能声学整机营收 93 亿元，同比下滑 25%，智能硬件营收 293 亿元，同比增长 18%）；而 23Q2 单季已呈现利润环比显著改善的态势，一方面公司通过有效的成本管控能力提升盈利质量，保障经营基本盘的稳定以及新产品的快速爬坡（23Q2 毛利率及净利率分别为 7.7%/1.4%，环比提升 0.7pct/1.0pct），另一方面也不断巩固 VR/AR、TWS 耳机、可穿戴、游戏机等各类新型智能硬件业务核心竞争力，有望在未来行业向上过程中重新迎回成长动能。此外，公司于年中推出“家园 7 号”员工持股计划以及 2023 年股票期权激励计划，彰显长期稳定健康发展的信心和动力。VR/AR 业务仍有望恢复高增长：公司领先深度布局 VR/AR 产业，已成为全球综合方案龙头，无论是光学元件（VR）、光机系统（AR）、核心算法还是智能整机设计制造能力，均具备绝对竞争优势，与全球科技大厂长期深度合作。1）中短期维度来看，国内外主流品牌继续大力布局，新产品的迭代升级、核心技术路线的确立、软硬件生态的完善等因素有望拉动出货量恢复增长；2）长期维度来看，基于应用场景拓展以及更多科技巨头入局等多方面的因素，VR/AR 硬件出货量未来几年有望打开成长天花板，歌尔亦有望凭借其全球核心供应商的地位持续引领产业向上。零整结合战略有望百花齐放：公司坚持智能制造+精密制造双轮驱动，围绕“4+4+n”零整结合战略打造产业生态圈，结合不断夯实的核心竞争力，有望逐渐走出低谷，未来依旧可期。1）TWS 耳机整机设计及核心声学元件在市场份额占据领先地位，国内外主要客户订单及份额仍有望稳步提升，后续产品迭代助力营收稳中有升；2）游戏机、可穿戴等国内外重要客户保持份额领先，同时有望切入更多主流客户整机代工体系；3）公司在微电子领域持续加强布局，MEMS 麦克风全球领先，并在 MEMS 智能传感器、SiP 先进封装工艺等方面加强投入，未来有望带来新的业绩弹性，并进一步增厚整机业务利润率。盈利预测与投资评级：我们基于公司中报及当前行业基本面状况调整盈利预测，23-25 年归母净利润调整为 15/25/35 亿（前值为 16/27/37 亿元），基于我们对 VR/AR 产业长期趋势的看好、短期业绩下滑源于外部环境的阶段性影响、公司核心竞争力持续增强等综合因素，我们继续看好公司未来成长趋势，维持“买入”评级。风险提示：VR/AR 产业发展不达预期，其他

产品销量不达预期。

(证券分析师: 马天翼 证券分析师: 金晶)

北京人力 (600861): 2023 年中报点评: FESCO 归母净利 5.04 亿元, 外包业务增长潜力足

投资要点 北京人力披露 2023H1 中报业绩: 2023 年 8 月 28 日晚, 公司披露 2023 年中报, 北京人力实现收入 192 亿元, 同比+27%, 实现归母净利润 2.1 亿元, 同比-6.3%, 因公司于 2023 年 5 月完成了资产重组, 因此此部分业绩包括公司置入资产北京外企的 2023H1 的归母净利润, 保留资产 2023 年 H1 归母净利润, 以及置出资产 2023 年 Q1 归母净利润。 2023H1 北京外企实现归母净利润 5.04 亿元。单看置入资产北京外企的经营情况, 2023H1, 北京外企收入 190 亿元, 同比+28%, 归母净利润 5.04 亿元, 同比+40%, 拆分来看, 2023 年 Q1 北京外企实现了收入 91.9 亿元, 实现归母净利润 3.38 亿元, 单拆出来 2023Q2 收入 98.4 亿元, 归母净利润 1.66 亿元。业务拆分来看, 2023H1 北京外企业务外包收入 157.7 亿元, 人事管理服务收入 5.3 亿元, 薪酬福利服务收入 5.78 亿元, 招聘及灵活用工 19.45 亿元。重要子公司方面, 外企德科上海有限公司 2023H1 收入 83.9 亿元, 净利润 2.3 亿元。Q2 业绩表现亮眼主要得益于 1) 传统人事和薪酬管理业务增长稳健, 韧性强; 2) 灵活用工业务持续恢复中。北京人力在 2023Q2 完成了重组上市, 经营动力十足。北京人力在 2023 年 5 月完成了重大资产重组和更名, 北京城乡原有资产已经全部置出, 募集配套资金已经完成, 全额由大股东北京国管认购, 公司最新股本为 5.66 亿股, 公司主营业务变更“综合人力资源服务”, 上市之后公司经营潜力有望逐步释放。北京外企是我国第一家从事人力资源服务的企业, 品牌认知, 规模优势和客户优势明显: 北京外企在人力资源服务行业有 40 多年丰富的经验, 先发优势明显, 产品服务矩阵成熟, 客户公司数量突破万家, 在薪酬管理, 人事管理服务等领域有较强的优势, 与德科成立的外企德科合资公司在灵活用工行业内享有较好的口碑, 灵活用工业务增长势头较好, 下游服务行业已经拓展到互联网、金融、医药等众多领域。盈利预测与投资评级: 北京城乡已经完成了资产交割, 北京外企成功注入了上市公司, 北京外企是我国人力资源服务行业龙头, 规模优势突出, 有丰富的客户资源, 上市之后经营潜力有望进一步释放, 2023 年 Q2 业绩超预期, 我们维持公司 2023-2025 年归母净利润 9/10.7/12.6 亿元, 最新股价对应 2023-2025 年 PE 分别为 16/13/11 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 行业景气度下降风险, 下游客户订单增长不及预期风险等

(证券分析师: 吴劲草 证券分析师: 谭志千)

贝泰妮 (300957): 2023 半年报点评: 2023Q2 营收增速环比提升, 贝芙汀新品发布定位精准分级祛痘

投资要点 2023H1 营收同增 15.5%, 归母净利润同增 13.9%: 2023H1 公司实现营收 23.7 亿元 (同比+15.5%, 下同), 归母净利 4.5 亿元 (+13.9%), 扣非净利 3.7 亿元 (yoy+5.1%)。单 Q2 看, 实现营收 15.0 亿元 (+21.2%), 归母净利 2.9 亿元 (+17.14%), 扣非净利 2.5 亿元 (+7.0%)。公司业绩基本符合此前市场预期。 2023H1 化妆品原料毛利率同比提升明显, 2023Q2 期间费用率有所增加: 2023H1 毛利率/净利率分别为 75.4%/18.6%, 分别同比减少 1.5pct/0.6pct。2023H1 公司期间费用率同比增加 1.5pct, 其中销售/研发/财务费用率分别同比变化+0.9pct/+0.6pct/-0.1pct, 管理费用率基本持平。截至 2023H1, 公司经营性现金流量净额为 2.8 亿元, 同增 35.0%。公司重视研发投入, 2023 年 7 月自研原料水龙提取物备案获批, 特色植物研发实现重要突

破。多品牌战略驱动，近期分级祛痘品牌贝芙汀新品发布值得期待：
 （1）按品类：2023H1 护肤/医疗器械/彩妆/其他分别实现营收 20.5/2.8/0.3/0.1 亿元，分别同增 12%/46%/38%/6%，营收占比分别为 86.6%/11.7%/1.3%/0.4%。（2）按品牌：2023H1 薇诺娜/薇诺娜宝贝/瑗科缙/其他分别实现营收 22.6/0.7/0.2/0.1 亿元，营收占比分别为 95.5%/3.1%/0.7%/0.4%。近期贝芙汀举办新品发布会，贝芙汀是贝泰妮旗下分级诊疗痤疮的品牌，可通过人工智能诊疗，精准分级祛痘，并按照不同分型提供护肤品。祛痘是精准护肤中极具潜力的发展方向，贝芙汀能够克服当前祛痘护肤品针对类型较为单一的问题，发展空间可期。线上收入占比较高，抖音平台增速突出：2023H1 公司线上/线下分别实现营收 17.4/6.1 亿元，分别同增 7.1%/48.6%，线上收入占比超七成。线上渠道中，2023H1 阿里系、抖音系、薇诺娜专柜服务平台、唯品会、京东系分别实现营收 7.9/2.7/1.6/1.6/1.3 亿元，分别同比变化-3%/+32%/+15%/+8%/-5%，抖音平台增速较为突出。盈利预测与投资评级：公司是我国皮肤学级护肤龙头，专业化品牌形象稳固，线上线多平台拓展顺利，品牌矩阵逐步完善。我们维持 2023-2025 年归母净利润分别为 13.46/16.96/21.03 亿元，2023-2025 年归母净利润分别同增 28%/26%/24%，当前市值对应 2023~25 年 PE 为 31x/24x/20x，维持“买入”评级。风险提示：新品推广不及预期，行业竞争加剧等。

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：张家璇
 证券分析师：汤军）

国茂股份（603915）：2023 年中报点评：Q2 业绩承压，看好下半年利润率回升

2023Q2 公司业绩承压，高附加值产品韧性强 2023H1 公司实现营收 13.39 亿元，同比-0.59%；归母净利润 1.71 亿元，同比-4.99%；扣非归母净利润 1.55 亿元，同比-5.26%。其中 Q2 实现营业收入 7.13 亿元，同比-3.25%，环比+14.0%；实现归母净利润 0.91 亿元，同比-21.35%，环比+13.2%；扣非归母净利润 0.84 亿元，同比-20.10%，环比+17.4%。2023 年上半年在下游需求放缓的不利影响下，公司营收同比持平，归母净利润略有下滑，业绩韧性较强，我们判断主要系一方面，公司产品竞争力提升、国产替代进程加速；另一方面，高附加值的模块化减速机和工业齿轮箱产品承压能力较强，出货同比正增长。产品降价导致毛利率承压，看好下半年利润率回升 2023H1 公司销售毛利率 26.5%，同比提升 0.4pct，我们判断一方面主要系公司产品结构优化，高附加值产品收入占比提升，另一方面原材料价格下降带动毛利率提升；单 Q2 公司销售毛利率 25.9%，同比下降 0.15pct，环比下降 1.3pct，我们判断主要系 Q2 市场竞争加剧，公司产品降价。2023H1 公司销售净利率为 12.7%，同比下降 0.6pct，净利率下滑主要系呆滞库存导致公司计提 1375 万元资产减值损失。费用端，2023H1 公司期间费用率为 11.0%，同比下降 0.4pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.2%/3.9%/4.9%/-0.9%，同比分别+0.2/+0/-0.1/-0.5pct，财务费用率降低主要系利息收入增加所致。展望未来，公司产品调价已执行到位，预计随着行业渐进复苏、公司继续加强成本管控，下半年利润率有望回升。通用主业稳健增长，平台化布局打开成长空间 公司在保持通用主业稳健增长同时，积极向专用、机电一体化领域延伸，已初步形成通用减速机、捷诺传动、工业齿轮箱、工程机械传动、精密传动、重载齿轮箱、铸造、机电一体化八大板块的平台化业务布局。①通用减速机：围绕降本增效开展各项成本管控及效率提升工作，返工率、售后千台维修率等指标持续降低。②捷诺传动：已顺利搬迁至新工厂，

车间配备一流加工设备，与 ABB 联合开发的变位齿轮箱新品样机以及 0 度直齿零部件正在试制，为机器人业务蓄能。③工程机械传动：在塔机领域，上半年公司传统塔机专用减速机出货量大幅增长；在海工领域，新产品放量明显，已获得千万级的增量订单；在光伏、起重机及风电变桨偏航等领域，公司均有新产品突破。④工业齿轮箱：进一步完成起重、搅拌、斗提等 HB 专用机型的新老版本切换工作。同时紧贴市场需求，完成焊接箱体全系列的标准化，产品稳定性进一步提升，产品受到中联重科等头部客户认可。⑤精密传动：公司已将谐波减速器制造基地从外省搬迁至常州总部工厂，并顺利完成人员安置及新车间规整工作，与主业协同能力加强。此外，为提高核心零部件自制的产能及质量，公司新购置一批进口滚齿机、高精度慢走丝设备以及表面处理设备，为未来发展蓄能。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 4.82（原值 5.49）/6.11（原值 6.87）/7.47（原值 8.38）亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 23/18/15 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）

雅生活服务（03319.HK）：2023 年中报点评：利润率短期承压，市拓领先基本盘稳固

投资要点 事件：公司发布 2023 年中期业绩公告。上半年实现营收 77.0 亿元，同比增长 1.0%；归母净利 8.4 亿元，同比下降 20.7%，业绩不及预期。逐步摆脱地产关联交易类业务，收入结构优化。2023 年上半年，地产市场下行导致相关业务收入大幅减少：公司非周期性业务收入合计同比增长 7.2%，收入占比提升至 92.3%；其中物业管理业务收入同比增长 7.4%，收入占比提升至 68.4%。而外延增值业务收入同比下降 40.4%，收入占比同比下降 5.3pct 至 7.7%。同时，业主增值服务中的家装服务收入同比减少 48.6%。我们认为公司基本盘稳固，在逐步摆脱对地产关联交易类业务的依赖后，有望重回增长轨道，实现可持续的高质量发展。各项业务毛利率均出现不同程度下滑，导致业绩承压。2023 年上半年公司实现经营性现金流回正，但整体毛利率同比下降 6.5pct 至 20.4%。除城市服务外各项业务毛利率同比均有不同程度的下滑，其中（1）物业管理服务毛利率同比下降 2.4pct 至 18.9%，主要由于低毛利的公建项目占比提升和提升项目品质带来的人力成本上升；（2）业主增值服务毛利率同比下降 20.6pct 至 48.2%，主要由于家装等业务受房地产下行影响以及完善产业链布局带来的投入加大；（3）外延增值服务毛利率同比下降 16.2pct 至 19.7%，主要由于开发商服务需求下降但相关业务成本仍较高。费控方面，公司销管费率保持稳定为 5.7%，贸易及其他应收款减值拨备同比减少 83.4% 至 0.5 亿元。市场拓展持续领先，城市服务深化布局。截至 2023 年 6 月 30 日，公司在管面积和合约面积分别达到 5.8 亿方和 7.6 亿方，在管面积中 83.3% 来自于第三方项目。公司 2023 年上半年新增合约面积 3062 万方。公司坚持聚焦高能级城市战略，按年化合同金额口径，上半年新拓项目中一二线城市占比高达 78.1%，拓展均价为 2.1 元/月/平。公司已实现全业态覆盖，2023 年上半年物业管理服务营收中非住占比达 58.8%。公司凭借公共服务的经验优势，持续深化城市服务业务布局，目前城市服务业务已进入城市 47 个，项目总数达 106 个。盈利预测与投资评级：由于房地产相关业务收入下滑、毛利率大幅下降，公司 2023 年上半年业绩承压。但公司市场化外拓能力优秀，基本盘稳固，摆脱地产关联交易类业务依赖后有望重回增长轨道。基于公司利润率仍处磨底阶段，我们下调其 2023/2024/2025 年归母净利润至

19.4/21.2/23.1 亿元（前值为 20.6/23.5/26.5 亿元），对应的 EPS 为 1.37 元/1.49 元/1.63 元，对应 PE 分别为 3.3X/3.1X/2.8X，维持“增持”评级。风险提示：市场化外拓不及预期；利润率超预期下行。

（证券分析师：房诚琦 证券分析师：肖畅 证券分析师：白学松）

领益智造（002600）：2023 年中报点评：盈利能力显著提升，长期增长趋势确定

投资要点 二季度业绩保持高增长，盈利能力持续提升：公司 2023 年上半年归母净利润 12.5 亿元，同比增长 159%，扣非归母净利润 10.7 亿元，同比增长 130%；其中 23Q2 单季扣非归母净利润 6.5 亿元，同比增长 181%，环比增长 51%。一方面，公司通过不断拓展与海内外知名汽车、动力电池等领域头部客户及国际领先的清洁能源领域客户的业务合作，在汽车及光伏储能业务方面持续布局、扩大产能，实现较快增长；另一方面，持续进行产品结构优化及降本增效，加强成本费用管控，整体运营效率不断提高，公司综合毛利率同比有所提升。伴随下半年消费电子旺季到来以及新业务持续拓展，我们看好公司业绩环比持续向上，并奠定长期成长基础。聚焦精密制造领域，布局消费电子新兴行业：1) 精密功能结构件技术优势明显：公司散热方案、线性马达、无线充电等方面技术优势明显、核心零部件自给率高。2) 已进入大客户供应链并形成长期稳定合作关系：在消费电子精密功能器件细分行业，已通过国内外主流头部终端品牌商的供应商认证体系，形成长期稳定的合作关系。同时借助消费电子领域合作客户，切入 AR/VR/MR 智能眼镜业务，已与业内一流厂商达成战略合作，成为 MR 眼镜核心供应商。另外，公司还是消费级 AR 眼镜龙头 Nreal 独家代工厂，独家承接 Nreal Air AR 眼镜的整机组装、注塑结构件和声学件制造。3) 领先布局智能机器人赛道：子公司领鹏智能推出控制器产品，赋能机器人性能提升，同时与汉森深入合作人形机器人的优化量产设计。4) 公司整合上下游资源，形成产业链协同优势：反向收购江粉磁材上市后，向上延伸至材料业务，掌握上游议价权，向下拓展模组及组装业务，打造一体化平台。拓展优质赛道，新能源汽车/光伏协同发展：1) 新能源汽车：出货量高增长，重要技术部件动力电池关乎续航和整车动力，电池能量密度、运行温度范围、充电效率、安全性等技术不断进步，市场前景广阔，带动精密结构件销量增长。公司已导入动力电池龙头客户宁德时代，积极扩产支撑放量，未来营收潜力看好。2) 光伏：装机量持续旺盛，分布式占比提升，微型逆变器符合分布式装机需求且系统综合效率高，成发展趋势。公司收购赛尔康后成为微逆龙头 Enphase 全球唯二 ODM，而 Enphase 是当前全球微逆市场主导者，出货量占全球市场 78%，营收可期。盈利预测与投资评级：基于公司在大客户的份额提升，我们将公司 23-25 年的归母净利润由 21/25/30 亿元上调至 22/27/32 亿元，当前市值对应 PE 分别为 22/17/15 倍，维持“买入”评级。风险提示：消费电子景气度不及预期；新业务拓展布局不及预期；产品研发不及预期。

（证券分析师：马天翼 证券分析师：周高鼎）

雷电微力（301050）：2023 年中报点评：毫米波微系统领先企业，有望受益于下游高景气

事件：2023 年 8 月 28 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 4.91 亿元，同比增长 10.94%，归母净利润 1.95 亿元，同比增长 0.67%；扣非净利润 1.73 亿元，同比下降 1.22%。**投资要点** Q2 归母净利润同增 21.73%，盈利能力保持稳定。2023 年上半年公司响应国家“强国强军、加速装备升级换代和智能化装备发展”

的战略目标，坚持战略协同，实现营收与利润双增长。2023H1 公司营收 4.91 亿元，同比增长 10.94%，归母净利润 1.95 亿元，同比增长 0.67%；毛利率为 53.67%（同比+4.84pct），归母净利率 39.70%（同比-4.06pct）。其中 Q2 季度营收 2.46 亿元，同增 12.88%，归母净利润 1.05 亿元，同增 21.73%，扣非净利润 0.94 亿元，同增 23.24%。毫米波微系统领先企业，订单需求旺盛。公司主要从事毫米波微系统的研发、制造、测试及销售，产品具有集成度高、体积小、输出功率大、可靠性高及波束扫描快等优点。公司采取以销定产的生产模式，主要存货有相应订单支持，2023H1 末公司存货 18.85 亿元，同增 105.73%，表明公司对未来销售订单量充满信心，积极备货原材料、在产品 and 产成品。聚焦精确制导领域，受益于下游高景气。公司聚焦精确制导领域，产品主要包括毫米波有源相控和高频段毫米波前端，该类型产品主要应用于精确制导导弹、SAR 成像、机场异物探测等领域。十四五期间军工行业持续高景气，国防信息化建设加速，雷达市场成长空间广阔。毫米波微系统是当前通信领域的前沿技术之一，公司实现了毫米波微系统领域系统设计、芯片设计、封装工艺、先进制造产业链技术全覆盖，有望受益于精确制导与军用雷达等下游市场扩展。盈利预测与投资评级：基于下游应用领域广阔前景和公司 TR 组件的领先地位，我们调整 2023-2024 年归母净利润为 3.54(-0.45)/4.23(-1.11)，新增 2025 年归母净利润预测为 5.81 亿元，对应 PE 分别为 26/22/16 倍，维持“增持”评级。风险提示：1) 外界因素导致公司产能释放不及预期；2) 军品降价带来毛利率下降；3) 新型装备换装速度不及预期。（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>