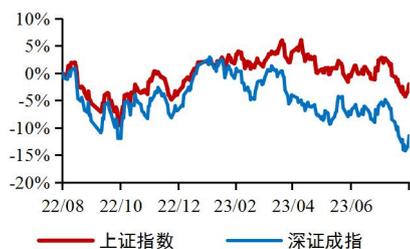


信义山证 汇通天下

研究早观点

2023年8月30日 星期三

市场走势



资料来源：最闻

国内市场主要指数

指数	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,135.89	1.20
深证成指	10,454.98	2.17
沪深300	3,790.11	1.00
中小板指	6,706.82	2.16
创业板指	2,118.19	2.82
科创50	916.46	4.12

资料来源：最闻

分析师：

李召麒

执业登记编码：S0760521050001

电话：010-83496307

邮箱：lizhaoqi@sxzq.com

【今日要点】

- 【山证通信】中际旭创（300308.SZ）：高速产品拉动盈利，期待后续放量带来业绩高增
- 【山证非银】财通证券（601108.SH）2023年半年报点评-自营驱动业绩高增，资管规模快速增长
- 【山证机械】纽威数控（688697.SH）：23Q2 营收同比增长 38.9%，海外销售贡献增加
- 【山证非银】中泰证券点评报告：投行自营表现亮眼，万家基金助力资管发展
- 【公司评论】志邦家居(603801.SH)：志邦家居公司快报-2023 年上半年业绩表现靓丽，衣柜品类实现高质量增长
- 【公司评论】伊利股份(600887.SH)：伊利股份 23 年中报点评-上半年业绩符合预期，中长期配置价值凸显
- 【山证通信】天孚通信（300394.SZ）：营收归母增长稳健，持续看好有源产品放量
- 【山证非银】东吴证券点评报告：投行深耕苏州，区位优势显著
- 【公司评论】紫光股份(000938.SZ)：紫光股份（000938.SZ）：新华三业务稳步推进，多项产品市占率仍保持领先-新华三业务稳步推进，多项产品市占率仍保持领先
- 【公司评论】亨通光电(600487.SH)：亨通光电（600487.SH）：经营质量持续改善，归母净利实现高增-经营质量持续改善，归母净利实现高增
- 【山证新股】和元生物（688238.SH）2023H1 点评-CDMO 业务持续承压，静待行业回暖及新产能释放

- 【山证新股】瑞华泰（688323.SH）2023H1 点评-消费电子市场恢复较慢拖累业绩，但修复态势稳定向好
- 【山证农业】海大集团 2023 年中报点评-公司饲料业务市场份额进一步提升
- 【山证新股】容知日新（688768.SH）2023H1 点评-Q2 业绩未达预期，新产品发布及新模式拓展值得期待

【今日要点】

【山证通信】中际旭创（300308.SZ）：高速产品拉动盈利，期待后续放量带来业绩高增

高宇洋 gaoyuyang@sxzq.com

【投资要点】

- 公司发布 2023 年半年报。2023H1 公司实现营收 40.04 亿元，同比下滑 5.37%；归母净利润 6.14 亿元，同比增加 24.63%；扣非后归母净利润 5.83 亿元，同比增加 31.55%。其中，单二季度营收 21.67 亿元，同比+1.14%，环比+17.94%；归母净利润 3.64 亿元，同比+32.38%，环比+ 45.85%；扣非后归母净利润 3.51 亿元，同比+41.84%，环比+ 50.64%。
- 事件点评：
 - 业绩端，公司营收下滑主要系传统数据中心 200G 和 400G 需求减弱所致。公司作为全球第一梯队光模块供应商，下游深度绑定大客户，800 高速光模块已可量产出货，随 AI 对高速光模块需求落地后续公司业绩有望大幅提高。盈利能力方面，公司归母净利润同比增长及毛利率净利率均保持增长，主要系公司毛利率较高的高速率光模块占比提高，同时毛利率较高的外销占比提升所致；期间费用率方面，公司费用管控良好，三费总和大致保持稳定，23H1 公司继续加大研发投入，募投项目“苏州旭创光模块业务总部暨研发中心建设项目”、“苏州旭创高端光模块生产基地项目”稳步推进，研发费用率有所提高。
 - 公司技术产品布局全面，海外客户合作稳定，AI 需求落地有望给公司带来更多想象空间。行业来看，2023Q2，北美云厂商巨头（亚马逊、微软、谷歌、Meta、苹果）整体资本开支合计为 361.75 亿美元，环比下降 1.9%，减少的主要是非 AI 方向投资，同时这些公司均表示将继续加大对 AI 领域的投资力度；根据 Counterpoint 的估计，微软将在人工智能相关的基础设施上投入最多，其 13.3%的资本支出将用于 AI 领域，其次是谷歌，约占 6.8%；公司在产品技术上处于领先地位，现有 10GSFP+、10GXFP、25GSFP28、40GQSFP、100GCFP4/QSFP28、400GOSFP/QSFP、800GOSFP/QSFP-DD800 等各系列在内的多个产品类型，能够满足各应用场景；客户方面，公司与海外客户均有多年合作历史，产品导入有序。鉴于下游具有确定性高增长，公司作为光模块龙头有望率先受益。
 - 展望后续，由于上半年 3 月后下游加单至出货大约需要几个月时间，预计公司业绩端将会在 Q3 后有所体现，2024 年后公司 800G 产品及硅光模块继续放量，CPO 等技术同步推进；客户方面，由于下游供应商选择及验证周期较长，公司作为光模块主要供应商市场地位较为稳固，因此公司同时具备规模优势与市占优势， α 与 β 共振将随 AI 科技革命实现预期兑现。
- 盈利预测、估值分析和投资建议：预计公司 2023-25 年归母公司净利润 17.7/31.7/43.7 亿元，同比增长 44.8%/78.6%/37.8%，对应 EPS 为 2.21/3.94/5.43 元，PE 为 57.1/31.9/23.2 倍。结合上述分析行业角度，

AI 大幅拉动光模块需求，公司在技术与市场上拥有坚固护城河，Q3 后有望实现业绩兑现；中长期来看，公司有望凭借 800G 速率升级和 CPO 等技术更迭，进一步巩固龙头地位， α 与 β 共振，首次覆盖给予“买入-A”评级。

➤ **风险提示：**

- **宏观经济波动及市场竞争加剧的风险：**公司主要产品为高速光通信模块，如果未来全球经济衰退，国家宏观政策进行调整，通信运营商投资计划削减，下游应用领域市场发展出现滞缓，或者原材料价格、劳动力成本、资金成本、经济形势、政策导向、技术革新等发生变化，市场减少光模块产品需求，以及市场竞争的加剧，可能导致公司盈利能力下降。
- **技术升级的风险：**光通信模块的技术含量较高，通常会涉及到光学与光电子学、电子科学与技术、材料科学等多个技术领域，是多学科相互渗透、相互交叉而形成的高新技术领域。随着光通信市场的快速发展，光通信器件产品的技术升级速度较快，如果公司核心技术不能及时升级，或者研发方向出现误判，将导致研发产品无法市场化，公司产品将存在被替代的风险。
- **供应链稳定性的风险：**公司高速光通信模块所需原材料主要是光器件、集成电路芯片以及结构件等，原材料主要由第三方供应商提供。鉴于上述原材料对高速光通信模块产品的性能具有较大影响，一旦主要供应商不能及时、保质、保量地提供原材料，将会对公司生产经营产生较大的影响，在一定程度上增加公司产品的生产成本，对公司的盈利水平产生不利的影响。
- **贸易壁垒及市场需求下降的风险：**公司光通信模块业务致力于为客户提供最佳光通信模块解决方案，其研发能力、量产能力以及满足客户要求的快速响应能力是其核心竞争力，主要出口市场为北美等国家或地区，其关键原材料亦大部分源自海外采购，如果未来中美贸易争端升级，贸易制裁手段加深，将减少光模块产品需求，增加关键原材料的采购难度，影响公司的盈利能力，极端情况下或将出现经营业绩大幅下滑甚至亏损的风险。
- **大股东减持风险：**6月20日，5月10日，公司有多名股东连续减持，若后续公司股东及高管持续减持，则有可能对公司产生不利影响。

【山证非银】财通证券（601108.SH）2023年半年报点评-自营驱动业绩高增，资管规模快速增长

刘丽 0351--8686985 liuli2@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述：**
- 公司发布 2023 年半年报告，2023 年上半年实现营业总收入 34.75 亿元，同比增加 56.15%，实现归母净利润 10.37 亿元，同比增加 63.89%，加权平均 ROE 为 3.09%，较上年增加 0.80pct。
- **投资要点：**

- **经纪业务承压，财富管理转型加速。**2023 年上半年公司实现代理买卖证券业务收入 4.40 亿元，同比下降 14.10%，代销金融产品收入 0.80 亿元，同比下降 16.04%。公司财富管理业务发力机构化拓展与数字化建设，证券资管、基金产品已经与蚂蚁财富平台对接，上半年公司通过这类线上渠道新增客户占比超过 50%。公司产品代销实现金融产品年日均保有同比增长 6.5%，基金投顾新增签约规模 2.8 亿元，累计签约规模近 30 亿元。
- **自营投资收入大幅增长，盈利能力显著。**报告期内，公司实现投资收入 12.42 亿元，同比增长 22251.37%。公司在主动权益投资上保持低仓位谨慎操作，有效防御市场下行风险，重点布局代表性行业和个股，在固定收益投资上，深化大类资产配置策略，践行“固收+”和“科技+”策略，均取得显著收益。
- **资管构建“一主两翼”业务版图，规模快速增长。**2023 年上半年。公司实现资产管理业务手续费净收入 7 亿元，同比增长 4.80%。公司在“主动管理+风险防控”战略下，深耕“一主”传统投研业务与“两翼”资产证券化业务和资本市场服务业务。公司通过投资业绩带动规模与收入有效增长，旗下公募基金财通资管健康产业 A 近一年业绩位居晨星榜单同类第 1/72；公司证券资管管理规模 2949 亿元，较年初增长 20%；资管 ABS 总发行规模达到 138.24 亿元，同比上升 59%，发行数量位列行业第 10。
- **基金业务稳步增长，定增与投资业绩领先。**公司通过参股公司财通基金开展基金管理业务，2023 年上半年公司资产管理总规模为 1,309 亿元，同比增长 22.02%。其中，公募规模 773 亿元，同比增长 25.71%。公司长期投资业绩表现优秀，权益类基金连续 6 个季度获得 10 年绝对收益榜冠军；固收类基金近 5 年绝对收益率超 29%，位列同类公司中第 8；公司上半年参与定增投资达 136.97 亿元，中标金额居市场第 1。
- **投行业务收入高增，债券承销规模迅速扩大。**2023 上半年公司投行业务实现手续费净收入 3.19 亿元，同比增长 72.67%。其中，股权融资方面完成完成 2 单 IPO 发行、1 单再融资发行和 1 单 IPO 过会，较上年同期过会 5 家 IPO 项目有所回落。债券融资方面，公司 2023 上半年承销债券突破 700 亿，较去年同期翻一番，其中公司债和企业债承销规模排名全国第 9、浙江第 1。
- **盈利预测、估值分析和投资建议：**公司在买方投顾转型、资管与基金业务协同、投研能力打造与深耕长三角区域优质企业方面均有亮眼进展。其中自营、资管和投行业务收入增长对利润贡献较大。鉴于公司具备较强投研能力、绩优资管产品与投行区位等优势，有望维持全年的利润增长趋势，预计公司 2023 年-2025 年分别实现归母净利润 21.54 亿元、28.08 亿元和 34.85 亿元，增长 41.98%、30.35%和 24.11%；PB 分别为 1.09/0.96/0.84，上调至“买入-A”评级。
- **风险提示：**金融市场大幅波动，业务推进不及预期，公司出现较大风险事件。
-

【山证机械】纽威数控（688697.SH）：23Q2 营收同比增长 38.9%，海外销售贡献增加

杨晶晶 yangjingjing@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- 公司披露 2023 年半年度报告：报告期内，公司实现营业收入 11.08 亿元，同比增长 31.11%，实现归母净利润 1.52 亿元，同比增长 30.56%；扣非归母净利润 1.35 亿元，同比增长 24.44%，业绩基本符合预期。
- **事件点评**
- 报告期内，公司下游市场需求稳健增长，海外营收贡献加大，**23Q2 营收同比增长 38.9%，增速环比 Q1 提升 15.41pct**。报告期内，公司营收维持高基数稳步增长，主要系公司产品在航天航空、光伏、风电、新能源车、半导体等行业市场需求稳定增长，以及积极开拓海内外市场所致。分季度来看，2023Q1/Q2 营业收入分别为 5.28 亿元/5.80 亿元，同比增长 23.49%/38.9%；归母净利润分别为 7172.67 万元/8041.38 万元，同比增长 35.63%/26.34%；扣非归母净利润分别为 6663.29 万元/6826.28 万元，同比增长 44.75%/9.44%。
- 报告期内，公司期间费用率同比改善，毛利率、净利率略有下降。2023H1 公司毛利率同比下降 2.09pct 至 26.07%，净利率同比下降 0.06pct 至 13.73%。报告期内，公司实施精细化管理，2023H1 期间费用率同比下降 0.41pct 至 12.93%，其中销售费用率 6.65%，同比下降 0.36pct；管理费用率 6.16%，同比下降 0.25pct；财务费用 0.11%，同比增长 0.19pct，主要系报告期内短期借款增加，利息支出相应增加所致；研发费用率 4.57%，同比增长 0.07pct，主要系报告期内对研发投入持续增加，研发人员薪资增加所致。
- 公司持续加大研发投入，已经具备部分产品型号丰富和核心功能部件自产优势，核心竞争力有望进一步提高。公司在机床精度与保持领域、机床高速运动领域、机床故障分析解决领域、操作便捷领域、复杂零件加工领域和功能部件自主研发领域掌握了一系列核心技术。在完善 6 大领域的核心技术基础上，公司将数控机床的智能化领域进行研究，包括自适应加工技术，智能碰撞保护技术等。公司经自主研发，已开发出了大扭矩电主轴、高精度数控转台等部分机床核心功能部件，实现了该等核心功能部件供应自主可控、提高了功能部件与整机的匹配度，并有效降低了产品成本，从而提高了公司产品的市场竞争力。
- 公司积极开拓海内外市场，营销网络遍布全球。分地区来看，在国内公司以下游客户较为集中的长三角地区为重点销售区域，与此同时还建立了专门海外销售网络，报告期内，公司产品销售至 40 多个国家或地区。分销售模式来看，公司不断提升自身技术实力和品牌效应，采取经销与直销结合的销售模式，按照区域及销售规模配置销售人员，加大市场营销网点布局及销售团队建设力度，不仅提高了客户粘性、夯实了公司营销网络的稳定性，还有助于在重点区域提高公司数控机床的占有份额，扩大市场覆盖范围。
- 盈利预测、估值分析和投资建议：预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 3.3 亿元、4.0 亿元、4.8 亿元，同比分别增长 24.9%、21.4%、21.0%，EPS 分别为 1.0 元、1.2 元、1.5 元，按照 8 月 29 日收盘价

22.16 元，PE 分别为 22.1、18.2、15.0 倍，维持“买入-A”的投资评级。

- 风险提示：下游行业增长不及预期的风险；主要采用销售服务商及经销模式引致的风险；核心零部件进口依赖风险；新业务拓展不及预期的风险；行业竞争加剧风险；应收账款余额增加导致的坏账风险；存货跌价风险等。

【山证非银】中泰证券点评报告：投行自营表现亮眼，万家基金助力资管发展

刘丽 0351--8686985 liuli2@sxzq.com

【投资要点】

- **投行、资管、自营业绩大幅提升。**2023 年上半年公司经纪、投行、资管、基金、利息净收入、自营业务分别实现收入 15.26、7.65、9.01、0.04、8.83、18.40 亿元，同比分别减少 17.15%、增加 66.87%、增加 219.04%、减少 45.60%、减少 24.68%、扭亏为盈。自营业务、投行、资管业务驱动业绩大幅增长，其中，自营业务主要受益于公允价值变动收益的大幅扭亏，上半年自营业务公允价值变动净收益同比增长 17.86 亿元。
- **投行深耕山东，加强一线布局。**公司投行业务委员会下设山东、青岛、北京、上海、深圳五大投行总部，形成大协同作战格局。1) 股权融资：根据 Wind 数据，2023 上半年股权融资 118.52 亿元，同比增长 33.09%，IPO 规模 50.33 亿元，同比增长 207.26%，其中山东股权融资规模 65.45 亿元，位列行业第一。2) 债权融资：根据公司披露数据，上半年债权承销 655.28 亿元，同比增长 42.55%，承销数量 131 家，同比增长 9.17%。3) 项目储备：截至 2023 年中，公司在审 IPO 项目 27 家，较去年同期增加 10 家，行业排名进步 3 位至 16 名。
- **万家基金并表，资管业务大幅提升。**为提升公司财富管理转型和业务协同，2023 年公司受让万家基金 11% 股权，合计控股 60%，成为其控股股东，公司资管业务业绩因此大幅提升。1) 中泰资管：公司持续推进公募转型，截至 2023 年中，公司资管 AUM 达 1407.12 亿元（-35.69%）。其中，公募基金业务规模 389.73 亿元（-2.92%），私募及专项产品规模 1017.39 亿元（-43.05%）。2) 万家基金：截至 2023 年中，万家基金公募管理规模 3899.85 亿元，较年初增长 11.77%。
- **财富管理持续承压。**公司财富管理业务收入下滑。1) 代理买卖及席位租赁：上半年代理买卖证券业务及席位租赁收入分别为 10.83 亿元、1.58 亿元，同比下降 16.27%、38.08%，主要由于公司代理的股票交易额减少，2023 上半年，公司代理股票交易额 5.15 万亿，同比减少 18.85%。2) 代销业务：公司代销业务稳步推进，上半年代销金融产品业务 1.10 亿元，同比减少 11.03%，代销金融产品保有规模 454.43 亿元，较年初增长 1.80%。
- **盈利预测、估值分析和投资建议：**公司深耕山东、布局一线，持续推动集团一体化协同。预计公司 2023 年-2025 年分别实现营业收入 124.92 亿元、143.93 亿元、159.24 亿元。归母净利润 29.45 亿元、34.46 亿元和 39.47 亿元，增长 398.92%、17.01%和 14.56%；PB 分别为 1.36/1.26/1.19，首次覆盖给予“增持

-A”评级。

- 风险提示：金融市场大幅波动风险可能导致金融资产价格大幅下跌，公司持有的金融资产公允价值变小，同时方向性投资可能因波动产生亏损。
- 业务推进不及预期风险，公司投行业务在省内具备竞争优势，但随着 IPO 阶段性收紧，公司业务推进可能随之变缓，从而影响公司的业绩表现。
- 出现较大风险事件风险，证券公司在经营过程中存在流动性风险、市场风险、信用风险、操作风险、声誉风险等各类风险，风险发生后可能会对公司业绩产生巨大影响。

【公司评论】志邦家居(603801.SH)：志邦家居公司快报-2023 年上半年业绩表现靓丽，衣柜品类实现高质量增长

王冯 wangfeng@sxzq.com

【投资要点】

- 事件描述
- 8月28日，公司披露2023年半年报。2023年上半年，公司实现营收23.01亿元，同比增长13.04%，实现归母净利润1.79亿元，同比增长13.66%，实现扣非归母净利润1.65亿元，同比增长17.10%。
- 事件点评
- 23Q2 营收增速环比提升，归母净利润增长超过 20%。营收端，2023H1，公司实现营收 23.01 亿元，同比增长 13.04%，分季度看，23Q1、23Q2 分别实现营收 8.06、14.95 亿元，同比增长 6.20%、17.11%。业绩端，2023H1，公司实现归母净利润 1.79 亿元，同比增长 13.66%，分季度看，23Q1、23Q2 分别实现归母净利润 0.52、1.28 亿元，同比增长 0.49%、20.01%。2 季度公司营收增速环比提升，业绩端增速快于营收端主因销售费用率下降幅度较大。
- 衣柜品类实现高质量增长，木门墙板收入占比超过 5%。分产品看，2023H1，1) 公司整体橱柜实现营收 10.04 亿元/-1.28%，收入占比为 43.6%；23Q2 橱柜营收同比增长 5.2%；2) 定制衣柜实现营收 9.86 亿元/+18.20%，收入占比 42.9%，23Q2 衣柜业务实现同比 25.7%的加速增长；3) 木门墙板实现收入 1.30 亿元/+76.01%，收入占比为 5.7%。2023H1，整体橱柜、定制衣柜、木门墙板毛利率分别为 39.24%、39.04%、17.87%，同比-1.96、+3.65、+7.14pct。
- 23Q2 经销渠道加速展店，大宗渠道营收增速环比提升。分渠道看，2023H1，1) 零售业务方面，经销渠道实现营收 13.09 亿元，同比增长 5.48%，收入占比 56.9%，经销商门店较期初净增 346 家至 4542 家（其中橱柜、衣柜、木门分别净增 85、111、150 家至 1807、1837、898 家），23Q1、23Q2 分别净增 56、290 家。整装渠道上半年预计实现营收 2 亿元，同比增长接近 40%。直营渠道实现营收 1.90 亿元，同比增长 12.85%，收入占比 8.3%，直营门店 35 家，与年初持平，估算公司直营店效上半年约 544 万，

同比增长 6.4%。23Q2, 公司直营和经销渠道收入同比分别增长 13.7%、10.6%。2) 大宗业务方面, 2023H1, 实现营收 5.60 亿元, 同比增长 18.16%, 收入占比 24.4%, 23Q2 大宗业务收入同比增长 23.2%。2023H1, 经销商渠道、直营渠道、大宗渠道毛利率分别为 36.31%、69.15%、33.29%, 同比+2.45、+2.95、-5.51pct。

➤ **今年上半年公司盈利能力稳中有升, 强化费用管控。**盈利能力方面, 2023H1, 公司毛利率同比提升 0.54pct 至 36.8%, 23Q1-23Q2 毛利率分别为 36.89%、36.75%, 同比提升 1.8pct、下滑 0.2pct。期间费用率方面, 2023H1, 公司期间费用率合计下滑 1.8pct 至 26.1%, 其中销售/管理/研发/财务费用率为 15.0%/5.6%/5.8%/-0.3%, 同比-1.6/-0.2/-0.0/+0.0pct; 23Q2, 公司期间费用率合计下滑 2.7pct 至 23.3%, 其中销售/管理/研发/财务费用率为 13.7%/4.7%/5.4%/-0.5%, 同比-3.1/-0.1/+0.2/+0.2pct。叠加公司上半年计提资产减值准备 6542 万元, 综合影响下, 2023H1, 公司归母净利润率 7.8%, 同比提升 0.04pct, 23Q2, 公司归母净利润率 8.6%, 同比提升 0.3pct。存货方面, 截至 2023H1 末, 公司存货为 3.36 亿元, 同比下降 2.31%, 存货周转天数 153 天, 同比减少 11 天。经营现金流方面, 2023H1, 公司经营活动现金流净额为 3.39 亿元, 同比增长 55.28%, 主因零售销售增长使得经营活动现金流入同比增长, 以及库存周转提升导致材料采购支出同比下降。

➤ **投资建议**

➤ **今年 2 季度, 公司营收增速环比提升, 业绩端实现靓丽增长。**公司同日发布股权激励计划, 拟向中高层管理人员及核心骨干 413 人授予股票期权 450 万份 (占本激励计划草案公告时公司股本总额的 1.03%), 股票期权行权价格为 19.28 元, 有望持续激发员工积极性, 彰显公司长远发展信心。我们预计公司 2023-2025 年每股收益分别为 1.42、1.66、1.94 元, 8 月 28 日收盘价对应公司 2023-2025 年 PE 分别为 17.2、14.7、12.5 倍, 维持“增持-A”建议。

➤ **风险提示**

➤ 原材料价格大幅上涨; 行业竞争加剧; 终端消费复苏不及预期。

【公司评论】伊利股份(600887.SH): 伊利股份 23 年中报点评-上半年业绩符合预期, 中长期配置价值凸显

周蓉 zhourong1@sxzq.com

【投资要点】

➤ **事件描述**

➤ **事件:** 伊利股份发布 2023 年中报, 23H1 公司实现营业总收入 661.97 亿元, 同比增长 4.31%; 归母净利润 63.05 亿元, 同比增长 2.81%。其中 23Q2 实现营业总收入 327.57 亿元, 同比增长 1.05%; 归母净利润 26.90 亿元, 同比增长 2.93%。

➤ **事件点评**

➤ **上半年需求弱复苏, 23Q2 液奶业务同比转正。**23H1/Q2 公司实现营收 661.97/327.57 亿元, 同比

+4.31%/+1.05%。23H1 液体乳/奶粉及奶制品/冷饮产品实现营收 424.23/135.21/91.58 亿元，同比 -1.1%/+12.0%/+25.5%，单季度看，23Q2 液体乳/奶粉及奶制品/冷饮产品实现营收 206.82/60.79/53.64 亿元，同比+0.5%/-8.9%/+19.2%，上半年液体乳/奶粉及奶制品/冷饮收入占比分别为 64.3%/20.5%/13.9%，同比-3.6/+1.4/+2.3pct，上半年行业整体需求偏弱，尽管液奶业务 Q2 同比转正，但恢复进度不及预期；奶粉业务受成人粉业务支撑，表现优于行业，市占率显著提高；Q2 冷饮业务维持强劲增长，其中新品收入占比超 20%。预计伴随低基数背景&需求逐步复苏，公司有望于双节旺季加速追赶，经营逐季改善，下半年实现更优增长值得期待。

- **原奶成本略降&包材价格上涨，毛利率表现平稳。**23H1/Q2 公司毛利率分别为 33.37%/32.73%，同比 -0.37/-0.07pct。费用方面，23H1 公司销售/管理费用率分别为 17.55%/4.01%，同比-0.79/+0.16pct，23H1 净利率为 9.52%，同比-0.14pct。23Q2 公司销售/管理费用率分别为 18.04%/3.83%，同比-0.48/-0.54pct，23Q2 净利率为 8.21%，同比+0.15pct。上半年原奶成本下降，但因包材成本上涨，加之新产能投产折旧摊销有所增加，综合之下毛利率表现平稳。23Q2 在公司坚决推动费投优化之下，净利率小幅提升。预计 23Q3 随着旺季来临，公司会通过精细化运营管理等方式管控成本，今年公司整体的费用可控。中长期看，公司金典安慕希等高端产品等高毛利产品占比持续提升，同时公司未来在婴配奶粉的市场份额也会逐步提升，高毛利的奶粉业务收入占比也将有望提升，从而整体优化公司毛利率水平。
- **下半年消费逐步恢复，力争实现全年稳健增长。**三季度为传统中秋旺季，Q3 白奶需求有望回升，同时常温酸奶伴随消费场景进一步打开，有望实现较好增速。我们预计下半年原奶成本处于稳中略降趋势，公司作为行业龙头，在行业弱复苏背景下，通过全面创新、多品类的平衡布局以及充分发挥其品牌和渠道优势，力争实现稳健增长。
- **投资建议**
- **结合当前所处估值区间，公司中长期配置价值凸显。**根据上半年消费弱复苏，液奶表现短期承压，我们略调整公司盈利预测：预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 1309.48/1447.52/1587.86 亿元，同比增长 6.3%/10.5%/9.7%。归母净利润 103.14/121.33/136.46 亿元，同比增长 9.4%/17.6%/12.5%。对应 EPS 1.62/1.91/2.14 元，当前股价对应 PE 分别为 17/14/13 倍，维持“买入-A”投资评级。
- **风险提示**
- 行业竞争加剧风险；成本超预期上升；行业需求超预期下滑；海外业务进展不及预期；食品安全问题。

【山证通信】天孚通信（300394.SZ）：营收归母增长稳健，持续看好有源产品放量

高宇洋 gaoyuyang@sxzq.com

【投资要点】

- 公司发布 2023 年半年报。2023H1 公司实现营收 6.64 亿元，同比增加 15.01%；归母净利润 2.36 亿元，

同比增加 36.42%；扣非后归母净利润 2.26 亿元，同比增加 46.38%。其中，单二季度营收 3.77 亿元，同比增加 27.97%，环比增加 31.4%；归母净利润 1.44 亿元，同比增加 59.68%，环比增加 56.1%。

➤ **事件点评：**

➤ **业绩端，上半年公司营收增加主要系有源业务营收大幅提高。**23H1 公司无源/有源业务分别 4.27/2.23 亿元，同比分别-12.90%/+185.07%。盈利能力方面，公司盈利能力提升较为明显：23H1 公司毛利率/净利率分别 50.96%/35.55%，较去年同期分别提升 2.35/5.40pct；其中有源产品是拉动公司盈利能力上行的主要因素，23H1 公司其中无源/有源产品毛利率分别 55.05%/41.47%，较去年同期分别提升 3.19/14.76 pct；期间费用方面，公司 23H1 销售/管理/研发费用率分别 1.71%/5.37%/9.55%，公司注重研发投入，23H1 研发费用同比+2.02%。

➤ **公司由无源向有源产品延伸，打造一站式光器件平台，有源业务有望实现更多增量。**AI 带来光通信器件需求爆发，下游对高速率，高集成度要求进一步提高，公司投入多种研发项目，包括适用于硅光模块特殊光纤器件及单通道高功率激光器产品开发、适用于 CPO-ELS 模块应用的多通道高功率激光器的开发等；同时公司稳步推进光引擎项目，光引擎产品在 CPO 技术中重要性将进一步凸显，为公司中长期带来更多想象空间。

➤ **盈利预测、估值分析和投资建议：**预计公司 2023-25X 年公司净利润 5.2/7.7/10.4 亿元，同比增长 28.6%/48.1%/35.4%，对应 EPS 为 1.31/1.94/2.63 元，PE 为 69.9/47.2/34.8 倍。公司以无源起家拓展至有源器件，形成光模块上游器件全平台供应，有源产品有望随高速光模块迎来放量；同时公司光引擎产品为 CPO 重要元器件，CPO 有望在 2024-25 年后成为主要路线，长期利好公司业绩及盈利能力，目前公司光引擎项目进展有序，基于以上逻辑首次覆盖给予“买入-A”评级。

➤ **风险提示：**

➤ **新领域产品拓展不达预期的风险：**公司依托建成多年的光器件研发平台，利用在基础材料和元器件、光学设计、集成封装等多个领域的专业积累，扩展为下游激光雷达等领域客户提供配套新产品。截至本报告披露日，激光雷达用光器件产品虽已规模量产，同时海内外多个客户处于送样验证阶段，但总体量产时间较短，量产客户暂时相对较少，多客户送样验证是否能顺利通过转量产并取得更多大批量订单存在不确定性。如果新领域产品下游需求不足或公司产品竞争力不及预期可能导致公司新领域产品拓展不达预期，可能无法对公司长期业绩产生正向影响。

➤ **行业政策和发展风险：**公司光器件产品目前在光通信板块销售占比较高，下游应用领域主要为全球电信、光纤连接和数据中心市场，受光通信行业市场需求景气度影响较大，与全球电信运营商及数据中心云厂商资本开支相关性较高。如果全球电信网络、光纤连接和数据中心建设阶段性未达预期，或者国家支持政策发生改变，或者新技术、新产品加速升级迭代等可能致使公司下游应用领域需求减少、市场规模增速放缓，将导致公司收入增速放缓甚至下降，对公司的经营业绩及未来的发展造成不利影响。

- **国际贸易争端风险：**公司报告期内海外营收占比对比同期持续提升，同时公司部分原材料和设备源自国外进口，未来国际贸易争端的发展存在一定的不确定性，可能会出现相关国家贸易政策发生变化。公司为此设立泰国工厂推进全球产能布局，同时持落实供应链全球多元化，但若涉及公司进出口业务相关国家的国际贸易政策发生明显不利变化，可能会对公司的采购、销售产生一定影响，从而影响公司的经营业绩。
- **产品毛利率下降的风险：**光器件行业竞争较为激烈，公司大多数产品价格呈持续下降趋势。虽然公司毛利率在过去数年总体保持相对稳定，但随着市场竞争的加剧，若未来产品价格持续下降，而产品单位成本受制于原材料成本、产品技术工艺成熟度和管理效率提升空间受限等因素影响未能同步下降，公司可能面临毛利率下降的风险，进而对公司的经营业绩产生不利影响。同时公司向特定对象发行股票募集资金建设的高速光引擎项目，毛利率相对较低，随着募投项目逐步增加销售收入，可能会降低公司的整体毛利率。为此公司将持续优化产品生命周期组合，加大产品线自动化开发力度，推动降本增效，努力控制毛利率下降的风险。
- **光通信新产品线量产不达预期的风险：**公司近几年研发投入持续增加，陆续建设扩充了 OSA 高速率光器件、光隔离器、高密度线缆连接器、LENS ARRAY 光纤透镜阵列、PM 保偏器件、FAU 光纤阵列、AWG 阵列波导光栅、高速光引擎等多个新产品线。得益于新产品线的扩张布局，持续上量，在获得客户认可的同时公司近几年整体业绩得以实现稳健增长，但未来若因新产品线竞争力不足，或者新技术迭代等原因市场需求减少，导致无法获取足量的订单，可能导致单个产品线盈利能力不足甚至亏损，从而造成公司盈利增速放缓甚至下降，对公司的可持续发展造成不利影响。
- **大股东减持风险：**7月25日，公司公告持股5%以上股东朱国栋于2023年7月20日至2023年7月24日期间，共计减持所持有天孚通信股份388.34万股，占天孚通信总股本比例0.98%；6月30日，公司公告天孚仁和于2023年6月20日至2023年6月29日期间减持所持有天孚通信股份295.9595万股，占天孚通信总股本比例0.7497%。若后续公司大股东及高管持续减持，则有可能对公司产生不利影响。

【山证非银】东吴证券点评报告：投行深耕苏州，区位优势显著

刘丽 0351--8686985 liuli2@sxzq.com

【投资要点】

- **自营、投行表现亮眼，财富管理拖累业绩。**2023年上半年公司经纪、投行、资管、基金、利息净收入、自营业务分别实现收入8.30、6.76、0.51、6.00、14.73亿元，同比分别减少11.77%、增加60.02%、降低53.00%、降低12.70%、增加13.43%、增加235.68%。自营业务为业绩增长的主要驱动力，主要由于2023年资产价格逐渐修复，券商持有的金融资产公允价值扭亏为盈，驱动自营投资大幅增长。
- **区位优势显著，投行业务逆势增长。**公司投行业务深耕苏州、布局长三角，区位优势显著，2023年上半年投行业务表现优于行业水平。1) 股权融资：上半年股权融资71.14亿元，同比增长449.34%，IPO

规模 54.58 亿元，同比增长 920.19%，其中苏州 IPO 共 3 单，位列苏州第一，北交所 IPO 共 4 单，位列行业第二。2) 债权融资：公司上半年债权承销 887 亿元，其中，公司债+企业债承销规模 740 亿元，位列行业第八。江苏省内规模 680 亿元，排名江苏省第一。

- **财富管理加强内外部赋能力度。**公司财富管理业务 2023 上半年加强渠道拓展，优化组织架构，提高科技赋能水平。1) 渠道拓展：上半年新开 15.3 万户，开户市占率达 2.0%，投顾业务双平台展业，开启投顾直播。2) 架构优化：成立金融产品委员会，规范产品引入、评审、销售决策流程，进行专业化管理，上半年私募产品销售同比大幅上升。2) 加大科技赋能力度，财富委智能化自动化数字建设落地，完成了 DMA 系统部署及交易。
- **资管优化布局，基金打造特色。**公司资产管理业务收入下滑，券商资管主要受费率下降影响，基金管理主要受规模规模下滑拖累。1) 券商资管：公司持续优化金融产品布局，加大产品线广度，上半年内新增摊余成本法类、固收+期权类及中短债类产品。报告期末，公司 AUM 达 633.60 亿元，主动 AUM 达 554.46 亿元，分别同比增长 6.24%、7.92%。2) 基金管理：公司专注投资主线，把握投资机会，打造成成长风格鲜明的基金管理公司，受制于上半年成长类资产表现不佳，公司 AUM 有所下滑，报告期末，东吴基金 AUM 达 245.29 亿元、其中公募规模 222.31 亿元，同比分别下降 17.80%，9.28%。
- **盈利预测、估值分析和投资建议：**公司扎根苏州、深耕长三角，区位优势显著。预计公司 2023 年-2025 年分别实现营业收入 108.85 亿元、119.82 亿元、132.65 亿元。归母净利润 25.92 亿元、32.27 亿元和 36.04 亿元，增长 49.40%、24.48%和 11.70%；PB 分别为 1.06/1.01/0.96，维持“增持-A”评级。
- 风险提示：金融市场大幅波动，业务推进不及预期，公司出现较大风险事件。

【公司评论】紫光股份(000938.SZ)：紫光股份 (000938.SZ)：新华三业务稳步推进，多项产品市占率仍保持领先-新华三业务稳步推进，多项产品市占率仍保持领先

高宇洋 gaoyuyang@sxzq.com

【投资要点】

- **2023 年 8 月 24 日，公司发布 2023 年半年度报告。**2023H1，公司实现收入 360.45 亿元，同比增长 4.78%，其中，ICT 基础设施及服务业务实现收入 248.08 亿元，同比增长 12.11%，占营收比重 68.82%，占比持续提升。公司实现归属于上市公司股东的净利润 10.22 亿元，同比增长 6.53%。
- **事件点评：**
- **公司多项产品市占率持续领先。**根据 IDC 和 IDC 公司 2023 半年度报告数据，2023Q1 公司在中国以太网交换机、企业网交换机、园区交换机、中国企业级 WLAN、中国刀片服务器、中国超融合领域市场份额排名第一，市占率为 34.5%、35.7%、37.9%、27.7%、63.6%、18.6%；在中国数据中心交换机、中国企业网路由器、中国 X86 服务器、中国存储、中国 UTM 防火墙领域的市场份额位列第二，市占率

分别为 31.2%、31.0%、18.2%、12.2%、21.7%。

- **新华三业务在全球稳步推进。**2023H1，新华三实现营收 249.91 亿元，同比+4.87%；实现净利润 18.23 亿元，同比+2.62%。国内企业业务方面，参与华润集团、中国五矿、一汽集团、宝武集团、招商局集团等央国企数字化转型，实现收入 186.61 亿元；国内运营商业务方面，打造多个智算中心全国标杆项目，实现收入 52.36 亿元，同比+30.79%；国际业务方面，继续打造第二增长曲线，在 70 多个国家取得项目突破并成功落地交付，拓展阿联酋、越南和蒙古等新市场，实现收入 10.94 亿元，同比+20.94%，H3C 品牌产品及服务收入 6.05 亿元，同比+69.83%，其中自主渠道收入达 2.58 亿元，同比+125.31%。
- **紫光云持续推动行业云化转型。**2023H1，紫光云顺利通过全球软件领域 CMMI5 认证，中标重庆市智慧司法云服务、FT-EDA 芯片云、广州大学、吉林大学第一医院智慧医院等项目，实现收入 6.02 亿元，同比+7.9%。
- **盈利预测、估值分析和投资建议：**预计公司 2023-2025 年公司归母净利润分别为 26.7/32.6/39.3 亿元，同比增长 23.8%/22.2%/20.4%，对应 EPS 为 0.93/1.14/1.37 元，PE 为 26/21/18 倍，首次覆盖给予“买入-B”评级。
- **风险提示：**技术和产品研发风险；经营风险；人员流失风险。

【公司评论】亨通光电(600487.SH)：亨通光电（600487.SH）：经营质量持续改善，归母净利实现高增-经营质量持续改善，归母净利实现高增

高宇洋 gaoyuyang@sxzq.com

【投资要点】

- **2023 年 8 月 24 日，公司发布 2023 年半年度报告。**2023H1，公司实现收入 231.77 亿元，同比增长 4.85%；实现归母净利润 12.49 亿元，同比增长 45.27%；实现扣非净利润 12.04 亿元，同比增长 35.99%。
- **事件点评：**
- **2023Q2 公司收入同比有所下降，归母净利润同比大幅提高。**公司 2023Q2 实现收入 123.1 亿元，同比-3.5%，环比+13.3%；归母净利润 8.5 亿元，同比+65.6%，环比+116.2%。盈利水平方面，2023Q2 毛利率 17.76%，环比+1.93pct；净利率 6.93%，环比+3.31pct。费用率方面，2023Q2 销售、财务、管理、研发费用率为 2.67%、-0.9%、2.85%、5.46%，分别环比-0.11、-2.46、-0.01、+1.11pct。
- **光通信领域：**2023H1，全国光缆线路总长度达 6196 万公里，同比+7.0%；2023 年三大运营商预计资本开支 3591 亿，同比+72 亿，其中算力网络投资超 793 亿，占比 22%。2023H1，公司持续加大在光通信、海洋通信、海洋能源等板块的研发，研发投入 1.25 亿元，同比+7.3%，居行业前列。发布 800G QSFP-DD 2×FR4 光模块；400G 光模块产品在国内外市场获得小批量应用。
- **海洋领域：**2023H1，我国海洋生产总值 4.7 万亿元，同比+6.0%，增速环比+0.9pct。公司通过光棒技术

的研发升级、整合海洋通信板块、建设 PEACE 跨洋海缆通信系统运营项目、收购全球领先的特种光纤生产商，继续强化产业布局和竞争力。公司收购华海通信股权，发布全球首个 32 纤对海底通信中继器原型机和 32 纤对中继海底光缆、全球首个中继海缆系统 18kV 供电方案。

- **电力领域：**国家电网 2022 年全年电网实际投资额完成 5094 亿，同比+4.34%，较计划投资额增加 82 亿，2023 电网投资将超 5200 亿元，再创历史新高。公司具备目前国际国内最高电压等级的 1000kV AC 和 ±1100kV DC 的电缆系统电气型式试验的超级试验验证能力，2023H1，公司重点电力产品销售在欧洲、拉美、东南亚、中东、北非等市场实现重大突破。
- **盈利预测、估值分析和投资建议：**预计公司 2023-2025 年归母公司净利润 23.3/28.7/33.6 亿元，同比增长 47.0%/23.5%/16.7%，对应 EPS 为 0.94/1.17/1.36 元，PE 为 15/12/10 倍，基于光通信领域景气度良好，电力领域政策推进力度充足，以及公司各领域在手订单充足，后续业绩增长情况稳定，首次覆盖给予“买入-A”评级。
- **风险提示：**产业政策与市场风险；海外经营风险；原材料价格波动的风险。

【山证新股】和元生物（688238.SH）2023H1 点评-CDMO 业务持续承压，静待行业回暖及新产能释放

叶中正 yezhongzheng@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- 公司发布 2023 年中报，2023H1 公司实现营业收入 8375.10 万元，同比减少 37.92%；实现归母净利润 -4479.79 万元，同比减少 323.70%；实现扣非归母净利润 -4947.30 万元，同比减少 385.98%；基本每股收益为 -0.07 元，同比减少 255.56%。
- **事件点评**
- **2023H1 公司业绩较去年同期明显下滑，但 Q2 相比 Q1 环比有显著改善，行业回暖拐点将至。**2023 年上半年公司营收及净利润较去年同期出现明显下滑，主要原因是：①内外部经济市场恢复不及预期，下游客户融资不畅，使公司的市场业务拓展和项目交付受到不同程度的影响，短期内营业收入及回款速度下降；②公司继续加大研发投入，并为临港产业基地如期投产不断储备人员，短期内运营成本大幅增长，营业毛利和净利润下降。目前行业投融资出现明显复苏迹象，公司 Q2 业绩较 Q1 环比也有明显改善：①2023H1 全球生物医药投融资出现回暖态势，Q2 投融资事件相比 Q1 增长 61%、金额增长 115%，并且国内多家基因和细胞治疗公司陆续完成融资；②2023Q2 公司实现营业收入 5295.96 万元，环比增长 71.99%；Q2 公司实现归母净利润 -1305.46 万元，较 Q1 的 -3174.33 万元明显收窄。
- **2023H1 公司 CRO 业务稳健增长，但 CDMO 业务下滑明显。**①在 CRO 业务上，公司不断推出新产品，尝试拓展新领域，扩大服务场景，进一步提升市场占有率。2023H1 实现销售收入 3308.72 万元，较上

年同期增长 35.69%。②在 CDMO 业务上，受外部持续经济低迷、市场回暖速度不及预期、下游客户融资压力上升等因素影响，公司 CDMO 项目订单出现不同程度延缓、业绩有所下滑。2023H1 实现销售收入 4430.73 万元，较上年同期下降 58.55%。

- **临港一期下半年有望投产，产能释放可期。**2023 年 4 月 21 日，“和元智造精准医疗产业基地”于上海市临港新片区开业，总投资约人民币 15 亿元，总建筑面积约 77,000 平方米，反应器最大规模可达 2000L，可持续为全球基因和细胞治疗行业提供 DNA 到 NDA 的一站式 CRO/CDMO 解决方案。截至 2023H1，临港大规模基地建设已累计投入超过 8 亿元，各项建设及设备调试工作有序推进中，预计 2023 年下半年项目一期将正式投产，为进一步产能释放做好充分准备。
- **投资建议**
- **预计公司 2023-2025 年分别实现营收 3.85、5.24、7.00 亿元（原值为 4.03、5.25、6.51 亿元），同比增长 32.2%、35.9%、33.7%；分别实现净利润 0.46、0.51、0.62 亿元（原值为 0.46、0.50、0.61 亿元），同比增长 17.3%、10.9%、22.2%；对应 EPS 分别为 0.07、0.08、0.10 元（原值为 0.09、0.10、0.12 元），以 8 月 28 日收盘价 9.62 元计算，对应 PE 分别为 136.0X、122.7X、100.4X。**考虑到公司临港新产能即将释放，并且持续加大研发投入拓宽前瞻性研发应用方向，已在基因治疗基础研究和生产工艺开发各方面均实现不同程度进展。加之目前行业回暖迹象已初步显现，公司业绩有望逐步恢复，故维持“增持-A”评级。
- **风险提示**
- 基因治疗行业发展存在不确定因素；客户新药研发商业化不及预期的风险；基因治疗 CDMO 业务增长趋势放缓的风险；CDMO 业务未来拓展的不确定性风险；短期内产能不足风险。

【山证新股】瑞华泰（688323.SH）2023H1 点评-消费电子市场恢复较慢拖累业绩，但修复态势稳定向好

叶中正 yezhongzheng@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- 公司发布 2023 年中报，2023H1 公司实现营业收入 1.22 亿元，同比减少 24.75%；实现归母净利润-793.27 万元，同比减少 129.32%；实现扣非归母净利润-1077.39 万元，同比减少 143.87%；基本每股收益为-0.04 元，同比减少-126.67%。
- **事件点评**
- **2023H1 公司营收较去年同期明显下滑，主要系下游消费电子市场恢复较慢所致，但 Q2 营收相比 Q1 显著改善。**2023H1 公司实现营业收入 1.22 亿元，同比减少 24.75%，主要原因是全球电子消费市场收窄尚未恢复，下游客户仍处于去库存调整期。分产品来看：电子 PI 薄膜实现销售收入 0.57 亿元，较去

年同期减少 10.08%；热控 PI 薄膜实现销售收入 0.32 亿元，较去年同期减少 55.29%；电工 PI 薄膜实现销售收入 0.30 亿元，较去年同期增长 29.50%。二季度开始公司下游客户接单量逐步恢复正常，2023Q2 公司实现营收 0.77 亿元，环比增长 72.92%。

- **2023H1 公司归母净利润较去年同期显著下滑，主要系产品结构变化以及销售价格下降所致，但 Q2 归母净利润相比 Q1 也有所改善。**2023H1 公司实现归母净利润-793.27 万元，同比减少 129.32%，主要原因是产品结构变化以及销售价格下降导致毛利率下降，并且报告期内的研发投入增加以及发行可转债导致的财务费用增加均对归母净利润产生了一定压力。但整体看来修复态势稳步向好，2023Q2 公司实现归母净利润-32.88 万元，较 Q1 的-760.38 万元有明显收窄。
- **2023H1 公司募投项目稳步推进，各项在研项目进展顺利。**①募投项目：嘉兴瑞华泰 1600 吨募投项目的各项建设进度按计划实施，目前厂房建设工程已基本完成，4 条主生产线和各工厂系统安装工作已完成，并进行了设备调试，开始投料进行产品调试，后续将加快生产线的工艺稳定性和各公辅系统运行验证，推动产线连续批量试生产，另外 2 条主生产线也正在安装中。②在研项目：光学级中试产线处于装备与工艺优化阶段，同时将加大对光电应用的系列产品开发；与下游应用单位共同进行技术攻关的 COF 用 PI 薄膜已完成多次评价；两项 PI 浆料已完成实验室工作及评价，同时完成中试产线设计；TPI 柔性基材已完成小样的评价及认证工作，产品将在嘉兴新产线实现量产。
- **投资建议**
- 预计公司 2023-2025 年分别实现营收 4.03、6.29、8.51 亿元（原值为 5.50、8.03、10.63 亿元），同比增长 33.6%、56.2%、35.2%；分别实现净利润 0.30、0.96、1.46 亿元（原值为 0.82、1.43、2.21 亿元），同比变动-23.3%、221.8%、51.7%；对应 EPS 分别为 0.17、0.53、0.81 元（原值为 0.46、0.79、1.23 元），以 8 月 28 日收盘价 21.32 元计算，对应 PE 分别为 128.7X、40.0X、26.4X，考虑到新产能投放节奏略慢于预期以及下游消费电子市场恢复仍有较大的不确定性，故将公司评级调整为“买入-B”。
- **风险提示**
- 业务规模、产品技术与国际知名企业存在较大差距的风险；PMDA 和 ODA 等原材料采购价格波动风险；募投项目实施后新增产能难以消化的风险；新产品拓展导致产品结构变化的风险；新产能投放节奏不及预期的风险；消费电子市场恢复不及预期的风险。

【山证农业】海大集团 2023 年中报点评-公司饲料业务市场份额进一步提升

陈振志 chenzhenzhi@sxzq.com

【投资要点】

- **公司披露 2023 年半年报。**公司 2023 年上半年实现营业收入 52736.65 百万元，同比增长 13.84%，归属净利润 1100.18 百万元，同比增长 19.78%，EPS0.67 元，加权平均 ROE6.23%，同比上升 0.08 个百分点。

公司 2023 年 2 季度实现营业收入 29378.3 百万元，同比增长 11.4%，归属净利润 692.27 百万元，同比小幅下滑 3.56%。

- **饲料业务市场份额进一步提升。**公司 2023 年上半年实现饲料销量 1087 万吨（含内部养殖耗用量 83 万吨），同比增长约 12%，高于行业 7% 的增速，市场占有率进一步提升。饲料产品销售收入 42704.82 百万元，同比增长 17.34%，饲料整体毛利率 8.84%，同比下滑 0.14 个百分点。2023 年上半年，受秘鲁新季捕鱼政策推迟、A 季捕鱼暂停、鱼粉库存持续下降等影响，水产饲料上游原料鱼粉价格年初以来出现大幅上涨，此外其他动物蛋白鸡肉粉、肉骨粉也均有不同程度上涨，对饲料产品毛利率带来了阶段性压力。
- **畜禽饲料表现好于水产饲料。**（1）虽然生猪价格在上半年持续在成本线下方运行，但由于生猪存栏量处于较高水平，从而拉动对猪饲料需求，公司 2023 年上半年猪饲料外销量同比增长约 22%；（2）随着下游禽养殖业景气度从谷底回升，禽养殖补栏节奏逐步加速，养殖存栏明显回升，公司上半年禽饲料外销量同比增长 8%，实现量利双升；（3）公司 2023 年上半年水产饲料外销量同比增长 1%，其中特水料外销量同比增长约 19%，单吨利润稳定上升，实现量利双增。水产料增速低于猪料和禽料的主要原因在于公司上半年普水料销量同比下滑 19%。受去年年底和今年年初流通几乎暂停的影响，上半年水产养殖整体存塘量偏高，由于普水鱼库存去化缓慢，上半年价格持续低迷，养殖户投料积极性、投苗节奏均受到较大影响。此外，为了使市场发展战略更为清晰、团队协作能力更强，且更好地与优质经销商共同发展，公司对全国水产饲料核心市场内部竞合模式进行调整，也带来了阶段性的短期影响。
- **种苗和动保业务保持稳健发展势头。**公司 2023 年上半年种苗业务实现营业收入 7.31 亿元，其中虾苗营业收入增长约 25%，毛利率同比增长约 3%。公司 2023 年上半年对全国水产饲料核心市场内部竞合调整的同时，对部分水产动保经销渠道也进行了调整，动保业务整体实现营业收入 6.08 亿元，同比基本持平。受益于产品升级、化工原材料成本下降，以及取缔部分无效、低毛利经销渠道，公司上半年动保产品盈利水平同比有所改善，毛利率提升超 4%。
- **生猪养殖业务同比减亏。**公司 2023 年上半年出栏生猪 220 万头，比去年同期增加约 60 万头，实现营业收入约 45.17 亿元，实现归属于上市公司股东的净利润约-2.6 亿元至-2.8 亿元，比去年同期的-3.68 亿元有所减亏。下游水产养殖方面，公司目前主要养殖品种是生鱼、对虾等特种水产品，2023 年上半年实现营业收入 6.75 亿元，其中生鱼（乌鳢）养殖业务实现营业收入约 4.31 亿元，受年初以来生鱼价格低迷影响，实现归属于上市公司股东的净利润约-1.5 亿元至-1.7 亿元。
- **我们看好海大集团在当前的配置价值。**综合生猪、蛋禽、肉禽、水产和反刍等下游周期趋势，我们认为饲料行业 2023 年景气度或优于 2022 年；与此同时，行业整合持续推进，市场份额有望进一步往头部集中；公司的《2023 年员工持股计划》有助于提升员工业务拓展的积极性，利于业务目标的达成；公司目前股价对应 2023 年估值处于历史底部区域。
- **投资建议**

- 鉴于今年以来上游鱼粉原料价格上涨幅度超过此前预期，我们预计公司 2023-2025 年归母公司净利润 35.03/46.52/60.93 亿元，同比增长 18.6%/32.8%/31%，对应 EPS 为 2.11/2.80/3.66 元，当前股价对应 2023 年 PE 为 22 倍，维持“买入-A”评级。
- 风险提示：畜禽疫情复燃导致畜禽料销量低于预期、极端天气导致水产饲料销量低于预期、鱼粉和玉米豆粕等原材料价格波动风险。

【山证新股】容知日新（688768.SH）2023H1 点评-Q2 业绩未达预期，新产品发布及新模式拓展值得期待

叶中正 yezhongzheng@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- 公司发布 2023 年中报，2023H1 公司实现营业收入 2.06 亿元，同比减少 1.59%；实现归母净利润-118.45 万元，同比减少 103.57%；实现扣非归母净利润-792.85 万元，同比减少 134.98%；基本每股收益为-0.01 元，同比减少 102.44%。
- **事件点评**
- **2023H1 公司营收略有下滑而净利润下滑明显，主要系收入增幅未达预期及费用投入增大所致。**受收入季节性等因素影响，2023H1 公司收入增幅未达预期，并且由于费用投入同比增幅较大，公司净利润出现明显下滑。2023H1 公司销售费用率、管理费用率、财务费用率、研发费用率分别为 32.93%、12.29%、-0.67%、30.49%，较去年同期分别增长 7.37、3.88、0.70、12.61 个百分点。其中，研发费用率提升较快主要是因为公司加大研发投入，研发人员增加较多，相应职工薪酬、差旅办公费以及股权激励产生的股份支付费用增加；销售费用率提升较快主要是因为公司加大市场开拓力度，销售相关人员增加，相应职工薪酬增加、差旅办公费用等增加。
- **公司高度重视产品升级及服务产品化，场景化智能运维产品即将发布。**公司持续加大投入开发场景化智能运维的解决方案，如针对通用性强、普及性广、市场容量大的特定设备场景，打造多种监测方式相结合的场景化综合解决方案，以期大幅降低巡检压力，提高运维效率，率先实现特定场景少人无人化智能运维，解决客户核心设备场景智能化的需求。此外，随着公司监测设备数量的不断增加和诊断服务能力的不断提升，公司将积极推进订阅式服务业务，持续推进服务产品化。
- **公司持续推进销服中心体系建设，新的合作模式有望逐步落地。**公司根据战略发展需要，积极发挥全球销服中心的作用，持续推进销服中心体系建设，市场拓展能力进一步提升。公司在成熟行业全力推进客户覆盖和老客户复购，并积极探索深度合作模式，同时加强新行业布局和推进项目试点，践行价值营销，业务全球化战略初见成效，强化“走出去、引进来”的双向策略，稳步推进海外业务布局。
- **投资建议**

- 预计公司 2023-2025 年分别实现营收 7.25、10.26、14.08 亿元（原值为 8.06、11.42、15.65 亿元），同比增长 32.5%、41.5%、37.3%；分别实现净利润 1.43、2.14、3.23 亿元（原值为 1.75、2.51、3.57 亿元），同比增长 23.3%、49.5%、51.1%；对应 EPS 分别为 1.75、2.62、3.96 元（原值为 3.19、4.57、6.50 元），以 8 月 28 日收盘价 48.60 元计算，对应 PE 分别为 27.7X、18.5X、12.3X。考虑到数字化改革环境下，下游行业即便不景气但也仍存在对于智能运维产品的需求，预期公司即将发布的新产品及新合作模式一定程度上能够缓解经济周期的影响。并且公司在 8 月 24 日的投资者纪要中也表明对未来业务发展充满信心，将全力以赴完成股权激励考核指标，故维持“买入-A”评级。
- 风险提示
- 风电行业竞争激烈影响公司业绩的风险；下游客户所属行业集中度较高的风险；大客户模式影响公司收入确认节奏的风险；下游客户自行开展智能运维业务的风险；下游行业景气度下行的风险。

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

