

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2023-08-31

宏观策略

2023年08月31日

宏观点评 20230830: 地产松绑: 广州的“第一枪”, 谁来接棒?

今天广州的地产松绑政策的“第一枪”应该说是既“符合预期”也“超预期”。符合预期的是我们在7月底的报告《地产政策最新调整的五个关键问题》中就曾说明本轮一线地产松绑会遵循“数据越差、力度越大”的规则，广、深会最早放开。不过，“超预期”的是政策的步子确实更大，广州没有出现“一区一策”的犹豫，而且在“认房不认贷”上更加彻底——只要在广州无房就可考虑执行首套信贷政策。我们预测中国房地产政策还会继续转向，对于深、北、上的松绑节奏和政策力度，我们不妨更加乐观一点。风险提示：地产政策出台时间不及预期；政策定力超预期；出口超预期萎缩。

晨会编辑 张良卫

执业证书: S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

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

固德威（688390）：2023H1 点评：功率上行带动盈利提升，新业务逐步贡献增量

投资建议：考虑欧洲库存压力影响储能出货放缓，我们预计 2023-2025 年归母净利润为 16.3/24.7/33.5 亿元（2023-2025 年前值为 18.9/28.6/37.9 亿元），同增 151%/51%/36%，考虑公司储能业务规模扩张，给予 23 年 25 倍 PE，对应目标价 235 元，维持“买入”评级。风险提示：政策不及预期，竞争加剧等。

牧高笛（603908）：2023 年中报点评：高基数下品牌增速放缓，代工业务仍承压，但汇率贬值促毛利率提升

盈利预测与投资评级：公司为国内露营装备生产和品牌商，20 年以来在疫情影响长途出行、露营热度大涨下业绩快速增长。23 年以来，国内品牌业务在经历前期爆发式增长后增速逐季放缓，但公司持续丰富产品矩阵，布局汽车露营、水系露营等产品，拓展露营场景，仍维持正增长；代工业务受外需降温影响、收入承压下滑但 Q2 降幅有所收窄、订单压力预计在年内仍延续，但受益于人民币贬值盈利能力有所提升。长期看国内露营行业渗透率仍具较大提升空间，公司作为行业龙头具备品牌、产品、渠道优势，有望持续分享行业红利。23 年 8 月公司发布员工持股计划，23/24/25 年度大牧营收同比增速分别不低于 30%/23%/19%、或大牧净利率分别不低于 8%/9%/9%，锚定品牌业务长期快速发展。考虑到外销代工业务承压，我们将 23-25 年归母净利润由 1.6/2.3/2.7 亿元下调至 1.5/2.0/2.5 亿元、对应 PE 为 18/14/11 X，维持“买入”评级。

亚星锚链（601890）：2023 年中报点评：业绩实现大幅增长，系泊链新接订单加速放量

盈利预测与投资评级：考虑到海工系泊链旺盛需求，我们调整 2023-2025 年公司归母净利润分别为 2.35、3.20 和 4.15 亿元（原值 2.29、3.04 和 3.94 亿元），当前市值对应动态 PE 分别为 40、30 和 23 倍。考虑到船舶、海工业务景气上行，以及漂浮式风电成长空间，维持“增持”评级。风险提示：船舶、海工行业景气下滑、漂浮式风电产业化不及预期等。

厦门象屿（600057）：2023H1 业绩点评：下游制造业需求承压影响短期盈利，货量逆市攀升市占率提升

盈利预测与投资评级：公司是国内大宗商品供应链龙头企业，在员工激励、物流网络等方面领先行业，近年来市占率持续提升。考虑上半年公司利润受下游大宗商品需求不足影响，我们将公司 2023~25 年归母净利润从 34.6/ 42.2/49.2 亿元下调至 18.0/ 26.3/ 30.4 亿元，同比-32%/ +46%/ +16%，对应 8 月 29 日收盘价为 10/ 7/ 6 倍 PE 估值，考虑公司市盈率处于历史较低位置，维持“买入”评级。风险提示：下游需求恢复不及预期，新业务扩张不及预期等。

华中数控（300161）：2023 年中报点评：Q2 业绩扭亏为盈，看好产品高端化

盈利预测与投资评级：考虑到机床行业逐步复苏、进口替代进程加速的影响，我们维持公司 2023-2025 年归母净利润分别为 1.07/1.80/2.98 亿元，

当前股价对应动态 PE 分别为 81/48/29 倍，维持“增持”评级。风险提示：下游复苏不及预期风险，市场竞争加剧风险、技术研发风险。

中信证券 (600030): 2023 年中报点评: 投行业务增速显著, 行业龙头将充分受益政策红利

盈利预测与投资评级: 资本市场改革持续优化, 宏观经济逐渐复苏, 头部券商控制风险能力更强, 能更大程度的享受政策红利, 中信证券作为龙头券商有望抓住机遇强者恒强。当前经济环境仍在恢复, 交投不活跃可能影响公司资管及证券业务, 所以我们下调对公司的盈利预测, 2023-2025 年的归母净利润为 234/273/322 亿元 (前值为 250/284/325 亿元), 对应 2023-2025 年 PB 为 1.39/1.32/1.25 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 行业市场竞争加剧风险, 证券市场恢复不及预期风险。

天奈科技 (688116): 2023 年中报点评: 业绩符合市场预期, 产品结构持续改善

盈利预测与投资评级: 由于行业竞争加剧后盈利能力承压, 我们下调公司 23-25 年归母净利润预测至 2.7/3.8/5.4 亿元 (原预测为 4.5/6.4/9 亿元), 同比-36%/+40%/+42%, 对应 PE 34/24/17x, 考虑到公司作为碳管龙头, 产品结构持续改善盈利逐步修复, 维持“买入”评级。风险提示: 产能建设速度不及预期, 需求不及预期, 行业竞争加剧。

振华新材 (688707): 2023 年中报点评: Q2 业绩低于预期, 下半年单吨利润有望恢复

盈利预测与投资评级: 考虑上半年出货及单吨利润不及预期, 我们下修公司 23-25 年归母净利润至 1.4/5.3/7.0 亿元 (原预期为 8.2/11.2/15.2 亿元), 同比-89%/+281%/+33%, 对应 PE 为 77x/20x/15x, 考虑钠离子电池放量在即, 维持“买入”评级。风险提示: 电动车销量不及预期, 钠离子电池进展不及预期。

国芯科技 (688262): 2023 年中报点评: 短期业绩承压, 车载 MCU 全方位布局蓄力长期成长

产品全面布局扩张期, 公司业绩短期承压: 2023 年上半年公司实现营收 2.2 亿元, 同比上升 5%, 实现归母净利润-0.4 亿元, 同比下降 161%; 报告期内由于竞争剧烈产品价格下调, 晶圆等生产成本增加, 公司业务收入毛利率下降, 2023H1 业务收入平均毛利率为 26%, 同比减少 28 个百分点; 公司上半年为扩大核心竞争力, 扩充销售和研发团队人员, 导致三费均有大幅度增加, 其中研发费用 1.1 亿元, 同比增长 92%。汽车电子芯片产品全方位布局, 头部客户数量持续增加: 公司上半年加强汽车电子芯片产品覆盖, 在汽车车身和网关控制芯片、动力总成控制芯片、域控制芯片等 7 条产品线完成系列布局, 同时积极开发线控底盘芯片、仪表芯片、安全气囊芯片等 5 类新产品, 完善产品矩阵, 截至 2023 年上半年公司量产项目 13 个, 新开发项目 56 个, 长期增长未来可期。报告期内公司聚焦头部客户推广, 以 MCU+的模式为客户解决“套片”方案式需求, 成功切入包括比亚迪、奇瑞、吉利等多家知名车企供应链, 与超 30 家 Tier1 厂商合作。目前公司汽车电子和工业控制业务在手订单金额 0.7 亿元, 下半年相关营收有望逐步改善。云应用芯片产品持续升级, 加速国产替代进程: 边缘计算方面, 公司 H2040 和 CCP1080T 已经完成芯片测试进入市场推广。Raid 芯片方面, 公司是国内 Raid 芯片领先厂商, 第一代 Raid 芯片及其产品已实现量产, 第二代更高性能的 Raid 芯片研发进展顺利, 有望到达国际领先水平, 助力拓展 AI 服务器市场。云安全领域, 公司云

安全系列高速密码芯片具有行业先进地位，未来将继续围绕云安全芯片的核心部件安全引擎控制模块 SEC 研发攻关。公司目前信创和信息安全业务的在手订单 0.6 亿元，边缘计算和人工智能在手订单 4.1 亿元，在手订单充足，下半年有望保持高速增长，继续成为支撑公司业绩的核心点。盈利预测与投资评级：公司当前车载 MCU 及云应用芯片等产品处于品类拓张、产品升级期，研发投入较高，基于此，我们下调对公司 2023-2024 年盈利预测，新增 2025 年盈利预测，预计 23-25 年归母净利润分别为 0.6/1.3/1.9 亿元（23-24 前次预测值为 2.84/4.65 亿元），对应 23-25 年 PE 分别为 172/78/51 倍；维持“买入”评级。风险提示：下游客户需求不及预期；产品研发进展不及预期；新产品客户拓展不及预期。

扬杰科技 (300373)：2023 年中报点评：短期业绩承压，长期看好产品结构优化+海外市场布局

23H1 业绩不及预期，“研发+渠道+成本管控”并举，夯实长期增长。23H1，公司实现营收 26.3 亿元，YoY -11%，归母净利润 4.1 亿元，YoY -30%；23Q2，公司实现营收 13.1 亿元，YoY -14%，归母净利润 2.3 亿元，YoY -26%，QoQ +26%。公司业绩短期承压，主要系消费、工业等领域需求疲软，叠加高毛利的海外业务占比下降、低毛利的新能源业务占比提升等影响所致。市场景气度低谷期，公司持续推进降本增效，23Q2 毛利率承压 QoQ -1pct 背景下，净利率 QoQ +4pct，作为老牌功率器件厂商，长期看好其产品结构优化、海外渠道布局、成本管控能力。持续优化产品结构，研发 IGBT 模块、SiC MOS 等新品。IGBT 模块方面，新能源汽车领域 PTC 用 1200V 系列单管已大批量交付客户，同时针对新能源汽车控制器成功研制 750V/820A IGBT、750V/400A SiC 三相桥大电流、高可靠功率模块。SiC 方面，SiC 二极管、MOS 累计出货量突破 10kk、1kk，公司自主开发的 HPD、DCM 全碳化硅主驱模块将在 23 年完成 A 样试制，目前已获多家 Tier1 和终端车企的测试及合作意向，计划于 25 年完成全国产主驱碳化硅模块的批量上车。布局“YJ+MCC”海内外双品牌，发行 GDR 拓展海外渠道。公司布局“YJ+MCC”海内外双品牌，已在美国、韩国、日本、印度、新加坡等地设立 12 个销售和技术服务中心，23 年完成 GDR 发行，并在越南增设子公司美微科（越南）有限公司，建设越南生产基地、打造海外供应能力。同时有“东南亚国家建设封装测试生产线”、“建设海外研发中心和建立全球销售及售后服务网络”募投项目在建，未来，海外市场逐步完成去库存后，公司有望凭借海外渠道、品牌优势，加速海外市场渗透。盈利预测与投资评级：消费、工业等下游领域复苏不及预期，海外市场尚处去库存阶段，基于此，我们下调对公司的盈利预测，预计 23-25 年归母净利润为 9.1/12.4/16.1 亿元（前次预测值为 12.2/14.6/16.7 亿元），当前市值对应 PE 分别为 21/15/12 倍，维持“买入”评级。风险提示：功率半导体市场竞争加剧的风险；下游需求不及预期的风险；代工产能增长不及预期。

保隆科技 (603197)：2023 年半年报点评：新老业务多点开花，股权激励助力长期发展

盈利预测与投资评级：公司新产品、新项目逐步落地，下半年有望继续放量，经营业绩持续兑现，我们维持公司 2023-2025 年营收预测为 63.47/78.10/95.04 亿元，同比分别+33%/+23%/+22%；维持 2023 归母净利润预测为 3.84 亿元，上调 2024、2025 年归母净利润预测 5.53/6.55 亿元（原预测值 4.93/6.27 亿元），同比分别+79%/+44%/+18%，对应 PE 分别

为 31/22/18 倍，维持“买入”评级。风险提示：下游乘用车需求复苏不及预期，新产品落地不及预期，乘用车价格战超出预期。

凯伦股份 (300715): 2023 年半年报点评: 经销渠道业务快速增长, 防水涂料毛利率修复显著

事件: 公司发布 2023 年半年报。2023H1 公司实现营收 13.07 亿元, 同比+41.89%; 归母净利 5520 万元, 同比+156.54%。其中, 单 Q2 实现营收 8.00 亿元, 同比+34.32%; 归母净利 2083 万元, 同比+61.11%。经销渠道加快开拓, 收入端逐步修复。分产品看, 23H1 防水卷材实现营收 8.32 亿元, 同比增长 36.13%; 防水涂料营收 3.17 亿元, 同比增长 39.17%。公司积极推动渠道结构优化, 继续大力发展经销商模式, 通过渠道下沉, 增加区域销售资源, 大力拓展工业建筑、市政建筑、民用建筑广阔市场。防水涂料毛利率显著修复, 研发投入持续增加。分产品看, 23H1 防水卷材毛利率 26.50%, 同比变动-1.54pct; 23H1 防水涂料毛利率 31.85%, 同比变动+12.38pct。期间费用率方面, 23H1 销售/管理/研发/财务费用率分别同比变动+1.35/-5.12/+0.23/+1.93pct, 其中管理费用率下降主要系去年同期股权激励股份支付所致; 财务费用率增加主要系 23H1 利息支出增加而利息收入减少所致。23H1 公司继续加大研发投入, 提升现有产品性能质量、扩充品类, 拓展高分子防水材料应用场景。此外, 23H1 公司计提信用减值损失 3087 万元。盈利预测与投资评级: 公司在高分子防水卷材上差异化竞争, 不断加大研发投入提升技术实力, 随着防水标准提高, 高分子防水卷材持续渗透, 产品需求占比有较大提升空间。考虑到下游需求回暖及公司经销渠道开拓力度, 我们维持预计公司 2023-2025 年归母净利润的预测为 1.43/2.39/3.49 亿元, 对应 2023-2025 年 EPS 分别为 0.37/0.62/0.91 元, 当前市值对应 2023-2025 年 PE 分别为 36X/22X/15X, 维持“增持”评级。风险提示: 房地产行业波动的风险; 原材料价格剧烈波动的风险; 行业竞争加剧风险; 应收账款风险; 股权质押风险。

旭升集团 (603305): 2023 年半年报点评: 持续推动多元化战略, 海内外产能不断拓展!

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 23.60 亿元, 同比+18.41%, 环比-4.06%; 实现归母净利润 3.94 亿元, 同比+43.39%, 环比-7.65%; 实现非扣归母净利润 3.74 亿元, 同比+49.46%, 环比-7.30%。2023 年 Q2 实现营收 11.87 亿元, 同比+18.54%, 环比+1.21%; 实现归母净利润 2.01 亿元, 同比+29.90%, 环比+4.26%; 实现非扣归母净利润 1.90 亿元, 同比+34.26%, 环比+2.99%。

许继电气 (000400): 2023 年半年报点评: 业绩符合市场预期, 静待特高压份额修复

2023H1 营收同比+16%, 归母净利润同比+21%, 业绩符合市场预期。23H1 实现营收 71.14 亿, 同增 16%; 归母净利润 5.48 亿, 同增 21%; 扣非归母净利润 5.27 亿, 同增 20%。Q2 实现营收 38.51 亿, 同增 5%; 归母净利润 3.99 亿, 同/环增 13%/167%; 扣非归母净利润 3.83 亿, 同/环增 11%/166%。23H1 毛利率 18.73%, 同降 1.66pct, 归母/扣非净利率 7.71%/7.41%, 同增 0.29/0.27pct。Q2 毛利率 23.42%, 同降 0.36pct, 环增 10.21pct, 归母/扣非净利率 10.36%/9.96%, 同增 0.69/0.56pct, 环增 5.78/5.55pct。盈利能力改善, 业绩符合市场预期。储能业务拉动公司配套设备收入增长。23H1 公司 EMS 加工服务及其他实现收入 11.74 亿, 同增 60%, 其中主要系风光储 EPC 业务贡献增量, 其中上市公司主要为项

目做 PCS、EMS 以及一次设备等配套产品，智能变配电系统收入同增 17%，我们预计变电、配电、电力电子业务均稳健增长，电力电子收入占比提高导致毛利率同降 3.87pct。展望全年，公司 PCS 出货量有望持续高增，智能变配电业务有望维持 15%以上的稳健增长。电表业务出海超预期、海外市场进展顺利。23H1 公司电表业务收入同增 26%，毛利率 25.49%，同降 0.47pct，海外收入同增 76%，我们认为主要系电表及一次设备等出口增长所致。公司上半年签订智利 AMI 系统及智能电表二期等项目，实现海外市场的突破，展望全年，随着一带一路的不断推进，公司海外市场订单有望能够持续增长。特高压直流中标承压、期待新开项目份额修复。截至 23 年 8 月，国网已完成 3 条特高压直流工程物资招标，公司中标 2 台换流阀及 2 条线路的直流控保系统。虽然换流阀中标份额略不及预期，拉通来看“十四五”期间计划开工 9 条直流，我们认为后续新开工项目中公司换流阀份额有望修复。公司在直流控保产品领域份额在持续提高，或可对换流阀造成的预期利润缺口形成补充（直流控保毛利率更高）。盈利预测与投资评级：特高压项目份额下降略影响公司业绩，考虑到今年暂无新增特高压项目确认收入，我们下修公司 23-25 年归母净利润分别为 9.15（-0.75）/11.64（-3.43）/14.27（-4.98）亿元，同比 +21%/27%/23%，维持“买入”评级。

三联虹普（300384）：2023 年中报点评：再生业务发展提速，工业 AI 集成应用持续推进

事件：2023H1 公司实现营收 6.28 亿元，同增 22.28%；归母净利润 1.43 亿元，同增 20.89%；扣非归母净利润 1.39 亿元，同增 17.71%。盈利预测与投资评级：随着尼龙下游需求升级，再生产业提速，公司在手订单积累，业绩将稳步释放，我们维持 2023-2025 年归母净利润预测 3.20/4.15/5.32 亿元，对应 PE 为 17、13 和 10 倍，维持“买入”评级。风险提示：订单不及预期，研发风险，行业竞争加剧。

英杰电气（300820）：2023 年中报点评：Q2 归母净利润同比+58%，看好公司业绩成长性

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2023-2025 年盈利预测为 4.8/6.3/8.5 亿元，当前市值对应 PE 为 28/22/16 倍，维持“增持”评级。风险提示：新品验证不及预期，光伏订单落地不及预期，充电桩产能释放不及预期

华域汽车（600741）：2023 半年报点评：国际市场持续开拓，电子电器业务同比高增长！

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2023-2025 年营收预测为 1667.13/1805.11/1957.92 亿元，同比分别+5%/+8%/+8%；维持 2023-2025 年归母净利润预测为 76.02/86.44/94.31 亿元，同比分别+6%/+14%/+9%，对应 PE 分别为 8/7/6 倍，维持“买入”评级。风险提示：海外市场拓展不及预期；下游乘用车需求复苏低于预期，乘用车价格战超过预期。

德龙激光（688170）：2023 年中报点评：业绩短期承压，新签订单大幅增长

盈利预测与投资评级：考虑到公司研发投入力度、设备验收节奏等因素，我们谨慎调整 2023-2025 年公司归母净利润分别为 0.80、1.40、2.13 亿元（原值 0.92、1.55 和 2.37 亿元），当前市值对应 PE 为 46/26/17 倍。基于公司在多领域 0 到 1 突破的潜力，维持“增持”评级。风险提示：市场竞争加剧、新品产业化不及预期、下游行业波动等。

水星家纺（603365）：2023 年中报点评：Q2 利润同比高增，毛利率持续

提升

盈利预测与投资评级：公司为国内家纺龙头，22年疫情扰动致业绩受到较大影响。23年以来受益疫情放开持续修复，Q1收入增速回正、Q2进一步提升，同时持续提升品牌影响力、推动产品单价提升&高毛利产品占比提升，毛利率逐季提升下带动利润实现高增，上半年收入及归母净利润均已超21年同期水平。展望下半年，在国庆婚庆旺季以及换季更新需求两大因素推动下公司收入有望持续增长，叠加7、8月公司营销活动反馈较好、反映经销商信心加速恢复，同时线上线下加大品牌宣传力度，通过跨界联名、打造IP等活动推动品牌年轻化升级，品牌声量及市占率有望继续提升，业绩有望进一步修复。我们维持23-25年归母净利润预测3.7/4.3/4.9亿元、对应PE为11/9/8X，维持“买入”评级。风险提示：终端消费疲软、费用控制不力等。

南网科技 (688248)：2023年半年报点评：业绩符合市场预期，储能业务延续高增长

23H1实现营收12.57亿，同增79%；归母1.16亿，同增43%；扣非1.04亿，同增33%。Q2实现营收7.97亿，同/环增74%/73%；归母0.85亿，同/环增12%/181%；扣非0.75亿，同降2.57%，环增153%。23H1毛利率23.67%，同降7.60pct，归母/扣非净利率为9.21%/8.29%，同降2.32/2.87pct。收入结构变化影响公司毛利率&净利率水平，业绩整体符合市场预期。储能业务高速增长、调试业务突破新市场。1) 23H1储能技术服务营收同增290%，毛利率13.47%，同减1.26pct。H1中标佛山南海储能项目，单个项目中标金额超过5亿，8月公司与粤水电装备成立储能系统集成合营公司，拟在新疆开展储能系统生产建设等业务，公司有望通过合资公司拿到系统或EPC项目等订单份额，延续储能业务高增趋势。2) 23H1调试业务营收同增28%，毛利率48.26%，同降3.55pct。电源侧调试业务在山东、北京、安徽等新市场实现突破，中标广西600MW煤电机组、国能京能智能发电平台研发等项目，电网侧X射线检测业务在南网市场占有率超过50%，仪器仪表业务在广东电网内占据70%以上份额，我们预计公司调试检测业务有望保持稳健增长。智能配用电设备增速可观、智能监测和机器人业务承压。1) 23H1智能配用电设备营收同增48%，毛利率28.18%，同增0.6pct。南网大力推动基于“丝路InOS”的智能设备迭代升级，公司自研的InOS系统及核心模组等设备收入快速增长，全年预计有望维持高增速。2) 23H1公司智能监测/机器人无人机业务营收分别同降46%/42%，毛利率分别为42.16%/33.63%，同增3.31/5.21pct。受上半年南网采购周期及需求的影响，公司两块业务收入均有所下降，但均实现了国网内市场的突破，智能监测设备首次中标国网上海电力公司布控球项目，“慧眼”无人机巡检系统首获国网江苏、湖北试点许可。展望全年，预计公司两块业务营收有望持平微增。盈利预测：我们下修公司23-25年归母净利润3.1/5.07/7.16亿元，同比+51%/64%/41%，维持“买入”评级。风险提示：储能业务拓展不及预期，电网智能化投资不及预期，竞争加剧等。

兴瑞科技 (002937)：2023年中报点评：业绩符合预期，新能源车电装业务驱动公司长期成长

业绩符合预期，毛利率同比改善：2023年上半年公司实现营收9.7亿元，同比增长28%；实现归母净利润1.2亿元，同比增长50%；Q2单季实现营收4.9亿元，同比增长22%，环比增长2%，实现归母净利润0.6亿元，

同比增长 48%，环比增长 23%。上半年公司汽车电子及新能源汽车业务板块实现营收 4.5 亿元，同比增长 80%，占营业收入比重 46%，新能源汽车业务同比增速超 150%，成为公司业绩增长核心支撑点。2023 年上半年综合毛利率达 26%，较上年同期增加 2 个百分点，盈利水平小幅改善。

新能源汽车电装业务持续高速增长：公司当前具备新能源汽车 BMU、BDU 等模块镶嵌注塑技术能力，得益于与松下等大客户同步研发积累的技术和量产能力，成功切入国内新能源汽车头部企业供应链。当前公司该板块业务产能扩张顺利：慈溪新能源汽车零部件产业基地已经完成主体结构结项，现已同步推进现有产能规划的优化配置，预计 2024 年上半年投产。

订单稳定增加：原有客户松下等核心客户端持续深化合作，同时已陆续获得尼得科、中车时代及国内电装头部企业的项目定点，新能源汽车零部件生产业务所覆盖的终端车型逐步增加。

产品持续升级：公司不断增加产品品类，同时不断深化汽车嵌塑件产品从零组件到模组的同步研发，推进产品升级迭代。公司新能源汽车电装业务有望持续实现高速增长。

智能终端新产品拓展顺利，业绩有望恢复平稳增长：上半年公司部分智能终端产能往海外生产基地搬迁，同时公司智能终端板块产品从原有的智能机顶盒、网通网关等组件向智能电表等新组件产品拓展，对公司生产节奏及订单交付产生一定影响，导致智能终端板块收入略有下滑，同比 22H1 下降 6.7% 至 3.0 亿元。当前公司新增智能电表系列产品已顺利实现量产，智能终端板块在手订单饱满，预计伴随公司海外产能进一步释放，下半年智能终端板块收入有望恢复平稳增长。

盈利预测与投资评级：公司产能扩产顺利，新能源汽车电装及智能终端业务板块订单充足，但公司产线搬迁及新产品拓张在一定程度上影响公司订单交付，基于此，我们下调对公司的盈利预测，预计公司 23-25 年归母净利润分别为 3.0/4.1/5.3 亿元（23-25 年前次预测值为 3.30/4.55/5.90 亿元），当前市值对应 2023-2025 年 PE 分别为 24/18/14 倍，维持“买入”评级。

风险提示：下游需求不及预期；汇率波动风险；大宗商品价格波动风险

双环传动（002472）：2023 年中报点评：Q2 业绩符合预期，精密传动龙头持续成长

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2023-2025 年归母净利润分别为 8.05 亿、10.40 亿、13.61 亿的预测，对应的 EPS 分别为 0.94 元、1.22 元、1.60 元，市盈率分别为 34.17 倍、26.46 倍、20.21 倍，维持公司“买入”评级。

风险提示：新能源乘用车销量不及预期；原材料价格波动影响；新业务开拓不及预期；并购整合不及预期。

天合光能（688599）：2023 年中报点评：组件稳步增长，一体化持续拓展

盈利预测与投资评级：基于光伏需求旺盛，我们维持 2023-2025 年盈利预测，我们预计 2023-2025 年归属于母公司净利润为 75/95/116 亿元，同增 103%/28%/22%，基于公司光伏组件龙头地位，我们给予公司 2024 年 12 倍 PE，对应目标价 52.5 元，维持“买入”评级。

风险提示：政策不及预期，竞争加剧，产业链波动价格超预期。

启明星辰（002439）：2023 年中报点评：业绩符合预期，新业务板块增速明显

我们维持 2023-2025 年公司归母净利润为 9.27/12.42/16.41 亿元，同比增长 48%、34%、32%，2023-2025 年 EPS 0.98/1.32/1.74 元。我们看好公司战略新兴业务布局卓有成效，中国移动控股合作进展顺利，未来有望持续助力公司在业务深度和渠道拓展方面高速增长，维持“买入”评级。

海天精工 (601882): 2023 年中报点评: 业绩稳健增长, 盈利能力持续提升

盈利预测与投资评级: 我们维持公司 2023-2025 年归母净利润预测分别为 6.42/7.89/9.74 亿元, 当前股价对应动态 PE 分别为 25/20/17 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。

珀莱雅 (603605): 2023 半年报点评: 盈利能力持续提升, 国货龙头逆势增速亮眼

公司是国内组织灵活、效率领先的大众化妆品集团, 在天猫, 抖音等多电商平台销售排名领先, 展现其强品牌力, 多系列大单品矩阵战略推进顺利, 未来经营韧性可期。我们维持 2023-2025 年归母净利润分别为 10.77/13.50/16.50 亿元, 分别同增 32%/25%/22%, 当前市值对应 2023-25 年 PE 为 36/29/24X, 维持“买入”评级。

金盘科技 (688676): 2023 年半年报点评: 干变基本盘高增, 海外订单确定性高

业绩符合预期、变压器起主要利润贡献。公司发布 2023 年半年报, H1 实现收入 28.9 亿, 同比+47%; 归母净利润/扣非净利润约 1.9 亿, 同比+100%/+108%。Q2 收入 16.0 亿, 同比+51%; 归母净利润/扣非净利润 1.0/1.1 亿, 同比+94%/+96%。上半年海外变压器需求&国内新能源拉动干变高增, 储能初步贡献收入, 业绩符合市场预期。

艾华集团 (603989): 国产铝电解电容龙头, 产品结构拓展打开成长空间

盈利预测与投资评级: 公司是国产铝电解电容龙头, 产品结构优化打开成长天花板。基于此, 我们预测, 公司 2023-2025 年营业收入为 36.8/41.7/49.4 亿元, 净利润为 4.6/5.32/6.35 亿元, 当前市值对应 PE 为 18.0/15.6/13.1 倍, 首次覆盖给予“买入”评级。 风险提示: 下游应用市场增长不及预期; 行业竞争风险; 生产成本波动风险。

安克创新 (300866): 2023 年半年报点评: 扣非归母净利润+78%, 新品发力, 利润率超预期

盈利预测与投资评级: 公司是消费电子行业中的出海领军者, 拥有强大的研发技术与品牌口碑。考虑到①行业格局转好及公司新品发力下业绩超预期; ②公司 2023H1 实现 2.5 亿元公允价值变动收益, 我们将公司 2023~25 年归母净利润预期从 13.2/ 14.8/ 16.4 亿元, 上调至 15.6/ 15.9/ 18.1 亿元, 同比+36/+2%/+14%, 对应 8 月 29 日收盘价为 20/ 20/ 17 倍 P/E, 维持“买入”评级。 风险提示: 汇兑损益, 新品不及预期, 海外经营相关风险等

岱美股份 (603730): 2023 年中报点评: Q2 业绩符合预期, 看好公司产品类拓展

盈利预测与投资评级: 我们维持公司 2023-2025 年归母净利润分别为 7.36 亿、9.44 亿、11.27 亿的预测, 对应 EPS 分别为 0.58 元、0.74 元、0.89 元, 市盈率分别为 32.97 倍、25.69 倍、21.52 倍, 维持“买入”评级。 风险提示: 全球乘用车行业销量不及预期; 公司新产品拓展不及预期。

国联证券 (601456): 2023 年中报点评: 内生外延并行, 发展潜力可期

盈利预测与投资评级: 基于上半年市场情况及公司经营业绩, 我们上调公司 2023-2025 年归母净利润预测至 10.99/13.36/15.24 亿元 (前值为 9.19/12.53/14.28 亿元), 对应同比增速分别为 43.28%/21.49%/14.07% , 对应 2023-2025 年 EPS 分别为 0.31/0.38/0.43 元, 当前市值对应 2023-2025

年 PB 分别为 1.57/1.51/1.45 倍。我们依旧看好公司在财富管理方面的独特优势以及外延并购赋予公司的成长空间，维持“买入”评级。风险提示：1) 市场交投活跃度下滑；2) 并购整合效果不及预期。

壹石通 (688733): 2023 年中报点评: 二季度降价盈利承压, 2H 降本措施落地有望驱动盈利回升

盈利预测与投资评级: 考虑到行业竞争加剧, 我们下修公司 23-25 年归母净利润预期至 0.70/1.18/1.79 亿元 (原预期 1.31/2.05/3.19 亿元), 同比-52%/+68%/+52%, 对应 PE 为 76x/45x/30x, 考虑到公司长期仍有增长潜力, 维持“增持”评级。风险提示: 销量不及预期, 盈利水平不及预期

高能环境 (603588): 2023 年中报点评: 深度资源化投产贡献利润协同体现, 运营占比持续提升

盈利预测与投资评级: 公司江西鑫科、靖远二期深度资源化成功投运, 贡献利润同时赋能前端资源化项目实现协同。我们维持 2023-2025 年归母净利润 11.0 亿元/14.3 亿元/18.2 亿元, 对应 2023-2025 年 PE 为 14x/10x/8x (2023/8/29), 维持“买入”评级。风险提示: 危废产能建设不及预期, 产能利用率不及预期, 竞争加剧

华发股份 (600325): 2023 年中报点评: 投资聚焦融资改善, 业绩维持稳健增长

华发股份具备国资股东优势, 扎根珠海、深入横琴粤港澳国家级合作开发区, 销售业绩稳步高增。我们维持其 2023/2024/2025 年归母净利润预测为 29.0/32.2/35.3 亿元, 对应 EPS 为 1.37/1.52/1.67 元, 对应 PE 分别为 8.2X/7.4X/6.8X, 维持“买入”评级。

中国平安 (601318): 2023 年中报点评: 行业龙头卷土重来

盈利预测与投资评级: 这是公司多年来首次交出一份大超预期的中报, 颇有行业龙头卷土重来之势。维持盈利预测, 我们预计 2023-25 年归母营运利润为 1569、1685 和 1785 亿元, 同比增速分别为 5.7%、7.4%和 5.9%, 维持“买入”评级。风险提示: 长端利率持续下行, 保障型产品需求复苏放缓。

海泰新光 (688677): 2023 年中报点评: 业绩符合预期, 期待新订单及整机放量

考虑到公司光学业务承压我们将公司归母净利润由 2.45/3.29/4.24 亿元下调至 2.28/3.06/4.02 亿元, 当前市值对应 PE 为 26/19/15 倍。同时, 我们看好公司新订单及整机取证落地情况, 维持“买入”评级。

旗滨集团 (601636): 2023 年中报点评: 浮法盈利如期改善, 多元增量加速释放

浮法业务景气回升, 光伏玻璃贡献增量。Q2 期间费用率有所上升, 资本开支持续发力。作为浮法玻璃龙头企业, 公司享有中长期成本优势, 光伏玻璃大手笔布局, 电子玻璃、药用玻璃持续扩张, 公司中长期多元化成长性显现。基于地产景气下行, 我们调整公司 2023-2025 年归母净利润预测为 17.7/18.9/23.5 亿元 (前值为 22.0/27.5/28.7 亿元), 8 月 29 日收盘价对应市盈率 13、12、10 倍, 维持“增持”评级。风险提示: 地产竣工端需求不及预期、新业务开拓不及预期。

中伟股份 (300919): 2023 年中报点评: Q2 业绩符合预期, 产能利用率提升带动单吨利润恢复

盈利预测与投资评级: 我们维持公司 2023-2025 年归母净利润预测 20.5/28.0/37.1 亿元, 同增 33%/37%/32%, 对应 23-25 年 19x/14x/11xPE,

考虑公司为国内第一大前驱体厂商，且 23 年产能释放，量利双升，维持“买入”评级。风险提示：原材料价格波动超市场预期，销量及政策不及预期。

美图公司 (01357.HK): 23 年中报点评: 付费率提升驱动业绩增长, AI 产品矩阵逐步完善

公司聚焦影像赛道，我们看好公司在该领域的竞争优势及 AI 赋能，将 2023-2025 年调整后净利润从 2.2/4.0/6.0 亿元调整至 3.2/5.7/9.8 亿元，同比提升 193%/77%/70%，对应 2023-2025 年 PE 为 31/18/10x，维持“买入”评级。

怡合达 (301029): 2023 年中报点评: 业绩维持较快增长, 光伏行业增速亮眼

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2023-2025 年归母净利润分别为 6.99/9.17/11.95 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 29/22/17 倍，维持“增持”评级。风险提示：市场竞争加剧的风险、下游行业需求变动的风险。

桐昆股份 (601233): 2023 年中报点评: 长丝高弹性, 炼化高成长

盈利预测与投资评级：综合考虑行业复苏节奏，我们调整公司 2023-2025 年归母净利润为 20/42/60 亿元（此前为 25/47/64 亿元），按 8 月 29 日收盘价计算，对应 PE 分别 17.6/8.4/5.9 倍，维持“买入”评级。风险提示：需求复苏不及预期、项目实施进度延后、炼化市场竞争加剧

北方华创 (002371): 2023 年中报点评: 业绩符合预期, 新签订单延续高速增长

盈利预测与投资评级：综合考虑到公司电子元器件业务发展趋势和费用率下降，我们调整公司 2023-2025 年归母净利润预测分别为 35.70、47.22 和 60.81 亿元（原值 35.43、47.59 和 61.71 亿元），当前市值对应动态 PE 分别为 39、29 和 23 倍。基于公司较高的成长性，维持“买入”评级。风险提示：晶圆厂资本开支不及预期、新品产业化进展不及预期等。

佳禾食品 (605300): 2023 年中报点评: Q2 业绩符合预期, 盈利能力持续改善

植脂末表现喜人，咖啡持续高增，季度业绩释放持续兑现，展望后续公司这两年处于植脂末客户相对稳定、咖啡大小客户持续增加、产能持续提升的阶段，依靠显著的 B 端的优势，盈利能力有望趋于稳定，我们维持 2023-2025 年归母净利润为 2.95、3.82、4.93 亿元，同比+156%、30%、29%，当前市值对应 2023-2025 年 PE 分别为 27、21、16 倍，维持“买入”评级。

国网英大 (600517): 2023 年中报点评: 业绩符合预期, 看好“金融+制造”双主业齐头并进

盈利预测与投资评级：国网英大金融业务呈现稳健发展态势，碳资产与电力装备制造业务潜能有待释放，看好公司长期成长空间。我们维持此前盈利预测，预计 2023-2025 年公司归母净利润为 14.92/17.68/18.85 亿元，对应同比增速分别为 39.55%/18.52%/6.59%，对应 2023-2025 年 EPS 分别为 0.26/0.31/0.33 元，当前市值对应 2023-2025 年 PE 估值分别为 20.16x/17.01x/15.96x，维持“增持”评级。风险提示：1) 信托行业监管趋严；2) 碳资产业务发展不及预期。

青岛啤酒 (600600): 2023 年中报点评: 业绩符合预期, 中高端快速放量量价齐增, 中高端产品表现亮眼。毛利率改善, 费控稳健。展望下半年,

积极促销，成本压力有望持续缓解。

中科飞测-U (688361): 2023 年中报点评: 收入加速确认, 盈利水平大幅提升

盈利预测与投资评级: 考虑到公司订单交付交付, 我们调整 2023-2025 年公司营业收入分别预测为 8.04、11.48 和 15.24 亿元 (原值 7.47、10.59 和 14.47 亿元), 当前市值对应动态 PS 分别为 28、19 和 15 倍。考虑到公司成长性较为突出, 维持“增持”评级。 风险提示: 晶圆厂资本开支不及预期, 设备研发验证进度不及预期等。

坚朗五金 (002791): 2023 年半年报点评: 收入结构表现分化, 盈利能力逐步修复

事件: 公司发布 2023 年半年报。2023H1 公司实现营收 33.56 亿元, 同比+3.31%, 归母净利 1288 万元, 同比+115.10%。其中, 单 Q2 实现营收 20.02 亿元, 同比+2.31%; 归母净利 6893 万元, 同比+1562.95%。 门窗五金业务稳步修复, 工建类业务规模受回款等因素影响有所控制。分产品看, 点支承玻璃幕墙构配件、不锈钢护栏构配件收入分别同比-20.73%/-31.29%, 主要系工建相关项目上半年工程项目进度较慢, 同时公司加强风险控制业务规模有所收缩。门窗五金系统/其他建筑五金产品/门控五金/家居类产品分别同比+9.97%/+12.91%/+10.25%/-2.38%。分地区看, 23H1 国内业务收入同比+2.64%, 海外业务收入同比+9.72%。境内业务方面, 公司坚持渠道下沉到三四线及县城, 县城市场贡献日益凸显; 境外业务方面, 公司积极开发“一带一路”相关新兴国家的市场, 近年来已设立 13 个海外备货仓, 将中国仓储式销售复制到海外, 以快速响应客户供货需求。产品已销往 100 多个国家和地区, 并在香港地区、印度、越南、印尼、马来西亚、墨西哥等国家和地区设立子公司。 盈利预测与投资评级: 坚朗经过长期摸索、不断迭代形成了高效率的多品类产品和零散小 B 客户销售模式。在行业景气下行期公司坚守现金流, 升级服务能力, 迭代销售模式。考虑到下游需求恢复缓慢, 我们下调公司 2023-2025 年归母净利润预测分别为 4.07/6.43/9.05 亿元 (前值为 5.15/7.45/10.18 亿元), 对应 PE 分别为 47X/30X/21X, 考虑到公司业务模式的中长期成长弹性, 维持“买入”评级。 风险提示: 下游需求不及预期的风险; 原材料价格大幅波动的风险; 并购整合风险; 新品类发展不及预期的风险。

指南针 (300803): 2023 年中报点评: 产品销售节奏影响短期业绩, 麦高发展值得期待

盈利预测与投资评级: 公司金融信息服务业务与资本场景气度高度关联, 对公司经营业绩的影响呈现出一定的滞后性特征 (资本场景气度变动在先, 经营业绩变动在后); 叠加产品销售节奏变化, 公司金融信息服务收入短期波动, 且证券业务尚处于业务协同的成长阶段 (基数较低); 综上所述, 我们下调对公司的盈利预测, 预计 2023-2025 年, 公司归母净利润分别为 1.83/2.58/3.63 亿元 (前值分别为 3.74/5.64/8.45 亿元), 同比变动分别为-45.78%/40.33%/40.89%, 对应 PE 分别为 157x、112x、79x, 对应 PB 为 16x、15x、14x。基于公司金融信息服务收入承压, 我们谨慎考虑下调公司评级为“增持”, 但仍期待麦高证券的发展, 看好公司长期成长性。 风险提示: 证券市场系统性风险; 行业竞争加剧风险; 证券业务恢复不及预期风险。

伊利股份 (600887): 2023 半年度业绩点评: 需求弱复苏, 静待改善

考虑到 23H1 公司液奶、奶粉业务承压, 我们下调 23-25 年收入预期至

1293/1391/1503 亿元（此前预期为 1355/1483/1617 亿元），同比 +5%/8%/8%，下调归母净利润预期至 101/117/134 亿元（此前预期为 110/128/149 亿元），同比+7%/16%/15%，对应 PE 分别为 17/14/13x，维持“买入”评级。

东土科技（300353）：2023 年中报点评：OS 国产化加速可期，智能控制器增速亮眼

盈利预测与投资评级：公司是国产嵌入式实时 OS 龙头，产品自主可控、性能国内领先；同时，公司智能控制器相关业务快速增长，与 OS 二者相互协同。随着嵌入式实时 OS 国产化速度加快和公司产品逐步进入专用和民用领域，我们预计公司营收有望迎来加速增长。基于此，我们维持 2023-2025 年归母净利润预测为 1.08/1.76/2.59 亿元，维持“买入”评级。风险提示：政策推进不及预期；生态建设不及预期；技术研发不及预期。

锦江酒店（600754）：2023 年中报点评：大陆业务超越疫情前，Q3 旺季指引仍乐观

盈利预测与投资评级：锦江酒店作为中国第一大酒店连锁集团，品牌、运营和管理持续赋能网络扩张。背靠锦江国际协同整合资源，在疫情期间作为龙头逆势扩张，市场格局显著向好，旅游市场复苏带动公司盈利能力快速恢复。考虑海外业务亏损超预期，调整公司 2023-2025 年盈利预期，归母净利润分别为 14.14/20.07/25.93 亿元（前值 15.12/21.65/29.47 亿元），对应 PE 估值为 30/21/17 倍，维持“买入”评级。风险提示：需求恢复不及预期，行业竞争加剧，门店增长不及预期等

传音控股（688036）：2023 年中报业绩点评：智能机业务快速放量，多元化布局带来长期成长空间

Q2 单季业绩创历史新高，盈利能力持续提升：2023 上半年，公司实现营收 250.3 亿元，同比增长 8.3%，归母净利润 21.0 亿元，同比增长 27.1%，扣非归母净利润 17.7 亿元，同比增长 23.5%；其中二季度单季营收 157.6 亿元，同比增长 30.7%，归母净利润 15.8 亿元，同比增长 83.9%，扣非归母净利润 14.7 亿元，同比增长 102.5%。智能机快速增长，2023H1 智能机业务实现营收 230.02 亿元。23Q2 单季营收与净利润创历史新高，且归母净利润近六个季度以来首次恢复同比正增长，主要原因在于新兴市场国家整体经济环境略有改善，公司持续开拓新兴市场、推进产品升级，总体出货量有所增长（根据 Canalys 数据，23Q2 传音手机出货量 2270 万部，同比增长 22%，跃居全球前五），同时公司致力于产品结构持续升级以及成本优化，盈利能力得到提升。“AI+”赋能智能终端，传音生态迎来新机遇：1）移动互联网业务：AppsFlyer 显示，公司移动互联网表现全球增速第二。OS 系统市场空间广阔；第三方 APP 的 MAU 大幅提高；AI 助手终极入口再中心化，新产品实现 ChatGPT 交互；2）扩品类业务：采取差异化策略，多品牌共同发展，开展立体化多维度业务；3）智能领域创新：传音数字人落地，智能语音助手开启本地化 AI 内容服务生态，赋能“AI+公司产品”融合。未来在 OS 系统营收大增背景下，第三方 APP 有望快速变现，同时“AI+”赋能智能终端，软硬结合构建传音生态，带来广阔的盈利成长空间。盈利预测与投资评级：我们看好公司手机业务快速发展，以及产品结构持续升级带来盈利能力的提升等因素，维持此前 23-25 年盈利预测分别为 44/55/67 亿元，对应 PE 分别为 23/18/15 倍，维持“买入”评级。风险提示：汇率风险、政策波动风险、市场竞争激烈

宏观策略

宏观点评 20230830: 地产松绑: 广州的“第一枪”, 谁来接棒?

今天广州的地产松绑政策的“第一枪”应该说是既“符合预期”也“超预期”。符合预期的是我们在7月底的报告《地产政策最新调整的五个关键问题》中就曾说明本轮一线地产松绑会遵循“数据越差、力度越大”的规则，广、深会最早放开。不过，“超预期”的是政策的步子确实更大，广州没有出现“一区一策”的犹豫，而且在“认房不认贷”上更加彻底——只要在广州无房就可考虑执行首套信贷政策。我们预测中国房地产政策还会继续转向，对于深、北、上的松绑节奏和政策力度，我们不妨更加乐观一点。“第一枪”缘何是广州？我们认为其城市能级与地产需求现状是主因：一方面，在本轮“房住不炒”缺席的地产供求关系新形势下，二线城市经历去年至今地方层面多次放松后需求恢复仍不显著，政策调控的主场正来到一线城市，广州的“第一枪”也与“724”政治局会议后四大一线城市的跟进表态相呼应，反映当前地产背景下一线城市“领头示范”作用的必要性。另一方面，顺着“数据越差、政策力度越大”的线索，广州在四大一线城市中率先行动“并不意外”。我们曾在之前的报告中提到：本轮政策的改变将会受到数据表现的影响，从地产销售的量价来看，广州和深圳的压力无疑更大，上海地产的韧性相对较高。而时隔一个月后，一线城市内的地产格局分化程度有增无减，广州房价连续两个月同比及环比均处负区间，凸显政策出手的紧迫性。值得注意的是政策力度的“一步到位”。本次广州“认房不认贷”政策并未限定区域，也就意味着在官方不做进一步相关调整情况下，政策调控将在包括核心城区的广州全域落地，而非“一区一策”式的调整。若后续三个一线城市北、上、深均遵循该模式，那么本轮地产调控的刺激效果很可能是超预期的。后续谁会跟进？预计重点二线城市及余下三个一线城市均会陆续跟进调整，一线城市的顺序很可能是深圳>北京>上海。我们统计了“724”政治局会议后各地方的地产政策落实情况，其中二线城市的限购限售解绑较多，考虑到上周五三部门推动“认房不认贷”政策落地，我们有理由相信在今天广州政策响应的催化下，众多执行严格限购及二套房认定的二线城市将紧随调整。政策密集落地期要来了？近期多家国有及股份银行就存量房贷利率调降集中表态，我们认为央行对各行一段时间以来“指导性”准备工作可能接近尾声，存量房贷降息或即将落地。在市场化、法制化原则下，调降幅度预计还是以不同支行、不同客户的情况制定，但无论如何均会使居民减负、提振信心。楼市“金九银十”即将到来，当下或是地产政策集中落地形成合力的最佳窗口期。风险提示：地产政策出台时间不及预期；政策定力超预期；出口超预期萎缩。

(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%，同比降幅持续收窄。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%)；氦气价格下探，周均价 1218 元/瓶 (环比-0.08%)；氖气周均价 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

固德威 (688390)：2023H1 点评：功率上行带动盈利提升，新业务逐步贡献增量

投资要点 事件：公司发布 2023 年半年报，2023H1 营收 38.1 亿元，同增 163%；归母净利润 7.4 亿元，同增 1256%；扣非归母净利润 7.4 亿元，同增 1451%；毛利率为 35.6%，同增 6.4pct。其中 2023Q2 营收 21.0 亿元，同环增 161%/22%；归母净利润 4.0 亿元，同环增 794%/20%；扣非归母净利润 4.1 亿元，同环增 861%/23%；毛利率为 32.7%，同增 4.3pct，环降 6.4pct，业绩符合市场预期。 储能出货单台功率上行提升价值量及盈利、电池包贡献新增量。公司 2023H1 储能逆变器营收约 11.4 亿元，占比约 30%，出货约 11.94 万台，同增 70%+；其中

2023Q2 出货约 5.6 万台，台数环降约 11%，但单台功率提升至 10kw，环增 16%，带动单台价格升至 1 万元，换算为单瓦价格环降约 5%，我们预计毛利率环降约 2-3pct；预计 2023 年全年储能出货达 20-30 万台，同增 40%+；2023H1 储能电池营收/出货约 6.8 亿元/0.24GWh，其中我们预计 2023Q2 出货约 0.13GWh，环增 20%，全年我们预计营收约 20 亿元，毛利率维持 20%+。2023Q2 并网出货环比略降、新业务逐步放量。公司 2023H1 并网逆变器营收约 15 亿元，占比约 40%，出货约 30 万台，同增 80%+，其中 2023Q2 营收约为 8 亿元、出货约 14.6 万台，环降 5%，工商业及地面出货占比提升使得单台功率升至 25kw，环增约 39%，带动单台价格提升至 5500 元，环增约 20%，我们预计毛利率环降约 3pct。我们预计 2023 年全年并网出货 80 万台左右，同增 70%+；2023H1 户用系统营收约 3.6 亿元，2023Q2 开始逐步放量，实现营收约 3 亿元，环比约翻 5 倍增长，2023 年公司预计出货 1GW，营收约 30 亿元，逐步贡献业绩增量。期间费率大幅下降、存货略有提升。2023Q2 公司期间费率 8.97%，环降约 6pct，主要系汇兑收益带动财务费率环降 5.3pct，2023H1 经营性现金流为 7.06 亿元，较去年同期增 7.41 亿元；2023Q2 末存货/合同负债分别为 17.7/3.5 亿元，存货主要系含 4 亿元未确收户用电站。投资建议：考虑欧洲库存压力影响储能出货放缓，我们预计 2023-2025 年归母净利润为 16.3/24.7/33.5 亿元（2023-2025 年前值为 18.9/28.6/37.9 亿元），同增 151%/51%/36%，考虑公司储能业务规模扩张，给予 23 年 25 倍 PE，对应目标价 235 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）

牧高笛（603908）：2023 年中报点评：高基数下品牌增速放缓，代工业务仍承压、但汇率贬值促毛利率提升

投资要点 公司公布 2023 年中报：23H1 营收 8.60 亿元/yoy-0.84%、归母净利润 0.97 亿元/yoy-14.28%。分季度看，23Q1/Q2 营收分别同比 +4.81%/-5.12%、归母净利分别同比-21.47%/-10.81%，Q2 收入增速转负主要系高基数下国内品牌业务增速放缓、叠加外销代工承压所致，受益于汇率波动、代工毛利率提升促归母净利降幅缩窄。Q2 高基数下大牧增速放缓，外销代工降幅缩窄。1) 大牧：23H1 收入 3.93 亿元/yoy+25.11%/占比 46%，其中电商/线下渠道收入分别为 1.79/2.13 亿元、分别同比+22%/+27%。分季度看 23Q1/Q2 大牧收入分别同比 +82%/+7%，4 月以来在去年同期露营高基数下增速放缓、但仍保持正增长。2) 小牧：23H1 收入 3325 万元/yoy+7.13%/占比 3.9%，其中直营/加盟收入分别为 978/2347 万元、分别同比-17%/+22%，截至 23H1 末小牧门店共 204 家(直营 22+加盟 182 家)、同比净关 9 家(直营/加盟分别-5/-4 家、yoy 分别-19%/-2%)，收入增长主要系线下场景修复后单店店效提升贡献。分季度看 23Q1/Q2 收入分别同比-1.5%/+19.8%，增速逐季回升。3) 外销：23H1 外销收入 4.32 亿元/yoy-17%/占比 50%，分季度看 23Q1/Q2 外销收入分别同比-20%/-14%，受外需降温影响代工业务仍承压、但降幅环比收窄。汇率贬值及业务结构变化促毛利率提升，销售费用率上升拖累净利率。1) 毛利率：23H1 同比+1.12pct 至 28.39%，具体受到如下因素影响：①外销代工受益于人民币贬值、毛利率同比提升+4.92pct；②由于竞争加剧、入门露营产品占比提升，品牌业务毛利率同比-5.72pct；③高毛利品牌业务营收占比由 22H1 的 40%提升至 50%拉升整体毛利率。分季度看，Q1/Q2 毛利率分别同比 +1.00/+1.30pct，呈逐季改善。2) 期间费用率：23H1 同比+3.51pct 至

13.73%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别+3.2/+0.4/-0.3/+0.2pct至7.3%/5.1%/1.5%/-0.1%。分季度看 23Q1/Q2 期间费用率分别同比+3.74/+3.24pct，其中销售费用率分别同比+3.4/+3.2pct、主要因公司品牌业务线上营销投入及品牌推广所致。4)归母净利率：综合上述变化，以及公允价值变动同比增长、资产减值损失同比减少，归母净利率 23H1 同比-1.77pct 至 11.28%、Q2 同比-0.97pct 至 13.18%。4) 存货：23H1 末存货 5.30 亿元/yoy-0.96%、库存规模持平略降，存货周转天数同比+27 天至 179 天。5) 现金流：23H1 经营活动现金流净额 2.07 亿/yoy+322%、现金流表现较好；23H1 末货币资金 1.84 亿元/yoy+13.34%。盈利预测与投资评级：公司为国内露营装备生产和品牌商，20 年以来在疫情影响长途出行、露营热度大涨下业绩快速增长。23 年以来，国内品牌业务在经历前期爆发式增长后增速逐季放缓，但公司持续丰富产品矩阵，布局汽车露营、水系露营等产品，拓展露营场景，仍维持正增长；代工业务受外需降温影响、收入承压下滑但 Q2 降幅有所收窄、订单压力预计在年内仍延续，但受益于人民币贬值盈利能力有所提升。长期看国内露营行业渗透率仍具较大提升空间，公司作为行业龙头具备品牌、产品、渠道优势，有望持续分享行业红利。23 年 8 月公司发布员工持股计划，23/24/25 年度大牧营收同比增速分别不低于 30%/23%/19%、或大牧净利率分别不低于 8%/9%/9%，锚定品牌业务长期快速发展。考虑到外销代工业务承压，我们将 23-25 年归母净利润由 1.6/2.3/2.7 亿元下调至 1.5/2.0/2.5 亿元、对应 PE 为 18/14/11X，维持“买入”评级。风险提示：汇率波动，外需疲软，露营热度降温等。

(证券分析师：李婕 证券分析师：赵艺原 研究助理：郝越)

亚星锚链 (601890)：2023 年中报点评：业绩实现大幅增长，系泊链新接订单加速放量

事件：公司发布 2023 年中报。收入端实现大幅增长，海工系泊链新签订单加速放量 2023H1 公司实现营业收入 10.13 亿元，同比+53%；其中 Q2 为 5.24 亿元，同比+70%，加速放量。分产品来看：1) 船用链及附件：2023H1 实现收入 6.54 亿元，同比+46%，收入占比为 64.60%，同比-3.25pct；2023H1 实现销售 64403 吨，同比+37%，船舶锚链业务实现稳健增长；2) 系泊链：2023H1 实现收入 3.37 亿元，同比+105%，收入占比为 33.25%，同比+8.43pct；2023H1 实现销售 20397 吨，同比+75%，系泊链业务加速增长。2023H1 公司承接订单 9.23 万吨，同比+18%，其中船用锚链订单 6.92 万吨，同比+14%；海洋石油平台系泊链订单 2.31 万吨，同比+86%，新签订单旺盛，系泊链订单加速增长。往 2023H2 和 2024 年来看，随着相关订单陆续交付、确认收入，公司收入端有望延续高速增长。毛利率上行&公允价值变动等增厚利润空间，2023H1 净利率明显提升 2023H1 公司归母净利润和扣非归母净利润分别为 1.10 和 0.84 亿元，分别同比+88%和+37%，其中 Q2 分别为 0.51 和 0.39 亿元，分别同比+60%和+25%。2023H1 销售净利率和扣非销售净利率分别为 11.13%和 8.31%，分别同比+2.22pct 和-0.99pct。1) 毛利端：2023H1 销售毛利率为 26.48%，同比+2.34pct，明显提升，我们判断一方面系产品结构优化、产品均价有一定提升；另一方面系成本端有一定下降；2) 费用端：2023H1 期间费用率为 14.52%，同比+3.90pct，明显提升，其中销售、管理、研发和财务费用率分别同比+0.56、-1.69、+0.85、+4.19pct，财务费用率大幅提升，主要系 2023H1 汇兑损失同比增加 2114 万元，利息收入同比减少 534 万元，对利润端表现产生明显负面作用。3) 2023H1 公司公允价值变动

净收益为 1927 万元，2022H1 为 -252 万元；2023H1 投资净收益为 989 万元，2022H1 为 -373 万元，均对净利端表现产生明显正向推动作用。传统主业处在上行周期，漂浮式海上风电需求打开成长空间 1) 船舶锚链：2023H1 全国船舶新接订单 3767 万载重吨，同比+68%，船舶行业需求旺盛，公司船舶锚链有望深度受益。2) 海工系泊链：一方面，公司系泊链将充分受益于海工行业景气上行与深远海油气开发；另一方面，漂浮式海上风电产业化快速推进，2022 年底中电建海南万宁百万千瓦漂浮式海上风电项目正式开工，规划总装机 1GW，我们预计 2025 年全球漂浮式风电系泊链市场规模将达 28 亿元，2031 年有望达到 171 亿元，2022-2031 年 CAGR 高达 54%。公司先发优势较强，已成功中标国内大部分示范性漂浮式海上风电项目，将充分受益漂浮式风电 0 到 1 突破。盈利预测与投资评级：考虑到海工系泊链旺盛需求，我们调整 2023-2025 年公司归母净利润分别为 2.35、3.20 和 4.15 亿元（原值 2.29、3.04 和 3.94 亿元），当前市值对应动态 PE 分别为 40、30 和 23 倍。考虑到船舶、海工业务景气上行，以及漂浮式风电成长空间，维持“增持”评级。风险提示：船舶、海工行业景气下滑、漂浮式风电产业化不及预期等。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：苏立赞）

厦门象屿（600057）：2023H1 业绩点评：下游制造业需求承压影响短期盈利，货量逆市攀升市占率提升

投资要点 事件：2023H1 公司实现营业收入/ 归母净利润/ 扣非归母净利润 2335.5/ 8.9/ 1.4 亿元，同比-8.1%/ -35.8%/ -91.2%；2023Q2，公司实现营业收入/ 归母净利润/ 扣非归母净利润 1044.0/ 3.45/ 0.90 亿元，同比-25.6%/ -62.1%/ -89.2%。非经常损益中包括公司套保损益等，故归母净利润更能反映实际情况。受下游大宗商品需求影响，公司 2023H1 业绩不及预期。产业需求不足，公司与制造业客户共同分担市场下行压力，影响利润率：2023Q2，公司毛利率为 1.36%，同比-0.97pct，主要是农产品板块毛利率降幅较大；销售净利率为 0.22%，同比-0.72pct；费用率较稳定，销售、管理、财务费用率为 0.42%/ 0.37%/ 0.44%，同比持平/+0.2pct/+0.3pct。交易货量持续增长，市占率逆市提升，油品、新能源供应链货量高增：2023H1，公司大宗商品经营货量达到 1.02 亿吨，同比增长 13.72%，其中，黑色金属货量同比+9.5%，谷物原粮货量同比+10%，煤炭货量同比+18.3%，油品供应链货量同比+229%，新能源供应链货量同比+115%。分业务看，农产品上半年受影响程度较大：2023H1，公司大宗商品经营业务营收 2249 亿元，同比-8.48%；毛利率为 1.47%，同比-0.56pct。其中，金属矿产/农产品/能化/新能源收入分别同比-13.7%/+9.7%/+1.9%/+9.0%，毛利率分别同比-0.19pct/ -3.23pct/ -0.65pct/ -0.33pct，农产品毛利率降幅大，新能源收入和毛利润都表现较好。2023H1 公司大宗商品物流业务收入为 34.2 亿元，同比-11.5%；毛利率为 11.3%，同比-0.47pct。客户结构不断优化，蒙煤、铝土矿、光伏等国际业务高增：2023H1，公司活跃客户数量达到 9886 家，较去年同期增加 453 家，其中新能源供应链制造业客户服务量占比 90%以上，黑色金属、铝、煤炭、谷物原粮供应链制造业客户服务量占比 60%以上。公司大力发展国际化业务，业务总额约 155 亿美元，同比增长 41%；蒙煤通关量同比增加超 240%，铝土矿直采进口量同比增长 7 倍，光伏产品出口收入为去年同期 21 倍。盈利预测与投资评级：公司是国内大宗商品供应链龙头企业，在员工激励、物流网络等方面领先行业，近年来市占率持续提升。考虑上半年公司利润受下游大宗商品需求不足影响，我们将公司 2023~25 年归母净利润从 34.6/ 42.2/ 49.2 亿元下调至 18.0/ 26.3/ 30.4 亿元，同比-32%/

+46%/+16%，对应8月29日收盘价为10/7/6倍PE估值，考虑公司市盈率处于历史较低位置，维持“买入”评级。风险提示：下游需求恢复不及预期，新业务扩张不及预期等。

(证券分析师：吴劲草 证券分析师：阳靖)

华中数控(300161): 2023年中报点评: Q2业绩扭亏为盈, 看好产品高端化

数控系统&机器人业务稳健增长, Q2公司实现扭亏为盈 2023H1公司实现营业收入8.9亿元, 同比+41.4%。其中Q2实现营业收入5.3亿元, 同比+39.1%。具体分产品看: (1)数控系统与机床实现收入3.7亿元, 同比+30.4%。在机床行业复苏不及预期的背景下, 公司数控系统收入仍保持稳健增长, 我们判断主要系: ①利用国家重大专项为契机, 公司高端五轴数控系统成功切入汽车及零部件、激光加工等领域, 为重点企业进行批量配套; ②在中档、普及型数控系统领域, 公司采取“高打低”策略, 利用高性价比的产品配置获得竞争优势, 持续推进并稳步提升销量。(2)工业机器人及智能产线实现收入4.8亿元, 同比+54.6%, 公司机器人业务持续高速增长, 我们判断主要系: ①公司机器人在3C、小家电、厨卫等行业批量运用, 并且在焊接、民爆市场取得进步和突破; ②上半年工业协作机器人系列CR605、CR607成为爆款产品成功批量化打入市场; ③公司加大智能产线在欧美市场的开拓力度, 并积极进军储能电池领域。(3)新能源汽车配套实现收入0.11亿元, 同比+251%, 公司新能源车配套业务实现较高增速, 我们判断主要系国内场地电动车需求显著增加, 叠加现有整车更新换代需求, 带动公司相关订单增加。2023H1公司实现归母净利润-0.35亿元, 去年同期为-0.49亿元, 亏损幅度收窄; 扣非归母净利润-1.0亿元, 去年同期为-0.97亿元。其中Q2单季度实现归母净利润0.03亿元, 去年同期为-0.07亿元, 同比扭亏为盈; 扣非归母净利润-0.42亿元, 去年同期为-0.36亿元。2023H1公司净利率同比提升6.6pct, 看好未来盈利能力持续提升 2023H1公司综合毛利率为30.3%, 同比+1.1pct, 其中数控系统与机床业务毛利率为36.5%, 同比+4.9pct, 我们判断主要系高端五轴数控系统收入占比提升&规模效应显现, 带动盈利能力显著提升; 机器人与智能产线业务毛利率为54.6%, 同比+0.4pct。2023H1公司销售净利率为-4.6%, 去年同期为-11.1%, 同比+6.6pct, 我们判断主要系综合毛利率提升&期间费用控制良好。2023H1公司期间费用率40.8%, 同比-7.7pct, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别为9.3%/9.3%/20.7%/1.5%, 同比分别-2.9/-2.9/-1.5/-0.5pct。随着公司产品竞争力不断加强, 内部管理不断精细, 降本增效趋势下看好公司净利率加速转正。定增加码高端五轴数控系统&工业机器人, 强化公司核心竞争力 2023年3月14日公司公告, 计划定增募集配套资金10亿元, 主要用于: 1)工业机器人技术升级和产业化基地建设项目(一期): 项目建成后将形成年产20,000套工业机器人的生产能力。2)五轴数控系统及伺服电机关键技术与产业化项目(一期): 预计实现年产1,200套五轴加工中心数控系统、500套五轴车铣复合数控系统、300套五轴激光数控系统、2,500套专用五轴数控系统、25万台伺服电机、5万台直线电机的生产能力。2022年公司高端五轴数控系统产销已突破1000台套, 随着产能充分释放, 公司数控系统产品结构将持续改善。盈利预测与投资评级: 考虑到机床行业逐步复苏、进口替代进程加速的影响, 我们维持公司2023-2025年归母净利润分别为1.07/1.80/2.98亿元, 当前股价对应动态PE分别为85/50/31倍, 维持“增持”评级。风险提示: 下游复苏不及预期风险, 市场竞争加剧风险、技术研发风险。

(证券分析师: 周尔双 证券分析师: 罗悦)

中信证券(600030): 2023年中报点评: 投行业务增速显著, 行业龙头将充分受益政策红利

事件: 公司发布 2023 半年报, 实现营业收入 315 亿元, 同比-9.70%; 归母净利润 113 亿元, 同比+0.98%; 归母净资产 2,131 亿元, 较年初+0.62%。投资要点 自营业务表现亮眼, 投行业务稳健增长: 1) 市场逐步回暖, 自营业务表现亮眼。23H1, 上证指数/创业板指/沪深 300 涨跌幅分别为+3.65%/-5.61%/-0.75%, 市场较 22H1 回暖, 公司自营收入同比+22%至 115 亿元(占比营收 37%), 我们预计主要系 2023 上半年公司债券投资收益表现较好, 且 2022 年市场震荡, 自营收入基数较低, 同比增速更为显著, 该项业务收入仍为公司业绩主要支撑点。2) 投行业务仍然领先。据 Wind, 23H1 市场 IPO/再融资/债承规模分别同比-33%/+7%/-4%至 2,097/4,246/135,250 亿元; 公司 IPO/再融资/债承规模分别同比-62%/+62%/+2%至 331/1,257/8,532 亿元, 市占率分别为 16%/28%/6%, 三项均位列市场第一位。受益于全面注册制及公司稳定的投行业务表现, 2023H1 公司投行业务收入同比+11%至 38 亿元(占比营收 12%)。资管业务相对低迷, 证券业务表现不佳: 1) 资管规模缩减影响资管收入。截至 23H1, 受 2022 年市场波动影响, 投资者风险偏好显著降低, 资金短期化趋势也愈加明显。23H1 公司资管业务净收入同比-9%至 50 亿元(占比营收 16%), 子公司华夏基金(参股比例 62.2%)净利润同比+1.59%至 11 亿元; 我们预计资管业务收入下滑主要原因为业务规模下降、业绩报酬降低。2) 市场成交量恢复较慢, 经纪及两融业务表现不佳。①2023H1 市场日均股基交易额同比+1%至 10,550 亿元, 公司经纪业务净收入同比-10%至 53 亿元(占比营收 17%)。②受代理买卖证券款、卖出回购金融资产款利息支出增加影响, 且两融利息收入下滑, 公司利息净收入同比-22%至 21 亿元(占比营收 7%)。行业利好政策频出, 头部机构优先受益: 1) 证券交易经手费及印花税调降, 助力提振市场交易活跃度。2023/8/18, 证监会宣布降低证券交易经手费, 沪深北交易所宣布 2023/8/28 起实施, 降幅达 30%-50%; 且财政部公告自 2023/8/28 起, 证券交易印花税实施减半征收。中信证券率先响应, 宣布自 2023/8/28 起, 在原有基础上对存量投资者交易佣金(含规费)统一下调, 将政策效果传导至投资者, 助力活跃市场, 远期来看有望驱动公司成交额提升、业绩增长。2) 优质券商资本约束明确放宽, 经营杠杆上限有望提升。2023/8/18, 证监会确定活跃资本市场、提振投资者信心一揽子政策措施, 明确将优化证券公司风控指标计算标准, 适当放宽对优质证券公司资本约束, 指标优化有望提升券商杠杆上限, 促进资金业务扩张和 ROE 提升, 中信各项业务综合实力强劲, 我们预计其将优先享受政策红利, 推动公司经营效率及中长期估值中枢提升。盈利预测与投资评级: 资本市场改革持续优化, 宏观经济逐渐复苏, 头部券商控制风险能力更强, 能更大程度的享受政策红利, 中信证券作为龙头券商有望抓住机遇强者恒强。当前经济环境仍在恢复, 交投不活跃可能影响公司资管及证券业务, 所以我们下调对公司的盈利预测, 2023-2025 年的归母净利润为 234/273/322 亿元(前值为 250/284/325 亿元), 对应 2023-2025 年 PB 为 1.39/1.32/1.25 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 行业市场竞争加剧风险, 证券市场恢复不及预期风险。

(证券分析师: 胡翔 证券分析师: 朱洁羽 证券分析师: 葛玉翔)

天奈科技(688116): 2023年中报点评: 业绩符合市场预期, 产品结构持续改善

投资要点 Q2 营收利润符合预期，同比下滑增速放缓。公司 H1 营收 6.4 亿元，同比减少 32%，归母净利 0.9 亿元，同比减少 56%；其中，Q2 营收 3.6 亿元，同环比-21%/+30%，归母净利 0.5 亿元，同环比-52%/+26%，扣非净利 0.4 亿元，同环比-55%/+36%；Q2 毛利率 32%，同环比-2.4pct/+1.1pct，归母净利率 13.8%，同环比-8.8pct/-0.4pct，相比 Q1 下滑增速放缓，业绩符合市场预期。Q2 出货环增 30%，Q3 预计环增 10-20%，全年出货超 6 万吨。公司 Q2 出货 1.5 万吨，同环均增长 30%左右，下半年看，客户计划采购量超 3.6 万吨，其中中创新航的需求高增，Q3 预计环比增长 10-20%，全年出货预计 6-6.5 万吨，同增 30-40%。产能方面，公司 23 年年中具备产能 6.2 万吨，随着 IPO 募投项目的达产、常州一期 5 万吨建成，年底产能预计达 8-9 万吨，还将筹建美国 1 万吨，欧洲 0.3 万吨等海外产能，碳管龙头地位稳固。Q2 单吨盈利环比持平，随着产品结构优化，H2 预计持续改善。公司 Q2 单吨价格 2.8 万元(含税)，环比微降，单吨扣非净利 0.3 万元，环比基本持平，虽一代产品占比提升至 50%，但非比亚迪客户开始起量，下游客户结构进一步优化，盈利基本保持稳定。下半年看，随着二三代产品占比逐步恢复，新设备成本优势开始体现，H2 单吨盈利预计进一步改善，全年单吨利润预期 0.3-0.4 万元/吨左右。单壁碳管即将放量，布局新型正极贡献新增长点。单壁碳管性能更优，适配硅碳负极，有望在 4680/半固态等领域放量。公司加快 2 万吨单壁导电浆料+500 吨单壁材料产能建设，目前产能 10 吨左右，预计 24 年可实现大批量量产，开始贡献利润。此外公司与锦源晟合作开发出将碳管生长在铁锂/锰铁锂中的高电导新型正极，一期规划 2 万吨新型铁锂正极，预计 24 年 Q1 开始形成产能，随着快充/锰铁锂电池的放量，未来有望成为新增长点。盈利预测与投资评级：由于行业竞争加剧后盈利能力承压，我们下调公司 23-25 年归母净利润预测至 2.7/3.8/5.4 亿元（原预测为 4.5/6.4/9 亿元），同比-36%/+40%/+42%，对应 PE 34/24/17x，考虑到公司作为碳管龙头，产品结构持续改善盈利逐步修复，维持“买入”评级。风险提示：产能建设速度不及预期，需求不及预期，行业竞争加剧。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕
证券分析师：岳斯瑶）

振华新材（688707）：2023 年中报点评：Q2 业绩低于预期，下半年单吨利润有望恢复

投资要点 2023 年 H1 公司实现归母净利润-0.36 亿元，同比下降 105.37%，业绩低于市场预期。2023 年 H1 公司营收 32.58 亿元，同比下降 40.11%；归母净利润-0.36 亿元，同比下降 105.37%；扣非净利润-0.35 亿元，同比下降 105.39%。2023 年 Q2 公司实现营收 12.52 亿元，同比下降 56.24%，环比下降 37.59%；归母净利润-1.06 亿元，同比下降 132.89%，环比下降 250.67%，扣非归母净利润-1.07 亿元，同比下降 133.64%，环比下降 249.41%。23Q2 出货 0.6 万吨左右，受下游去库影响同环比下滑，Q3 起需求逐步恢复。出货端来看，上半年出货 1.25 万吨左右，同减 40%以上，其中 23Q2 出货 0.6 万吨左右，同比下滑 40%，环比下降 8%左右，主要系下游客户去库导致需求不及预期，公司 7-9 月排产逐步恢复，单月排产达 4000 吨左右，我们预计 Q3 出货 1 万吨左右，全年出货预计达到 3.5 万吨，同比下降 20%左右。公司以单晶三元为主，目前高镍收入占比达 4 成，后续也将开发高镍多晶产品，完善产品布局，开发下游市场。碳酸锂波动导致 23Q2 毛利率转负，下半年预计恢复至正常水平。盈利端来看，公司上半年单吨利润-0.3 万元左右，其中 Q1 单吨净利 1 万/吨左右，Q2 单吨利润-

1.7万元左右，环比大幅下降，主要系4-5月碳酸锂价格快速下跌导致公司生产成本较高，且产能利用率下降导致固定成本摊销提升所致，公司Q2毛利率-5.7%，对应单吨毛利-1.1万元左右，我们预计下半年单吨盈利有望恢复至0.5-1万/吨，全年单吨利润达0.3-0.5万/吨。钠电正极独供宁德，预计Q3实现规模化量产。上半年公司钠电正极已实现百吨级销售，第一大客户占比超70%，作为宁德的独家供应商，产品已搭载在A00级汽车上；8月开始实现连续批量生产，规模化量产预计Q3实现，我们预计全年出货有望达1000吨，24年有望贡献万吨级别出货，提供第二增长极。盈利预测与投资评级：考虑上半年出货及单吨利润不及预期，我们下修公司23-25年归母净利润至1.4/5.3/7.0亿元（原预期为8.2/11.2/15.2亿元），同比-89%/+281%/+33%，对应PE为77x/20x/15x，考虑钠离子电池放量在即，维持“买入”评级。风险提示：电动车销量不及预期，钠离子电池进展不及预期。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕
证券分析师：岳斯瑶）

国芯科技(688262): 2023年中报点评: 短期业绩承压, 车载MCU全方位布局蓄力长期成长

事件: 公司发布2023年半年报 产品全面布局扩张期, 公司业绩短期承压: 2023年上半年公司实现营收2.2亿元, 同比上升5%, 实现归母净利润-0.4亿元, 同比下降161%; 报告期内由于竞争剧烈产品价格下调, 晶圆等生产成本增加, 公司业务收入毛利率下降, 2023H1业务收入平均毛利率为26%, 同比减少28个百分点; 公司上半年为扩大核心竞争力, 扩充销售和研发团队人员, 导致三费均有大幅度增加, 其中研发费用1.1亿元, 同比增长92%。汽车电子芯片产品全方位布局, 头部客户数量持续增加: 公司上半年加强汽车电子芯片产品覆盖, 在汽车车身和网关控制芯片、动力总成控制芯片、域控制芯片等7条产品线完成系列布局, 同时积极开发线控底盘芯片、仪表芯片、安全气囊芯片等5类新产品, 完善产品矩阵, 截至2023年上半年公司量产项目13个, 新开发项目56个, 长期增长未来可期。报告期内公司聚焦头部客户推广, 以MCU+的模式为客户解决“套片”方案式需求, 成功切入包括比亚迪、奇瑞、吉利等多家知名车企供应链, 与超30家Tier1厂商合作。目前公司汽车电子和工业控制业务在手订单金额0.7亿元, 下半年相关营收有望逐步改善。云应用芯片产品持续升级, 加速国产替代进程: 边缘计算方面, 公司H2040和CCP1080T已经完成芯片测试进入市场推广。Raid芯片方面, 公司是国内Raid芯片领先厂商, 第一代Raid芯片及其产品已实现量产, 第二代更高性能的Raid芯片研发进展顺利, 有望到达国际领先水平, 助力拓展AI服务器市场。云安全领域, 公司云安全系列高速密码芯片具有行业先进地位, 未来将继续围绕云安全芯片的核心部件安全引擎控制模块SEC研发攻关。公司目前信创和信息安全业务的在手订单0.6亿元, 边缘计算和人工智能在手订单4.1亿元, 在手订单充足, 下半年有望保持高速增长, 继续成为支撑公司业绩的核心点。盈利预测与投资评级: 公司当前车载MCU及云应用芯片等产品处于品类拓张、产品升级期, 研发投入较高, 基于此, 我们下调对公司2023-2024年盈利预测, 新增2025年盈利预测, 预计23-25年归母净利润分别为0.6/1.3/1.9亿元(23-24前次预测值为2.84/4.65亿元), 对应23-25年PE分别为172/78/51倍; 当前车载MCU国产替代空间大, 公司全力推进高端产品研发与客户导入, 中短期受限于产品高研发投入利润释放速度放缓, 但公司长期成长空间广阔, 基于此, 维持“买入”评级。风险

提示：下游客户需求不及预期；产品研发进展不及预期；新产品客户拓展不及预期。

（证券分析师：马天翼 研究助理：王润芝）

扬杰科技（300373）：2023年中报点评：短期业绩承压，长期看好产品结构优化+海外市场布局

事件：公司发布 2023 年中报 23H1 业绩不及预期，“研发+渠道+成本管控”并举，夯实长期增长。23H1，公司实现营收 26.3 亿元，YoY -11%，归母净利润 4.1 亿元，YoY -30%；23Q2，公司实现营收 13.1 亿元，YoY -14%，归母净利润 2.3 亿元，YoY -26%，QoQ +26%。公司业绩短期承压，主要系消费、工业等领域需求疲软，叠加高毛利的海外业务占比下降、低毛利的新能源业务占比提升等影响所致。市场景气度低谷期，公司持续推进降本增效，23Q2 毛利率承压 QoQ -1pct 背景下，净利率 QoQ +4pct，作为老牌功率器件厂商，长期看好其产品结构优化、海外渠道布局、成本管控能力。持续优化产品结构，研发 IGBT 模块、SiC MOS 等新品。IGBT 模块方面，新能源汽车领域 PTC 用 1200V 系列单管已大批量交付客户，同时针对新能源汽车控制器成功研制 750V/820A IGBT、750V/400A SiC 三相桥大电流、高可靠功率模块。SiC 方面，SiC 二极管、MOS 累计出货量突破 10kk、1kk，公司自主开发的 HPD、DCM 全碳化硅主驱模块将在 23 年完成 A 样试制，目前已获多家 Tier1 和终端车企的测试及合作意向，计划于 25 年完成全国产主驱碳化硅模块的批量上车。布局“YJ+MCC”海内外双品牌，发行 GDR 拓展海外渠道。公司布局“YJ+MCC”海内外双品牌，已在美国、韩国、日本、印度、新加坡等地设立 12 个销售和技术服务中心，23 年完成 GDR 发行，并在越南增设子公司美微科（越南）有限公司，建设越南生产基地、打造海外供应能力。同时有“东南亚国家建设封装测试生产线”、“建设海外研发中心和建立全球销售及售后服务网络”募投项目在建，未来，海外市场逐步完成去库存后，公司有望凭借海外渠道、品牌优势，加速海外市场渗透。盈利预测与投资评级：消费、工业等下游领域复苏不及预期，海外市场尚处去库存阶段，基于此，我们下调对公司的盈利预测，预计 23-25 年归母净利润为 9.1/12.4/16.1 亿元（前次预测值为 12.2/14.6/16.7 亿元），当前市值对应 PE 分别为 21/15/12 倍，维持“买入”评级。风险提示：功率半导体市场竞争加剧的风险；下游需求不及预期的风险；代工产能增长不及预期。

（证券分析师：马天翼 研究助理：李璐彤）

保隆科技（603197）：2023年半年报点评：新老业务多点开花，股权激励助力长期发展

投资要点 公告要点：公司发布 2023 年半年报，业绩略超我们预期，2023 年 H1 实现营收 26.16 亿元，同比+26.8%，环比-3.6%；实现归母净利润 1.84 亿元，同比+194.3%，环比+21.4%；实现扣非归母净利润 1.46 亿元，同比+243.7%，环比+255.4%。2023 年 Q2 实现营收 14.3 亿，同比+30.2%，环比+20.5%；实现归母净利润 0.91 亿，同比+404.5%，环比-2.9%；实现扣非归母净利润 0.75 亿，同比+989.5%，环比+5.3%。基础业务+新业务双轮驱动，共同推动营收增长。公司空悬、传感器等新业务成长迅速，2023H1 分别实现营收 2.93/2.04 亿元，同比+598.41%/+48.75%。TPMS、气门嘴等成熟业务在高市占率基础上，持续扩展市场份额。新业务+底盘业务共同推动，2023H1 公司实现营收 26.16 亿元，同比增长 26.8%。TPMS+空悬放量拉低毛利率，规模效应带来费用率下降。2023H1 公司 TPMS 和空悬业务持续放量，其中 TPMS 业务实现营收 8.23 亿元，同环比+25.98%/+21.36%，空悬业务

同环比+598.41%/+37.74%。2023H1 公司实现费用率 19.35%，同环比-3.12pct/-0.27pct，核心因为公司营收同比增长 26.8%，营收大幅提升后有效摊薄期间费用率。股权激励再度加码，进一步增强公司内部凝聚力。2023H1 公司公布股权激励草案，考核标准为 23/24 年净利润较 22 年+50%/+100%、营收+20%/+60%。与 2021 年股权激励计划相比，本次计划拟向激励对象授予股数由 533.16 万股增长至 1071.3 万股，由总股本的 2.6%增长至 5.1%，授予激励对象共计 483 人，授予价格为 28.2 元/股、行权价格为 45.11 元/份。大范围的股权激励进一步的提升公司长效激励机制，使各方共同关注公司长远发展。盈利预测与投资评级：公司新产品、新项目逐步落地，下半年有望继续放量，经营业绩持续兑现，我们维持公司 2023-2025 年营收预测为 63.47/78.10/95.04 亿元，同比分别+33%/+23%/+22%；维持 2023 归母净利润预测为 3.84 亿元，上调 2024、2025 年归母净利润预测 5.53/6.55 亿元（原预测值 4.93/6.27 亿元），同比分别+79%/+44%/+18%，对应 PE 分别为 31/22/18 倍，维持“买入”评级。风险提示：下游乘用车需求复苏不及预期，新产品落地不及预期，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）

凯伦股份（300715）：2023 年半年报点评：经销渠道业务快速增长，防水涂料毛利率修复显著

投资要点 事件：公司发布 2023 年半年报。2023H1 公司实现营收 13.07 亿元，同比+41.89%；归母净利 5520 万元，同比+156.54%。其中，单 Q2 实现营收 8.00 亿元，同比+34.32%；归母净利 2083 万元，同比+61.11%。经销渠道加快开拓，收入端逐步修复。分产品看，23H1 防水卷材实现营收 8.32 亿元，同比增长 36.13%；防水涂料营收 3.17 亿元，同比增长 39.17%。公司积极推动渠道结构优化，继续大力发展经销商模式，通过渠道下沉，增加区域销售资源，大力拓展工业建筑、市政建筑、民用建筑广阔市场。防水涂料毛利率显著修复，研发投入持续增加。分产品看，23H1 防水卷材毛利率 26.50%，同比变动-1.54pct；23H1 防水涂料毛利率 31.85%，同比变动+12.38pct。期间费用率方面，23H1 销售/管理/研发/财务费用率分别同比变动+1.35/-5.12/+0.23/+1.93pct，其中管理费用率下降主要系去年同期股权激励股份支付所致；财务费用率增加主要系 23H1 利息支出增加而利息收入减少所致。23H1 公司继续加大研发投入，提升现有产品性能质量、扩充品类，拓展高分子防水材料应用场景。此外，23H1 公司计提信用减值损失 3087 万元。经营性现金流同比显著改善。23H1 公司经营活动产生的现金流量净额为-7761 万元，同比增长 76.39%，主要系 23H1 公司应收款项收回增加所致。1) 收现比：23H1 公司收现比 97.91%，同比变动-3.1pct，23H1 末公司应收账款及应收票据余额 21.19 亿元，同比增长 3.75%，远低于收入增速。2) 付现比：23H1 公司付现比 112.74%，同比变动-23.74pct。23H1 末公司存货余额 2.06 亿元，同比下降 28.04%；应付账款及应付票据余额 8.86 亿元，同比增加 9.65%。盈利预测与投资评级：公司在高分子防水卷材上差异化竞争，不断加大研发投入提升技术实力，随着防水标准提高，高分子防水卷材持续渗透，产品需求占比有较大提升空间。考虑到下游需求回暖及公司经销渠道开拓力度，我们维持预计公司 2023-2025 年归母净利润的预测为 1.43/2.39/3.49 亿元，对应 2023-2025 年 EPS 分别为 0.37/0.62/0.91 元，当前市值对应 2023-2025 年 PE 分别为 36X/22X/15X，维持“增持”评级。风险提示：房地产行业波动的风险；原材料价格剧烈波动的风险；行业竞争加剧风险；应收账款风险；股权质押风险。

（证券分析师：黄诗涛 证券分析师：房大磊）

证券分析师：任婕）

旭升集团（603305）：2023年半年报点评：持续推动多元化战略，海内外产能不断拓展！

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 23.60 亿元，同比+18.41%，环比-4.06%；实现归母净利润 3.94 亿元，同比+43.39%，环比-7.65%；实现扣非归母净利润 3.74 亿元，同比+49.46%，环比-7.30%。2023 年 Q2 实现营收 11.87 亿元，同比+18.54%，环比+1.21%；实现归母净利润 2.01 亿元，同比+29.90%，环比+4.26%；实现扣非归母净利润 1.90 亿元，同比+34.26%，环比+2.99%。持续拓展国内外市场，客户多元化战略逐步实现。公司在压铸、锻造、挤压三大主流铝合金成型工艺全面布局，完成“北美、亚太、欧洲”三大主流市场客户覆盖，在总体营收持续保持高增长的同时，第一大客户在 2021/2022/2023H1 的营收占比分别为 39.9%/34.4%/28.2%，逐步实现客户多元化战略。充裕在手订单拉动产能扩张，产能爬坡阶段导致毛利率下降。公司在报告期内获取多个知名车企集成化项目，在手订单充裕。推动国内 7/8/9/10 等工厂持续产能建设进程。Q2 因为在手订单爬坡阶段导致固定资产折旧以及产能利用率略微下降，使得毛利率环比-1.5pct，随着 Q3/Q4 订单逐步释放，毛利率有望逐步回升。打造全球供应链及服务体系，加速推进墨西哥制造基地进程。为了更及时、高效地服务北美大客户，23H1 公司新设立北美技术研发中心和墨西哥制造基地，积极推进全球化供应链及服务体系建设，提高企业核心竞争能力。盈利预测与投资评级：基于核心客户产量不及预期，我们下调公司 2023-2025 年营收预测为 55.03/79.80/107.73 亿元（前值为 66.85/95.06/123.58 亿元），同比分别+24%/+45%/+35%；下调 2023-2025 年归母净利润预测为 8.78/11.72/16.02 亿元（前值为 9.50/13.47/17.79 亿元），同比分别+25%/+33%/+37%，对应 PE 分别为 25/19/14 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；铝合金价格波动超出预期；下游乘用车复苏不及预期。

（证券分析师：黄细里 证券分析师：谭行悦）

许继电气（000400）：2023年半年报点评：业绩符合市场预期，静待特高压份额修复

投资要点 2023H1 营收同比+16%，归母净利润同比+21%，业绩符合市场预期。23H1 实现营收 71.14 亿，同增 16%；归母净利润 5.48 亿，同增 21%；扣非归母净利润 5.27 亿，同增 20%。Q2 实现营收 38.51 亿，同增 5%；归母净利润 3.99 亿，同/环增 13%/167%；扣非归母净利润 3.83 亿，同/环增 11%/166%。23H1 毛利率 18.73%，同降 1.66pct，归母/扣非净利率 7.71%/7.41%，同增 0.29/0.27pct。Q2 毛利率 23.42%，同降 0.36pct，环增 10.21pct，归母/扣非净利率 10.36%/9.96%，同增 0.69/0.56pct，环增 5.78/5.55pct。盈利能力改善，业绩符合市场预期。储能业务拉动公司配套设备收入增长。23H1 公司 EMS 加工服务及其他实现收入 11.74 亿，同增 60%，其中主要系风光储 EPC 业务贡献增量，其中上市公司主要为项目做 PCS、EMS 以及一次设备等配套产品，智能变配电系统收入同增 17%，我们预计变电、配电、电力电子业务均稳健增长，电力电子收入占比提高导致毛利率同降 3.87pct。展望全年，公司 PCS 出货量有望持续高增，智能变配电业务有望维持 15%以上的稳健增长。电表业务出海超预期，海外市场进展顺利。23H1 公司电表业务收入同增 26%，毛利率 25.49%，同降 0.47pct，海外收入同增 76%，我们认为主要系电表及一次设备等出口增长所致。公司上半年签订智利 AMI 系统及智能电表二期等项目，实现海外市

场的突破，展望全年，随着一带一路的不断推进，公司海外市场订单有望能够持续增长。特高压直流中标承压、期待新开项目份额修复。截至 23 年 8 月，国网已完成 3 条特高压直流工程物资招标，公司中标 2 台换流阀及 2 条线路的直流控保系统。虽然换流阀中标份额略不及预期，拉通来看“十四五”期间计划开工 9 条直流，我们认为后续新开工程中公司换流阀份额有望修复。公司在直流控保产品领域份额在持续提高，或可对换流阀造成的预期利润缺口形成补充（直流控保毛利率更高）。盈利预测与投资评级：特高压项目份额下降略影响公司业绩，考虑到今年暂无新增特高压项目确认收入，我们下修公司 23-25 年归母净利润分别为 9.15（-0.75）/11.64（-3.43）/14.27（-4.98）亿元，同比+21%/27%/23%，维持“买入”评级。风险提示：特高压工程建设不及预期，公司中标份额不及预期，海外市场拓展不及预期，竞争加剧等。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：谢哲栋）

三联虹普（300384）：2023 年中报点评：再生业务发展提速，工业 AI 集成应用持续推进

投资要点 事件：2023H1 公司实现营收 6.28 亿元，同增 22.28%；归母净利润 1.43 亿元，同增 20.89%；扣非归母净利润 1.39 亿元，同增 17.71%。2023H1 业绩稳健增长，再生材料及可降解材料收入高增 72%。2023H1 销售毛利率 38.70%，同增 2.28pct，销售净利率 24.84%，同增 1.03pct。分业务来看，1）新材料及合成材料：收入 3.73 亿元，同增 3.95%，毛利率 41.38%，同增 9.53pct。2）再生材料及可降解材料：收入 2.17 亿元，同增 71.60%，毛利率 28.13%，同减 11.77pct，再生材料及可降解材料营收高增，进一步佐证行业加速发展趋势。3）工业 AI 集成应用：收入 0.31 亿元，同增 53.51%，毛利率 74.60%，同减 7.74pct。亚洲食品级再生聚酯样板工程顺利实施，工业 AI 集成应用持续推进。1）新材料及合成材料：成功切入 PA66 上游产业链，核心技术服务领域的聚酰胺材料工艺技术解决方案，已覆盖从己内酰胺、尼龙 6/66 聚合至锦纶 6/66 纺丝的全产业链范围。2）再生材料及可降解材料：子公司 Polymetrix 与日本 C-PET 签署的食品级再生 rPET 项目顺利实施，开始贡献业绩，该项目为亚洲单体投资最大的再生 PET 项目，合同额约合 2.3 亿元人民币。2023H1 公司与台华新材子公司签署的化学法循环再生尼龙材料项目开始贡献业绩，预计 2023 年内交付。3）工业 AI 集成应用：2023H1 公司继续推动化纤工业智能体解决方案的销售及交付，上半年收入延续了去年超过 50% 的增长趋势。技术驱动型企业，己二腈国产突破带动聚酰胺 66 放量在即。公司长期从事成纤聚合物领域关键核心技术装备研发，品牌优势及客户资源突出。伴随着聚酰胺 6 及 66 原材料的国产化及成本边际下降，消费升级带动高端纺服需求及汽车行业的快速发展，聚酰胺 6/66 持续迎来稳健增长。2022 年打破己二腈技术垄断，聚酰胺 66 将迎来行业快速放量。聚酯瓶片回收全球领先，有望复制原生领域优势及份额。Polymetrix 是全球固相聚合（SSP）技术引领者，在原生聚酯（vPET）领域国际市占率达 90%，产品满足可口可乐、雀巢、达能等企业食品级包装材料安全要求，在再生聚酯（rPET）领域实现超净技术，真正实现聚酯同等级回用的闭环循环，全球市占率达 40%，公司有望在再生聚酯行业复制原生领域市场份额，实现循环再生板块的快速扩张。盈利预测与投资评级：随着尼龙下游需求升级，再生产业提速，公司在手订单积累，业绩将稳步释放，我们维持 2023-2025 年归母净利润预测 3.20/4.15/5.32 亿元，对应 PE 为 17、13 和 10 倍，维持“买入”评级。风险提示：订单不及预期，研发风险，行业竞争加剧。

(证券分析师: 袁理 证券分析师: 陈致文)

英杰电气 (300820): 2023 年中报点评: Q2 归母净利润同比+58%, 看好公司业绩成长性

事件: 公司发布 2023 年半年报。 投资要点 Q2 归母净利润同比+58%, 在手订单饱满 公司 2023 年上半年实现营业总收入 6.4 亿元, 同比增长 42.5%, 归母净利润 1.6 亿元, 同比增长 33.3%, 单 Q2 实现营收 4.1 亿元, 同比增长 64.4%, 归母净利润 1.1 亿元, 同比增长 57.9%, 符合我们预期。公司业绩高速增长, 主要系光伏订单集中落地、半导体领域国产替代推进、新兴充电桩业务快速增长。分行业, 2023 年上半年(1)光伏: 实现营收 3.5 亿元, 同比增长 79.5%, 收入占比 54.4%, 为公司第一大业务板块。(2) 半导体等电子材料: 实现营收 0.8 亿元, 同比增长 44.6%。(3) 冶金玻纤及其他: 实现营收 2.0 亿元, 同比增长 19.8%, 其中充电桩实现营收 0.5 亿元, 同比增长 28.6%。截至 2023 年 Q2 末, 公司存货共 18 亿元, 同比增长 57% (其中发出商品 13 亿元, 同比增长 52%), 合同负债 12 亿元, 同比增长 33%, 订单饱满, 业绩增长可持续。 产品结构变动、减值计提等短期因素影响, 盈利能力略有下滑 2023 年上半年公司销售毛利率为 38.6%, 同比下降 0.9pct, 销售净利率为 25.3%, 同比下降 1.7pct。分业务, 光伏、半导体等电子材料、冶金玻纤及其他的毛利率分别为 33.9%/47.8%/41.8%, 同比变动+1.2/-5.4/-0.6pct, 其中半导体板块毛利率下降系产品结构变动。受产品结构变动、减值计提影响, 2023 年上半年公司盈利能力略有下滑。费用端, 2023 年上半年公司期间费用率为 13.2%, 同比下降 1.8pct, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.8%/3.2%/5.4%/-0.3%, 同比变动+0.3/-0.8/-1.4/+0.0pct, 费控能力增强。展望未来, 公司规模效应持续释放, 高端电源待放量, 利润率有望稳定于较高水平。 泛半导体电源国产替代前景可期, 充电桩打造新增长极 公司为国内泛半导体工业电源龙头, 光伏、半导体国产替代持续突破, 充电桩随产能释放快速起量, 看好业绩成长性: (1) 光伏: 公司已实现硅料、硅片电源的国产替代, 份额常年稳定于 70%。据我们测算, 若 2023 年硅料、硅片扩产规模为 78 万吨、208GW, 对应电源市场规模分别为 11/8 亿元, 短中期将为公司贡献稳定收入增量。电池片电源国产替代刚起步, 我们测算 2023-2025 年市场规模分别为 22/21/25 亿元, 公司产品在 TOPCON、HTJ 设备上均有测试, 未来有望批量供应。(2) 半导体: 射频电源主要是技术壁垒最高的设备零部件之一, 主要被美系厂商垄断, 国产化率不足 5%。我们测算 2025 年中国大陆半导体设备射频电源市场规模约 84 亿元人民币, 公司成长空间广阔。(3) 充电桩: 2023 年 6 月, 公司定增方案过审, 拟定增 2.5 亿元用于充电桩扩产和补流, 其中充电桩项目总投资额 3 亿元, 达产产值 8 亿元, 随定增破除产能瓶颈, 收入有望持续增长。此外, 2023 年 8 月 28 日, 公司发布限制性股票激励计划草案, 拟向激励对象授予不超过 251 万股, 约占公司总股本 1.14%。其中首次授予不超过 364 名激励对象 (含董事、高管、中层管理人员及核心骨干) 不超过 237 万股, 授予价 32.87 元/股, 并预留 14 万股。股权激励以绑定人才、完善激励机制为目的, 业绩考核目标相对较低。 盈利预测与投资评级: 我们维持公司 2023-2025 年盈利预测为 4.8/6.3/8.5 亿元, 当前市值对应 PE 为 28/22/16 倍, 维持“增持”评级。 风险提示: 新品验证不及预期, 光伏订单落地不及预期, 充电桩产能释放不及预期

(证券分析师: 周尔双 证券分析师: 罗悦 研究助理: 韦译捷)

华域汽车 (600741): 2023 半年报点评: 国际市场持续开拓, 电子电

器业务同比高增长!

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 769.71 亿元, 同比+11.96%, 环比-14.02%; 实现归母净利润 28.41 亿元, 同比+12.84%, 环比-39.37%; 实现扣非归母净利润 23.91 亿元, 同比+18.95%, 环比-46.29%。2023 年 Q2 实现营收 401.55 亿, 同比+27.97%, 环比+9.07%; 实现归母净利润 14.07 亿, 同比+73.59%, 环比-1.87%; 实现扣非归母净利润 12.14 亿, 同比+60.68%, 环比+3.05%。核心客户产销回暖, “中性化”战略有效推进。2023Q2 公司核心客户上汽大众/上汽通用/上汽乘用车产量分别为 26.15/26.34/22.34 万辆, 同比分别+5.01%/+13.45%/+31.84%, 环比分别+12.19%/+40.64%/+14.76%, 核心客户回暖推动公司 Q2 营收同环比增长。同时, 公司主营业务收入 55.38%的比例来自于上汽集团之外的整车客户, 同比+6pct, “中性化”战略持续有效推进。聚焦智能电动业务, 电子电器营收同比高增长。2023H1 公司内外饰件/金属成型和模具/功能件/电子电器件/热加工件业务实现营收 510.25/48.64/116.25/50.14/2.51 亿元, 同比 +11.12%/-7.95%/+0.00%/+103.46%/+1.43%, 实现毛利率 12.51%/10.19%/11.36%/12.39%/2.20%, 同比 -1.27/-0.25/+0.56/+3.20/+5.22pct, 电子电器业务营收同比高增, 盈利能力持续提高, 支撑公司业绩增长。延锋饰件不断开拓国际市场, 内饰+座椅+被动安全实现全面布局。2023H1 公司主要子公司延峰汽车饰件系统有限公司实现营收 506.6 亿元, 同比+17.0%, 为公司营收贡献核心增量。延锋饰件除在汽车内饰市场保持全球领先外, 汽车座椅和被动安全等核心板块已在大众、通用、奥迪、宝马、奔驰、特斯拉等重点全球客户上取得配套定点, 国际市场开拓顺利。盈利预测与投资评级: 我们维持公司 2023-2025 年营收预测为 1667.13/1805.11/1957.92 亿元, 同比分别+5%/+8%/+8%; 维持 2023-2025 年归母净利润预测为 76.02/86.44/94.31 亿元, 同比分别+6%/+14%/+9%, 对应 PE 分别为 8/7/6 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 海外市场拓展不及预期; 下游乘用车需求复苏低于预期, 乘用车价格战超过预期。

(证券分析师: 黄细里 证券分析师: 谭行悦)

德龙激光 (688170): 2023 年中报点评: 业绩短期承压, 新签订单大幅增长

事件: 公司发布 2023 年中报。Q2 收入增速同比转正, 2023H1 新签订单大幅增长 2023H1 公司实现营收 2.06 亿元, 同比-14.83%, 其中 Q2 为 1.08 亿元, 同比+2.75%, Q2 增速同比转正, 基本符合我们预期。分产品来看: 1) 精密激光加工设备: 2023H1 实现收入 1.39 亿元, 同比-22.97%。细分应用领域来看, 半导体及光学领域主要受光学滤光片相关业务终端需求下滑影响, 新型电子领域已向汽车电子方向转移, 保持稳定增长; 显示激光加工设备战略性收缩, 新能源领域收入主要来自印刷网板激光制版设备及钙钛矿电池设备。2) 激光器: 2023H1 实现收入 1917 万元, 同比-8.17%, 激光器市场竞争持续激烈背景下, 公司策略性降低销售价格导致收入下滑。细分产品结构来看, 2023H1 纳秒激光器收入同比-25.54%, 皮秒、飞秒及可调脉宽等激光器出货量+27.27%, 激光器外售业务开始从纳秒向皮秒、飞秒等超快激光器转变。截至 2023H1 末, 公司合同负债为 1.47 亿元, 较 2022 年末增长 83%, 验证 2023H1 新签订单充足。随着相关订单陆续交付、收入确认, 公司下半年收入端表现有望快速放量。高研发投入短期压制利润端表现, 利好公司中长期发展 2023H1 公司实现归母净利润 373 万元, 同比-85.18%; 实现扣非归母净利润-143 万元, 同比-

107.06%。2023H1 销售净利率和扣非销售净利率分别为 1.81%和-0.69%，分别同比-8.57 和-9.06pct，盈利水平明显下滑。1) 毛利率端：2023H1 销售毛利率为 49.60%，同比-0.03pct，表现较为稳健；2) 费用端：2023H1 期间费用率为 50.73%，同比+11.02pct，是净利率下滑的主要原因，其中销售、管理、研发和财务费用率分别同比+3.08、+2.20、+8.23 和-2.49pct。2023H1 公司研发费用达到 4742 万元，同比+33%，聚焦半导体、新能源和激光器领域的技术创新，为中长期发展提供坚实保障。聚焦激光精细微加工前沿开发，多赛道 0 到 1 快速突破公司积极布局 SiC 晶锭切片、Mini/Micro LED、新能源等领域前沿性产品开发，多赛道 0 到 1 快速突破。1) SiC 晶锭激光切片：2023 年取得头部客户批量订单，已导入客户产线量产，现处于重点客户市场开拓阶段。2) Micro LED 巨量转移设备：2022 年获得首个客户订单，2023 年新客户订单顺利落地。3) 钙钛矿激光设备：2022 年第一代产品交付客户并投入使用，并积极开发新一代大幅面加工设备，2023H1 已有新客户新订单突破。4) 锂电设备：2022 年激光电芯除蓝膜设备获得头部客户首台订单，2023H1 订单逐步放量，同时其他多款设备研发和客户导入正有序开展。盈利预测与投资评级：考虑到公司研发投入力度、设备验收节奏等因素，我们谨慎调整 2023-2025 年公司归母净利润分别为 0.80、1.40、2.13 亿元(原值 0.92、1.55 和 2.37 亿元)，当前市值对应 PE 为 46/26/17 倍。基于公司在多领域 0 到 1 突破的潜力，维持“增持”评级。风险提示：市场竞争加剧、新品产业化不及预期、下游行业波动等。

(证券分析师：周尔双)

水星家纺 (603365)：2023 年中报点评：Q2 利润同比高增，毛利率持续提升

投资要点 公司公布 2023 年中报：23H1 营收 17.96 亿元/yoy+9.37%/较 21 年+10.93%、归母净利润 1.70 亿元/yoy+58.65%/较 21 年+3.66%、扣非归母净利 1.35 亿元/yoy+66.74%/较 21 年-11.76%，落于此前业绩预告中枢，净利同比实现大幅增长、营收及归母净利已超 21 年同期水平。分季度看，23Q1/Q2 营收分别同比+1.45%/+17.01%、归母净利分别同比+1.22%/+287.67%，收入增速逐渐提升，Q2 利润同比高增主因去年同期受上海疫情影响基数较低。线上、加盟渠道表现较好。1) 线上：高基数下保持稳健增长，23H1 同增超 10%。公司持续以天猫、京东及唯品会为三大核心增长点，同时抖音、快手等新兴平台增速较快。2) 线下：加盟渠道表现较好、同增约 10%。23H1 直营收入同比基本持平、加盟同增约 10%。其中直营推进精细化运营、门店数量有所优化、单店店效略有提升，加盟增长主要系上半年净开门店 100 家/yoy+10%。23H1 毛利率创历史新高、带动净利率提升，运营质量改善。1) 毛利率：23H1 同比+2.81pct 至 39.92%、创历史新高，主要系高毛利产品占比提升&提价带动毛利率提升。分季度看 23Q1/Q2 毛利率分别为 39.71%/40.09%、同比+1.56/+3.99pct、呈逐季提升。2) 期间费用率：23H1 为 30.02%/yoy-0.04pct、整体变动不大，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比 +0.38/-0.01/-0.08/-0.33pct 至 23.95%/4.73%/1.95%/-0.61%，销售费用率提升主要系加大广告宣传所致，财务费用率下降主要系利息收入增加。分季度看 23Q1/Q2 费用率同比分别+0.68/-0.91pct。3) 归母净利率：综合上述影响因素，23H1 归母净利率 9.44%/yoy+2.93pct，分季度看 23Q1/Q2 同比分别-0.28/+6.13pct。4) 存货：23H1 末存货 9.59 亿元/yoy-6.44%、库存规模有所下降，存货周转天数同比-5 天至 165 天。5) 现金流：23H1 经营活动现金流净额 2.03 亿/yoy+242%、现金流表现较好；23H1 末货币资

金 10.41 亿元/yoy+67.10%，现金充裕。 盈利预测与投资评级：公司为国内家纺龙头，22 年疫情扰动致业绩受到较大影响。23 年以来受益疫情放开持续修复，Q1 收入增速回正、Q2 进一步提升，同时持续提升品牌影响力、推动产品单价提升&高毛利产品占比提升，毛利率逐季提升下带动利润实现高增，上半年收入及归母净利润均已超 21 年同期水平。展望下半年，在国庆婚庆旺季以及换季更新需求两大因素推动下公司收入有望持续增长，叠加 7、8 月公司营销活动反馈较好、反映经销商信心加速恢复，同时线上线下加大品牌宣传力度，通过跨界联名、打造 IP 等活动推动品牌年轻化升级，品牌声量及市占率有望继续提升，业绩有望进一步修复。我们维持 23-25 年归母净利润预测 3.7/4.3/4.9 亿元、对应 PE 为 11/9/8X，维持“买入”评级。 风险提示：终端消费疲软、费用控制不力等。

(证券分析师：李婕 证券分析师：赵艺原 研究助理：郝越)

南网科技 (688248)：2023 年半年报点评：业绩符合市场预期，储能业务延续高增长

投资要点 2023H1 营收同比+79%，归母净利润同比+43%，业绩符合市场预期。23H1 实现营收 12.57 亿，同增 79%；归母净利润 1.16 亿，同增 43%；扣非归母净利润 1.04 亿，同增 33%。Q2 实现营收 7.97 亿，同/环增 74%/73%；归母净利润 0.85 亿，同/环增 12%/181%；扣非归母净利润 0.75 亿，同降 2.57%，环增 153%。23H1 毛利率 23.67%，同降 7.60pct，归母/扣非净利率为 9.21%/8.29%，同降 2.32/2.87pct。Q2 毛利率 23.15%，同/环降 11.27/1.42pct，归母/扣非净利率 10.72%/9.37%，同降 5.98/7.40pct，环增 4.12/2.96pct。收入结构变化影响公司毛利率&净利率水平，业绩整体符合市场预期。 储能业务高速增长，调试业务突破新市场。1)储能技术服务 23H1 营收同增 290%，毛利率 13.47%，同减 1.26pct。上半年 EPC 收入占比提升导致毛利率有所下滑。公司 H1 中标佛山南海储能项目，单个项目中标金额超过 5 亿，8 月公司与粤水电装备成立储能系统集成合营公司，拟在新疆开展储能系统生产建设等业务。22 年粤水电公告拟由子公司在喀什地区建设 500MW/2000MWh 的储能系统，我们认为公司有望通过合资公司参与项目建设，延续储能业务高增趋势。2)调试检测业务 23H1 营收同增 28%，毛利率 48.26%，同降 3.55pct。公司电源侧调试业务在山东、北京、安徽等新市场实现突破，中标广西 600MW 煤电机组、国能京能智能发电平台研发等项目，完成收购贵州创星公司 100%股权与广西桂能 70%股权，积极开拓广东省外市场，我们预计公司调试检测业务有望保持稳健增长。 智能配用电设备增速可观，智能监测和机器人业务承压。1)智能配用电设备 23H1 营收同增 48%，毛利率 28.18%，同增 0.6pct。受益于南网大力推动基于“丝路 InOS”的智能设备迭代升级以及智能配用电系统的建设，公司 InOS 系统及核心模组等设备收入快速增长。我们预计公司配用电业务有望维持高增速。2)智能监测/机器人无人机 23H1 业务营收分别同降 46%/42%，毛利率分别为 42.16%/33.63%，同增 3.31/5.21pct。受上半年南网采购周期及需求的影响，公司两块业务收入均有所下降，但均实现了国网内市场的突破，智能监测设备首次中标国网上海电力公司布控球项目，“慧眼”无人机巡检系统首获国网江苏、湖北试点许可，展望全年，我们预计公司两块业务营收有望同比增长。 盈利预测与投资评级：上半年储能行业竞争加剧，智能设备类业务承压，我们下修公司 23-25 年归母净利润分别为 3.54(-1.64)/5.41(-3.28)/7.52(-4.55)亿元，同比+72%/53%/39%，维持“买入”评级。 风险提示：储能业务拓展不及预期，电网智能

化投资不及预期，竞争加剧等。

(证券分析师：曾朵红 证券分析师：谢哲栋)

兴瑞科技 (002937): 2023 年中报点评: 业绩符合预期, 新能源车电装业务驱动公司长期成长

事件: 公司发布 2023 年半年报 业绩符合预期, 毛利率同比改善: 2023 年上半年公司实现营收 9.7 亿元, 同比增长 28%; 实现归母净利润 1.2 亿元, 同比增长 50%; Q2 单季实现营收 4.9 亿元, 同比增长 22%, 环比增长 2%, 实现归母净利润 0.6 亿元, 同比增长 48%, 环比增长 23%。上半年公司汽车电子及新能源汽车业务板块实现营收 4.5 亿元, 同比增长 80%, 占营业收入比重 46%, 新能源汽车业务同比增速超 150%, 成为公司业绩增长核心支撑点。2023 年上半年综合毛利率达 26%, 较上年同期增加 2 个百分点, 盈利水平小幅改善。 新能源汽车电装业务持续高速增长: 公司当前具备新能源汽车 BMU、BDU 等模块镶嵌注塑技术能力, 得益于与松下等大客户同步研发积累的技术和量产能力, 成功切入国内新能源汽车头部企业供应链。当前公司该板块业务产能扩张顺利: 慈溪新能源汽车零部件产业基地已经完成主体结构结项, 现已同步推进现有产能规划的优化配置, 预计 2024 年上半年投产。订单稳定增加: 原有客户松下等核心客户端持续深化合作, 同时已陆续获得尼得科、中车时代及国内电装头部企业的项目定点, 新能源汽车零部件生产业务所覆盖的终端车型逐步增加。产品持续升级: 公司不断增加产品品类, 同时不断深化汽车嵌塑件产品从零组件到模组的同步研发, 推进产品升级迭代。产品升级、订单增加、产能扩张多重因素驱动下, 公司新能源汽车电装业务有望持续实现高速增长。 智能终端新产品拓展顺利, 业绩有望恢复平稳增长: 上半年公司部分智能终端产能往海外生产基地搬迁, 同时公司智能终端板块产品从原有的智能机顶盒、网通网关等组件向智能电表等新组件产品拓展, 对公司生产节奏及订单交付产生一定影响, 导致智能终端板块收入略有下滑, 同比 22H1 下降 6.7%至 3.0 亿元。当前公司新增智能电表系列产品已顺利实现量产, 智能终端板块在手订单饱满, 预计伴随公司海外产能进一步释放, 下半年智能终端板块收入有望恢复平稳增长。 盈利预测与投资评级: 公司产能扩产顺利, 新能源汽车电装及智能终端业务板块订单充足, 但公司产线搬迁及新产品拓张在一定程度上影响公司订单交付, 基于此, 我们下调对公司的盈利预测, 预计公司 23-25 年归母净利润分别为 3.0/4.1/5.3 亿元(23-25 年前次预测值为 3.30/4.55/5.90 亿元), 当前市值对应 2023-2025 年 PE 分别为 24/18/14 倍, 维持“买入”评级。 风险提示: 下游需求不及预期; 汇率波动风险; 大宗商品价格波动风险

(证券分析师：马天翼 研究助理：王润芝)

双环传动 (002472): 2023 年中报点评: Q2 业绩符合预期, 精密传动龙头持续成长

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 36.86 亿元, 同比增长 18.99%; 实现归母净利润 3.69 亿元, 同比增长 46.89%。其中, Q2 单季公司实现营业收入 18.95 亿元, 同比增长 31.31%, 环比增长 5.75%; 实现归母净利润 1.98 亿元, 同比增长 49.38%, 环比增长 15.46%。公司 2023Q2 业绩整体符合我们的预期。 2023Q2 业绩符合预期, 收入及盈利能力均环比提升。收入端, 公司 Q2 单季实现营业收入 18.95 亿元, 同比增长 31.31%, 环比增长 5.75%。主要下游来看, 国内新能源狭义乘用车 Q2 批发销量 204.22 万辆, 环比增长 36.06%, 其中纯电动狭义乘用车中 A0 级及以上车型 Q2 批发销量 124 万辆, 环比增长 31.91%; 国内重卡 Q2 批发 24.70 万辆,

环比微增 2.36%。毛利率方面，2023Q2 公司毛利率为 21.55%，同比提升 0.78 个百分点，环比提升 0.78 个百分点。期间费用率方面，2023Q2 公司期间费用率为 8.95%，环比下降 1.56 个百分点，其中销售/管理/研发/财务费用率环比分别+0.08/-0.47/+0.74/-1.92 个百分点。归母净利润方面，2023Q2 公司归母净利润为 1.98 亿元，环比增长 15.46%，对应归母净利率为 10.43%，环比提升 0.88 个百分点。电驱齿轮龙头强者恒强，机器人减速器+民生齿轮打开长期成长空间。随着乘用车电动化率的持续提升，汽车齿轮市场格局重塑，齿轮外包趋势愈发明确。双环作为电驱齿轮龙头，在技术研发、设备产能和客户资源上均有着明显的竞争优势，后续将持续受益于行业电动化率的提升。减速器方面，减速器是工业机器人的核心部件，价值量占比大，双环深耕工业机器人精密减速器多年，已逐步实现 6-1000KG 工业机器人所需精密减速器的全覆盖，并已配套国内一线机器人客户，后续减速业务收入将持续增长。民生齿轮方面，公司成立环驱科技布局民生齿轮，并收购三多乐，助力民生齿轮业务发展，三多乐主要产品包括精密齿轮、塑胶齿轮减速器、汽车零配件和机能组装机，并覆盖下游广泛优质客户。

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2023-2025 年归母净利润分别为 8.05 亿、10.40 亿、13.61 亿的预测，对应的 EPS 分别为 0.94 元、1.22 元、1.60 元，市盈率分别为 34.17 倍、26.46 倍、20.21 倍，维持公司“买入”评级。

风险提示：新能源乘用车销量不及预期；原材料价格波动影响；新业务开拓不及预期；并购整合不及预期。

(证券分析师：黄细里 证券分析师：刘力宇

证券分析师：周尔双 证券分析师：罗悦)

天合光能 (688599)：2023 年中报点评：组件稳步增长，一体化持续拓展

投资要点 事件：公司发布 2023 年中报，2023H1 营收 493.84 亿元，同增 38.21%；归母净利 35.4 亿元，同增 178.88%；扣非净利 37.12 亿元，同增 222.60%。2023Q2 营收 280.65 亿元，同环增 37.18%/31.64%；归母净利 17.72 亿元，同环增 144.05%/0.24%；扣非净利 19.82 亿元，同环增 200.46%/14.59%。业绩符合预期。Q2 出货稳步增长，上调全年出货目标。公司 2023H1 组件出货 27GW (含 4GW 分布式系统)，其中 2023Q2 出货约 14GW，确认收入口径约 12GW，同增 26%/环增 14%，我们测算单瓦净利约 1.1-1.2 毛，环比持平；2023H1 向美国出货约 2GW，其中 2023Q2 约 1GW+，环增 10%+，我们测算单瓦净利约 5 毛。展望 2023Q3，公司在手订单充足，我们预计出货 18-19GW，公司上调全年出货目标至 65-70GW，公司预计美国出货 4-5GW，N 型出货 20GW；2024 年出货保持 50%增长，N 型占比提升+硅片自供支撑盈利。分布式+支架多点开花，储能 H2 有望放量。2023H1 公司分布式系统出货 4.5GW (确认收入口径 3.5GW)；其中 2023Q2 出货近 2.5GW (确认收入口径 2GW，权益约 1.5GW)，受益组件价格下行，我们测算单瓦盈利增厚至 0.2 元，环增约 7 分；公司预计全年开发 10GW (权益约 7.4GW)，同增 60%+；支架 2023H1 出货 3.3GW，跟踪支架占比 60%；其中 2023Q2 出货约 2GW，环增 40%+，我们测算单瓦盈利约 1.5 分+，全年出货预计约 8GW，同比翻倍增长，跟踪支架占比 50%+。储能 2023H1 出货近 500MWh，其中 2023Q2 出货约 300+MWh，2023Q2 微亏，2023H2 出货有望放量，公司预计全年出货 3-4GWh，海外占比 30-40%，可实现盈利贡献，2024 年出货有望翻番，公司逐步自制电芯，目标 100%自制，毛利率进一步提升，储能市占率目标全球 10%。一体化+N 型产能持续提升，技术布局领先。公司青海+东南亚硅片逐步投产，2023/2024 年预计自供硅片 15-

20GW/40GW+, 一体化率提升增厚组件盈利, 公司预计 2023 年底硅片/电池/组件产能达 50/75/95GW。N 型产能加速投放, 宿迁 8GW+泰国 2.5GW 电池已满产, 淮安及青海各 5GW 分别于 6/7 月投产爬坡, 2023 年底 N 型产能达 40GW, 电池自配率达 70-80%, 增强核心竞争力。公司 TOPCON 量产效率达 25.8% (良率 97%), 公司预计年底效率 26%, 成本有望持平 PERC。钙钛矿/晶硅叠层电池实验室效率已超 31%, 技术布局全面、处行业前列水平。盈利预测与投资评级: 基于光伏需求旺盛, 我们维持 2023-2025 年盈利预测, 我们预计 2023-2025 年归属于母公司净利润为 75/95/116 亿元, 同增 103%/28%/22%, 基于公司光伏组件龙头地位, 我们给予公司 2024 年 12 倍 PE, 对应目标价 52.5 元, 维持“买入”评级。风险提示: 政策不及预期, 竞争加剧, 产业链波动价格超预期。

(证券分析师: 曾朵红 证券分析师: 陈瑶 证券分析师: 郭亚男)

启明星辰 (002439): 2023 年中报点评: 业绩符合预期, 新业务板块增速明显

投资要点 事件: 公司发布 2023 年半年报, 2023H1 公司实现营业收入 15.22 亿元, 同比增长 25.33%, 归母净利润 1.85 亿元, 同比扭亏为盈, 扣非归母净利润-0.81 亿元, 同比减亏 71.39%, 符合市场预期。收入保持快速增长, 新业务板块增速明显: 公司 2023H1 实现营业收入 15.22 亿元, 同比增长 25.33%, 其中新业务板块涉云网络安全收入较上年同期增长超 100%, 工业互联网安全收入较上年同期增长超 30%。分产品看, 云安全管理平台、统一身份认证系统、全流量分析取证、零信任 SDP、网络安全靶场等产品业务收入实现 100%以上的增长; 新发布产品如 5G 安全产品、超级 SIM 安全网关已经落地具体项目, 取得实际应用。整体来看, 各新业务板块业务收入均保持快速增长, 收入结构持续优化。毛利率环比改善, 回款情况趋势向好: 公司 2023H1 实现归母净利润 1.85 亿元, 较上年同期提升 173.95%。公司积极降本增效, 费用精细化管理, 费用较上年同期减少 11.90%, 保持了业内领先的盈利水平。2023Q2 毛利率大幅提升至 70.12%, 环比 2023Q1 提高了 19.03pct, 且单季实现扣非后归母净利润盈利。此外, 公司积极加强应收账款和回款管理, 第二季度回款环比与同比均有所改善, 回款情况趋势向好。多场景驱动需求释放, 不断发力新兴安全板块: 中国网络安全产业已经进入政策法规逐渐完善的时代, 基础网络安全建设在持续加强的同时, 受全行业数字经济发展的驱动, 催化出更多业务场景和市场需求, 加之 AI 技术赋能千行百业带来的安全挑战, 市场规模进一步扩充, 带来新的市场发展机遇。公司积极把握业务升级机会, 继续强化长期深耕的网络安全业务, 切实推进与中国移动的战略协同。在双业务引擎的驱动下, 公司夯实在基础安全板块的领先地位, 不断发力数据安全、AI、涉云安全场景等新兴安全板块, 注重技术创新, 收入结构不断优化。盈利预测与投资评级: 我们维持 2023-2025 年公司归母净利润为 9.27/12.42/16.41 亿元, 同比增长 48%、34%、32%, 2023-2025 年 EPS 0.98/1.32/1.74 元。我们看好公司战略新兴业务布局卓有成效, 中国移动控股合作进展顺利, 未来有望持续助力公司在业务深度和渠道拓展方面高速增长, 维持“买入”评级。风险提示: 合作进展不及预期, 行业竞争加剧。

(证券分析师: 王紫敬)

海天精工 (601882): 2023 年中报点评: 业绩稳健增长, 盈利能力持续提升

2023 上半年公司业绩稳健增长, 国内外市场开拓能力加强 2023H1

公司实现营业收入 17.0 亿元，同比+11.9%；实现归母净利润 3.2 亿元，同比+25.7%；扣非归母净利润 2.7 亿元，同比+24.9%。其中 Q2 实现营业收入 9.1 亿元，同比+12.6%；实现归母净利润 1.9 亿元，同比+27.9%；扣非归母净利润 1.6 亿元，同比+28.4%。2023 年上半年在机床需求放缓的不利影响下，公司营收及归母净利润均实现双位数增长，我们判断主要系公司积极调整经营策略，加强国内外市场开拓：在国内市场，公司加快提升重点行业龙头客户覆盖率，扩大市占率；在海外市场，公司针对需求优化出口机型性能、完成泰国和新加坡子公司设立，进一步完善全球市场营销布局。海外占比提高带动毛利率提升，盈利能力持续提升。2023H1 公司销售毛利率 28.8%，同比提升 3.3pct，我们判断一方面主要系毛利率较高的海外业务占比进一步提升，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 28.9%，同比提升 3.4pct，环比基本持平。2023H1 公司销售净利率为 19.0%，同比提升 2.1pct，净利率提升主要来源于毛利率增长，增幅不及毛利率主要系费用端拖累。费用端，2023H1 公司期间费用率为 9.5%，同比增长 1.6pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 5.2%/1.1%/3.9%/-0.6%，同比分别+0.5/+0.1/+0.3/+0.8pct，销售费用提升主要系公司海外销售快速增长且海外销售服务费率较高，财务费用率提升主要系汇兑收益减少导致。集团内循环优势明显，产能布局充足有望再造海天。1) 多产品优势助力拓展新能源：公司优势产品龙门机床国内遥遥领先，近年来横向拓展至立加&卧加领域，多产品优势助力公司拓展新能源领域。2) 集团内循环优势明显：①集团海外渠道助力公司拓展海外业务。2017-2022 年公司海外营收 CAGR=59.7%。②海天金属加码一体化压铸，压铸成型后需配套机床精加工，海天金属与海天精工有望共同为客户定制解决方案。3) 产能布局充足，有望再造海天精工：2022 年 9 月公司高端数控机床智能化生产基地项目开工，建成后将用于新能源领域。11 月海天精工机械（广东）首台机床正式下线，完全投产后预计新增立式加工中心、数控车床和钻攻机等产能超 500 台/月。盈利预测与投资评级：我们维持公司 2023-2025 年归母净利润预测分别为 6.42/7.89/9.74 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 25/20/17 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）

珀莱雅（603605）：2023 半年报点评：盈利能力持续提升，国货龙头逆势增速亮眼

投资要点 2023H1 营收+38.1%，归母净利+68.2%，扣非净利+70.5%：2023H1 营收 36.27 亿元（+38.1%），归母净利 4.99 亿元（+68.2%），扣非净利 4.79 亿元（+70.5%）。单看 Q2，2023Q2 营收 20.05 亿元（+46.2%），归母净利 2.91 亿元（+110.4%），扣非净利 2.81 亿元（+109.4%）。公司拟向全体股东每 10 股派发 3.8 元现金股利（含税）。公司营收、业绩增速超出此前经营数据预期。深耕精细化运营，盈利能力持续提升：2023H1 毛利率/净利率分别为 70.5%/14.6%，分别同比提升 2.4pct/2.8pct。毛利率同比提升，主要系子品牌毛利率提升、精华品类保持高毛利以及其他品类毛利率提升。净利率同比提升，主要系毛利率提升&资产减值损失计提减少。2023H1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 43.6%/5.3%/2.5%/-0.8%，分别同比变化 +1.0pct/+0.5pct/+0.2pct/-0.3pct。销售费用率提升，主要系宣传推广费用率增加。管理费用率提升，主要系股权激励费用同比增加。2023H1 公司应收账款周转率和存货周转率分别为 74.05/3.43 次，相较于 2022H1 均有所加快。多品牌战略推进持续顺利，线上直营高速增

长：（1）分品牌：2023H1 珀莱雅/彩棠/OR/悦芙媞/其他品牌分别实现营收 28.92/4.14/0.97/1.32/0.84 亿元，分别同增 35.9%/78.7%/94.2%/64.8%/10.7%，营收占比分别为 80%/11%/3%/4%/2%。子品牌占比提升，彩棠占比突破 10%。（2）分渠道：2023H1 线上直营/线上分销/线下日化/线下其他分别实现营收 26.6/6.7/2.4/0.5 亿元，分别同比变化+52.4%/+19.0%/+5.6%/-39.2%，营收占比分别为 73.5%/18.5%/6.7%/1.3%。线上直营增速亮眼，2023 年 618 活动期间，珀莱雅天猫旗舰店成交金额获天猫美妆排名第 4，品牌成交金额获抖音美妆排名第 6 和京东美妆国货排名第 1。盈利预测与投资评级：公司是国内组织灵活、效率领先的大众化妆品集团，在天猫，抖音等多电商平台销售排名领先，展现其强品牌力，多系列大单品矩阵战略推进顺利，未来经营韧性可期。我们维持 2023-2025 年归母净利润分别为 10.77/13.50/16.50 亿元，分别同增 32%/25%/22%，当前市值对应 2023-25 年 PE 为 36/29/24X，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）

金盘科技（688676）：2023 年半年报点评：干变基本盘高增，海外订单确定性高

投资要点 业绩符合预期、变压器起主要利润贡献。公司发布 2023 年半年报，H1 实现收入 28.9 亿，同比+47%；归母净利润/扣非净利润 1.91/1.87 亿元，同比+100%/+108%。Q2 收入 16.0 亿，同比+51%；归母净利润/扣非净利润 1.0/1.1 亿，同比+94%/+96%。上半年海外变压器需求&国内新能源拉动干变高增，储能初步贡献收入，业绩符合市场预期。原材料降价+数字化工厂赋能+海外占比提升，盈利能力持续改善。2023H1 毛利率为 21.75%，同比+3.13pct，2023H1 归母净利率为 6.60%，同比+1.76pct。其中 Q2 毛利率为 20.99%，同比+2.03pct，环比-1.70pct；归母净利率为 6.51%，同比+1.43pct，环比-0.21pct。公司盈利能力提升，主要系：1）原材料硅钢价格 H1 持续下行；2）海口、桂林、武汉数字化工厂陆续落地，人均产出持续提升，降低单位制造成本与管理成本；3）高毛利的海外业务占比 H1 同比提升 1.6pct 至 18.5%。干变业务国内基本盘受新能源拉动快速增长、海外订单今年起持续超预期。H1 干变收入 28.0 亿元，同比+43%。1）分区域，国内/海外 H1 收入分别+44%/+61%；海外含税订单 10.5 亿，同比+157%，其中风电/光伏/工业收入同比+40%/+249%/+259%，且火电、电网、IDC 等均完成从 0 到 1 的突破。我们预计公司海外订单 H2 有望维持高增，8 月公司已与两大海外客户签订长单、后续长单仍可期待。2）分行业，H1 光伏/储能收入分别同比+102%/+945%，非新能源领域工业企业起主要拉动作用，收入同比+55%。3）分产品，干变以外，新开发的植物脂油变已实现海外风电的批量销售，后续有望在其他新能源领域逐步渗透。储能&数字化 H1 稳健发力、H2 订单有望加速。1）储能 H1 收入 0.73 亿（去年同期 30 万，22H2 开始起量）。公司已开拓至海南省外，并在山西、湖南、福建加速落地工商业及大储项目，产品端涵盖液冷高压级联、低压工商业储能。2）数字化上半年新增望变电气 7000 万订单（软件为主），当前接洽订单数量较多。盈利预测与投资评级：我们维持公司 2023-2025 年归母净利润分别为 5.46/9.23/14.48 亿元，同比+93%/+69%/+57%，对应 PE 分别 26 倍/16 倍/10 倍，维持“买入”评级。风险提示：海外市场拓展不及预期、竞争加剧、原材料涨价超预期等。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：谢哲栋）

艾华集团 (603989): 国产铝电解电容龙头, 产品结构拓展打开成长空间

投资要点 国产铝电解电容龙头, 年度营收持续稳健增长: 公司是国产铝电解电容龙头, 拥有“腐蚀箔+化成箔+电解液+专用设备+铝电解电容器”完整的产业链。公司营收自 2018 年以来稳步增长, 18-22 年 CAGR 约 12%。2022 年受市场环境影响, 盈利能力略微下滑, 影响持续至 2023 年上半年。2023 年上半年, 随公司实施更加积极的经营政策及产品结构的拓展, 二季度业绩环比出现向上拐点, 公司实现主营业务收入 8.55 亿元, 环比增长 23.3%; 归母净利润 1.05 亿元, 环比增长 16.6%。2023 年 H1, 公司共实现营业总收入 15.61 亿元, 净利润 1.95 亿元, 销售净利率 12.41%。铝电解电容日本厂商向高端产品倾斜, 国产替代空间打开: 需求端, 由于新能源、5G 通讯、计算机设备等领域需求的强势增长, 2022 年全球铝电解电容市场规模约 620 亿元, 2025 年将达 700 亿元以上, 22-25 年 CAGR 约 4%。供给端, 由于中低端铝电解电容竞争激烈, 日系厂商因成本劣势转向高端市场, 为国产厂商提供充分的国产替代空间, 国产铝电解电容双雄艾华集团和江海股份在铝电解电容市场份额由 2013 年的 7% 提升至 2020 年的 13% 公司持续优化产品结构, 重视研发攻克高端市场: 公司一方面不断巩固在照明、手机快充领域的龙头地位, 另一方面积极扩张消费电子以及工业领域中高端产品应用领域的市场, 稳步提高公司销售业绩。产业链纵向延伸方面, 公司拥有完整的产业链, 一体化、降本优势突出。产品横向拓张方面, 公司重视研发, 已逐步突破固态电容、MLPC 等高端产品。公司根据市场需求, 丰富产品结构, 拓展工业电源市场份额, 逐渐将产品重心由传统优势 LED 照明领域转向消费电源、工业电源等景气度更优赛道。2017-2022 年, 工业电源板块营业收入占比由 26.22% 上升为 45.62%, 营业收入额由 4.5 亿元增长为 14.63 亿元。2023 年上半年, 新能源 (光伏、储能、风电)、新能源汽车、工业类市场需求进一步扩大, 公司技术持续创新, 工业控制类电容占比同比提升 11.93%。盈利预测与投资评级: 公司是国产铝电解电容龙头, 产品结构优化打开成长天花板。基于此, 我们预测, 公司 2023-2025 年营业收入为 36.8/41.7/49.4 亿元, 归母净利润为 4.6/5.32/6.35 亿元, 当前市值对应 PE 为 18.0/15.6/13.1 倍, 首次覆盖给予“买入”评级。风险提示: 下游应用市场增长不及预期; 行业竞争风险; 生产成本波动风险。

(证券分析师: 马天翼 证券分析师: 鲍嫫颖
研究助理: 李璐彤)

安克创新 (300866): 2023 年半年报点评: 扣非归母净利润+78%, 新品发力, 利润率超预期

投资要点 事件: 公司 2023H1 实现收入 70.7 亿元, 同比+20.0%; 归母净利润 8.20 亿元, 同比+42.3%; 扣除权益投资公允价值变动等非经常损益后, 扣非净利润为 5.5 亿元, 同比+77.8%。2023Q2, 公司实现收入 37.0 亿元, 同比+22.4%; 归母净利润 5.1 亿元, 同比+36.3%; 扣非净利润 3.0 亿元, 同比+102.6%。得益于利润率提升, 公司扣非归母净利润超预期。毛利率、扣非净利润率显著改善: 2023Q2, 公司毛利率/扣非归母净利润率为 44.67/8.12%, 同比+4.2pct/+3.2pct。毛利率提升主要受益于上半年线上渠道占比提升, 以及无线音频和智能创新类产品毛利率提升。公司销售/管理/研发费用率分别为 21.5%/2.9%/8.6%, 同比+1.05/-0.74/+0.66pct。销售费用率的提升主要因线上渠道占比提升, 研发费用率提升主要因公司持续加大研发投入。分渠道/地区: 线上收入增速高于线下, 欧洲、日本表现相对更好: 分渠道,

公司线上渠道以亚马逊为主，2023H1 收入为 48.6 亿元（占比 69%），同比+28%；线下渠道包括沃尔玛、百思买、塔吉特等 KA，收入 22 亿元/同比+5.1%。分地区，公司主要市场为北美、欧洲、日本，2023H1 收入占比为 46.5%/ 20%/ 15%，同比+13%/ 28%/ 36%，日本、欧洲营收增速高于北美。分产品看：三大品类收入均高增，智创、音频类利润率明显改善：①充电类，移动储能和家用光储等新品带动收入提升，2023H1 营收 35 亿元/同比+18%，毛利率为 43.4%/同比+0.84pct；②智能创新类恢复增长，利润率大幅改善，2023H1 营收 19.5 亿元/同比+16.7%，毛利率为 43.1%/同比+7.9pct；③无线音频类，在 Soundcore Liberty 4 NC 等新品带动下，收入和毛利率显著增长，2023H1 营收 15.6 亿元/同比+29%，毛利率 43.7%/ 同比+5.6pct。盈利预测与投资评级：公司是消费电子行业中的出海领军者，拥有强大的研发技术与品牌口碑。考虑到①行业格局转好及公司新品发力下业绩超预期；②公司 2023H1 实现 2.5 亿元公允价值变动收益，我们将公司 2023~25 年归母净利润预期从 13.2/ 14.8/ 16.4 亿元，上调至 15.6/ 15.9/ 18.1 亿元，同比+36/ +2%/ +14%，对应 8 月 29 日收盘价为 20/ 20/ 17 倍 P/E，维持“买入”评级。风险提示：汇兑损益，新品不及预期，海外经营相关风险等

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：阳靖）

岱美股份（603730）：2023 年中报点评：Q2 业绩符合预期，看好公司产品类拓展

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 28.79 亿元，同比增长 27.47%；实现归母净利润 3.39 亿元，同比增长 9.24%。其中，Q2 单季公司实现营业收入 15.07 亿元，同比增长 32.82%，环比增长 9.84%；实现归母净利润 1.85 亿元，同比增长 10.84%，环比增长 20.24%。公司 2023Q2 业绩整体符合我们的预期。2023Q2 业绩符合预期，营收及毛利率均环比提升。收入端，公司 2023Q2 单季实现营收 15.07 亿元，环比增长 9.84%。从主要下游及客户来看，2023Q2 北美汽车市场销量为 505.35 万辆，环比增长 14.74%；2023Q2 欧洲汽车市场销量 439.34 万辆，环比增长 6.75%；2023Q2 公司主要客户通用集团汽车销量 120.80 万辆（不含上通五菱），环比增长 19.98%。毛利率方面，公司 2023Q2 毛利率为 28.15%，同比提升 1.16 个百分点，环比提升 0.63 个百分点。期间费用率方面，公司 2023Q2 期间费用率为 9.25%，环比下降 5.51 个百分点，主要系财务费用率环比下降 7.31 个百分点（预计主要原因为 2023Q2 美元兑人民币升值带来的汇兑收益所致）。公允价值变动方面，公司 2023Q2 公允价值变动亏损 0.63 亿元。归母净利润方面，公司 2023Q2 归母净利润 1.85 亿元，环比增长 20.24%，对应归母净利率 12.27%，环比提升 1.06 个百分点。沿着核心工艺扩展产品品类，打开公司长期成长空间。公司遮阳板业务已经发展为全球龙头，在全球市场的份额超过 40%。在遮阳板业务的基础上，公司进一步发力开拓头枕和顶棚业务。目前公司头枕业务主要客户为通用，后续有望进一步提升对克莱斯勒和福特的配套比例，头枕业务收入规模有望继续提升。顶棚产品的价值量则更高，市场空间更大，且与遮阳板同属于车顶系统零部件，在核心工艺上同样存在相通性。公司正积极拓展顶棚业务，目前公司顶棚产品已经成功进入到北美造车新势力等客户的供应体系中，随着后续顶棚业务持续获得定点，将为公司贡献收入增量，顶棚产品有望成为公司未来成长的重要方向。盈利预测与投资评级：我们维持公司 2023-2025 年归母净利润分别为 7.36 亿、9.44 亿、11.27 亿的预测，对应 EPS 分别为 0.58 元、0.74 元、0.89 元，市盈率分别为 32.97 倍、25.69 倍、

21.52 倍，维持“买入”评级。风险提示：全球乘用车行业销量不及预期；公司新产品拓展不及预期。

(证券分析师: 黄细里 证券分析师: 刘力宇)

国联证券(601456): 2023 年中报点评: 内生外延并行, 发展潜力可期

投资要点 事件: 国联证券发布 2023 年半年度报告, 公司 2023H1 营收同比+41.87%至 18.07 亿元, 归母净利润同比+37.30%至 6.00 亿元, 业绩超预期。重资产业务: 自营业务收入高增, 两融市占率稳步提升: 1) 自营业务规模提升推动分部收入高增。2023H1 国联证券充分把握一季度市场反弹行情, 并通过调整持仓有效应对二季度市场调整, 自营业务实现稳定收益(23H1 自营业务收益率 2.74%, 较 22H1+1.05pct), 叠加自营规模提升(截至 23H1 公司交易性金融资产较上年末+16%至 377 亿元), 推动公司 23H1 自营业务收入同比+68%至 9.62 亿元。2) 两融市占率提升带动利息净收入增长。截至 2023 年 6 月, 全市场两融余额较上年同期-0.93%至 15,885 亿元, 国联证券融出资金较上年同期+2%至 101 亿元, 带动两融市占率较上年同期+0.06pct 至 0.65%, 公司利息净收入同比+25%至 0.88 亿元。轻资产业务: 经纪业务相对稳定, 投行、资管业务增势喜人: 1) 经纪业务收入小幅下滑。2023H1, 全市场股基交易额 249 万亿元, 较 2022H1 基本持平; 国联证券股基交易额较 2022H1-7%至 11,750 亿元, 致使公司经纪业务市占率较 2022H1-0.04pct 至 0.47%, 公司经纪业务收入小幅下滑 1%至 2.61 亿元。2) 投行业务逆势而上。2023H1 全市场 IPO 募资额同比-33%至 2,097 亿元, 公司旗下华英证券紧抓全面注册制机遇, 积极服务实体经济发展, IPO 承销额同比+42%至 15 亿元, 推动公司投行业务收入同比+15%至 2.8 亿元。3) 资管业务规模持续扩张。截至 2023H1, 公司资管业务受托资金规模同比+7%至 1,114 亿元, 带动资管业务收入同比+12%至 0.84 亿元。外延并购稳步推进, 整合前景值得期待: 1) 中融基金正式更名, 股权变更完成最后一跃。2023 年 4 月 21 日, 证监会正式核准国联证券收购中融基金 75.5%股权事项。2023 年 8 月 1 日, 中融基金正式更名国联基金, 正式成为国联证券的控股子公司。自此公司“一参一控”格局尘埃落定, 在财富管理赛道的综合服务能力有望进一步提升。2) 控股股东竞得民生证券控股权, 未来整合空间可期。2023 年 3 月 15 日, 国联证券控股股东国联集团成功竞得民生证券控股权。在证监会“一参一控”的要求下, 国联证券与民生证券有望实现重组整合, 届时公司有望在大幅提升体量的同时与民生证券实现优势互补。盈利预测与投资评级: 基于上半年市场情况及公司经营业绩, 我们上调公司 2023-2025 年归母净利润预测至 10.99/13.36/15.24 亿元(前值为 9.19/12.53/14.28 亿元), 对应同比增速分别为 43.28%/21.49%/14.07%, 对应 2023-2025 年 EPS 分别为 0.31/0.38/0.43 元, 当前市值对应 2023-2025 年 PB 分别为 1.57/1.51/1.45 倍。我们依旧看好公司在财富管理方面的独特优势以及外延并购赋予公司的成长空间, 维持“买入”评级。风险提示: 1) 市场交投活跃度下滑; 2) 并购整合效果不及预期。

(证券分析师: 胡翔 证券分析师: 朱洁羽 证券分析师: 葛玉翔)

壹石通(688733): 2023 年中报点评: 二季度降价盈利承压, 2H 降本措施落地有望驱动盈利回升

投资要点 中报业绩符合预期。公司 23 年 H1 营收 2.16 亿元, 同减 26%, 归母净利 0.12 亿元, 同减 86%, 毛利率 24%, 同减 19pct, 计提股权激励费用影响 0.23 亿元利润, 若加回, 则归母净利 0.35 亿元,

同降 57%；23Q2 营收 1.1 亿元，同环比-22%/+3%，归母净利-0.01 亿元，同比转负。23Q2 毛利率 20%，同环比-21/-8pct，公司此前预告 23H1 归母净利 0.1-0.14 亿元，业绩处于预告中值，符合市场预期。涂覆需求阶段性下降，勃姆石 23Q2 出货约 0.55 万吨。我们预计 23H1 勃姆石出货 1-1.1 万吨，同减约 10%，其中 23Q2 勃姆石出货约 0.55 万吨，同比基本持平，环增 10%；公司上半年出货承压主要系极盾产能释放后卓高减少采购，我们预计 23H1 隔膜涂覆出货约 0.5 万吨，同降近 30%，占出货比重下降 10pct 至 50%以下。公司主动降价换取市占率，且成功导入恩捷成为公司隔膜第一大客户，其他隔膜厂商贡献额外增量，且公司新品小粒径勃姆石打开超薄涂覆市场，有望对冲卓高出货减量。公司 7 月排产环比已有 20%改善，我们预计 Q3 排产环比增 20%-30%，我们预计 23 年全年勃姆石出货 2.5-2.6 万吨，同比持平微增。降价导致 23Q2 盈利承压，2H 降本兑现预计推动盈利恢复。盈利方面，公司 23H1 单吨盈利 0.1 万元左右，若加回股权激励费用影响，我们测算单吨盈利 0.35 万元，较 22 年下滑约 25%。公司 3 月起产品降价 5%-8%，23Q2 充分体现，但产能利用率较低导致降本未完全体现，Q2 扣非单吨基本盈亏平衡。公司下半年产能利用率逐步提升，且工艺改进降低生产单耗，我们预计分产品降本水平 15%-30%之间，我们预计下半年单吨利润可恢复至 0.3 万元/吨左右，我们预计 23 年全年勃姆石单吨利润可维持 0.2 万元/吨左右。新产品下半年陆续投产，有望贡献盈利增量。电子材料方面，公司 9800 吨导热球铝我们预计 10 月投产，可用于液冷板导热胶；200 吨 low-alpha 射线高纯氧化铝我们预计 Q4 投产，可用于下游 AI、自动驾驶等高带宽、高散热需求芯片的颗粒状封装材料。阻燃材料方面，公司阻燃泡棉材料 Q2 已实现送样，我们预计 Q4 有望小批量出货。盈利预测与投资评级：考虑到行业竞争加剧，我们下修公司 23-25 年归母净利预期至 0.70/1.18/1.79 亿元（原预期 1.31/2.05/3.19 亿元），同比 -52%/+68%/+52%，对应 PE 为 76x/45x/30x，考虑到公司长期仍有增长潜力，维持“增持”评级。风险提示：销量不及预期，盈利水平不及预期

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕
证券分析师：岳斯瑶）

高能环境（603588）：2023 年中报点评：深度资源化投产贡献利润协同体现，运营占比持续提升

投资要点 事件：2023 年上半年公司实现营业收入 44.69 亿元，同比增长 11.8%；归母净利润 4.94 亿元，同比增长 11.16%；扣非归母净利润 4.31 亿元，同比增长 3.77%，业绩预告中值；加权平均 ROE 同降 2.36pct，至 5.41%。资源化高增，运营收入/毛利占比提升至 73%/63%。1. 运营板块：收入 32.63 亿元，同增 38.4%，占比 73%，较 22 年占比 59%提升 14pct。毛利率 18.8%，同减 2.4pct，毛利占比 63%，相比去年 54%增长 9pct。1) 固危废资源化利用：收入 24.78 亿元，同增 48.4%，毛利率 11.66%，同减 2.56pct；2) 固危废无害化处置：收入 1.92 亿元，同增 8.8%，毛利率 38.44%，同增 5.82pct；3) 生活垃圾处理：收入 5.93 亿元，同增 15.9%，毛利率 42.44%，同增 2.48pct，截止 2023/06/30 公司在运垃圾焚烧项目规模 11000 吨/日，在建项目 1400 吨/日。2. 工程板块：收入 10.44 亿元，同减 27%，占比 23%，较上年同期占比 36%下降 13pct。1) 生活垃圾处理工程：收入 1.08 亿元，同减 82.4%；2) 固危废处置工程：收入 4.78 亿元，同增 28%。3) 环境修复工程收入 4.58 亿元，同增 0.8%。公司加强订单风险评估，2023H1 新签工程类订单 18.79 亿元，同降 9.1%。深度资

源化投运加速贡献利润。1) 江西鑫科: 全产线上半年逐步投产, 实现铜、金、银等销售, 贡献收入 6.7 亿元, 净利润 0.43 亿。由于项目初期备料 19.27 亿元, 上半年经营性净现金流转为-13.6 亿元, 相比去年 5.97 亿下降较多。2) 靖远高能: 靖远二期去年四季度投产, 产能负荷提高, 上半年靖远高能实现收入 5.7 亿元, 净利润 1.0 亿。3) 高能鹏富&高能中色: 由于市场竞争激烈、原材料上涨项目受到一定影响, 总体运营正常, 上半年高能鹏富贡献净利润 0.28 亿元。4) 重庆耀辉&金昌高能: 项目受原料市场萎缩影响较大, 盈利水平与预期有差距。龙头整合赛道, 打造多品类再生利用平台。公司通过重点区域项目布局, 废料回收已形成全国影响力, 同时布局多金属品类回收, 实现深度资源化。公司目前已涵盖金属(铜、镍、铅、锌、锡等以及稀贵金属)、塑料玻璃、轮胎橡胶。平台将有效激发项目间协同效应, 为废料回收范围扩大, 运营效率提高带来保障。盈利预测与投资评级: 公司江西鑫科、靖远二期深度资源化成功投运, 贡献利润同时赋能前端资源化项目实现协同。我们维持 2023-2025 年归母净利润 11.0 亿元/14.3 亿元/18.2 亿元, 对应 2023-2025 年 PE 为 14x/10x/8x(2023/8/29), 维持“买入”评级。风险提示: 危废产能建设不及预期, 产能利用率不及预期, 竞争加剧

(证券分析师: 袁理 证券分析师: 任逸轩)

华发股份(600325): 2023 中报点评: 投资聚焦融资改善, 业绩维持稳健增长

投资要点 事件: 公司发布 2023 年中报。2023 年上半年公司实现营业收入 314.8 亿元, 同比增长 22.9%; 归母净利润 19.3 亿元, 同比增长 2.1%, 业绩略超市场预期。营收增速稳健, 业绩维持正增长。2023 年上半年公司营收同比增长 22.9%, 归母净利润同比增长 2.1%, 在当前市场环境中仍能维持业绩正增长实属不易。归母净利润增速低于营收增速的主要原因是: 1) 毛利率同比下降 2.6pct 至 18.8%; 2) 营销力度加大, 销售费用率同比提升 0.2pct 至 2.4%; 3) 少数股东损益占比同比提升 3.4pct 至 23.9%。深耕城市表现优异, 销售业绩稳步突破。公司“立足珠海、面向全国”, 2023 年上半年实现销售金额 769.3 亿元, 同比增加 55.8%; 销售面积 247.8 万平, 同比增加 38.7%, 高于市场平均水平, 位列克而瑞全口径销售金额榜第 14 位, 同比提升 3 位。其中, 华东大区销售 406.2 亿元, 占比 52.8%, 压舱石地位进一步稳固; 珠海大区销售 140.6 亿元, 占比 18.3%, 继续巩固珠海龙头地位。聚焦优质土储, 精准投拓核心城市。公司上半年通过公开竞拍、合作、旧改等方式, 获取优质项目 11 个, 包括上海虹桥中央商务区、松江洞泾轨交两宗“明星地块”。新项目均位于上海、广州、深圳、成都等核心城市, 极具发展后劲。根据克而瑞数据, 2023 年上半年华发股份新增货值 198.5 亿元, 排名第 16 位。现金流稳健充裕, 多样化融资降本增效。公司“三道红线”绿档的同时, 一是紧抓销售与回款, 截至 2023 年上半年末, 公司预收楼款 1081.5 亿元, 较年初增长 24%, 销售回款 510.0 亿元, 同比增长 67%, 经营性现金流稳健充裕; 二是持续拓宽融资渠道, 积极开展股权融资, 60 亿向特定对象发行股票项目申报已获上交所审核通过。2023 年上半年公司综合融资成本下降至 5.59%。盈利预测: 华发股份具备国资股东优势, 扎根珠海、深入横琴粤港澳国家级合作开发区, 销售业绩稳步高增。我们维持其 2023/2024/2025 年归母净利润预测为 29.0/32.2/35.3 亿元, 对应 EPS 为 1.37/1.52/1.67 元, 对应 PE 分别为 8.2X/7.4X/6.8X, 维持“买入”评级。风险提示: 行业下行压力超预期; 政策放松不及预期。

(证券分析师: 房诚琦 证券分析师: 白学松)

证券分析师：肖畅)

中国平安 (601318)：2023 年中报点评：行业龙头卷土重来

投资要点 事件：公司披露 2023 年中期业绩：实现归母营运利润 (OPAT) 819.57 亿元，同比下降 5%；归母净利润 698.41 亿元，同比下降 1.2%，两者差异主要为短期投资波动 122.59 亿元；中期每股股息 0.93 元，同比增长 1.1%。公司业绩超预期，尤其是新业务价值和分红增速。面对外部复杂环境，公司持续贯彻“聚焦主业、降本增效、优化结构、制度建设”的十六字经营方针。1H23 公司寿险及健康/财险/银行/资管/科技归母 OPAT 同比增速分别为 -3.0%/7.4%/14.9%/-67.9%/-64.7%，财险和银行板块是当期主要贡献。寿险改革持续打造三高代理人队伍，多元创新渠道贡献持续增长。1H23 寿险实现 NBV 达 259.60 亿元，同比增长 32.6% (可比口径增速 45.0%，对应 2Q23 同比增速 86%)，归因分析：1. 从量价贡献来看，NBV 新单同比增长 49.6%，NBV Margin 小幅下降至 22.8%；2. 从渠道来看，个险/银保 NBV 可比口径同比增速分别为 43.0% 和 174.7%，代理人渠道人均 NBV 同比增长 94.3%，人均收入同比增长 37% 至 10,887 元/月，银保渠道深化与平安银行的独家代理模式“新优才”队伍。公司披露新准则下利源分析，1H23 寿险 OPAT 同比下降 1.7% 至 585.93 亿元，主要系保险服务业绩同比下降 4.2% 至 481.15 亿元，其中合同服务边际 (CSM) 摊销比例由 1H22 的 9.1% 小幅下降至 1H23 的 9.0%；投资服务业绩 (即投资收益高于准备金要求回报的部分) 同比增长 23.4% 至 175.00 亿元，主要系寿险总投资收益率同比上升 0.4 个 pct. 至 3.4%；而寿险净利润同比增长 4.5% 至 463.35 亿元，主要系短期投资波动负向拖累同比明显收窄所致。1H23 新准则下 CSM 期末余额为 8,174.94 亿元，较年初基本持平，新业务 CSM 同比增长 12.2%，新业务 CMS Margin 基本稳定在 10.6%，指向报表内在持续修复。财险业务品质稳定。1H23 财险 OPAT 同比增长 7.4% 至 92.85 亿元，归因分析：1. 承保利润同比下降 27.3% 至 30.53 亿元，主要系保险服务收入同比增长 7.8%，但承保综合成本率同比上升 0.9 个 pct. 至 98.0% (费用率同比上升 0.6 个 pct.，赔付率同比上升 0.3 个 pct.)，车险承保综合成本率 97.1%；2. 总投资收益同比增长 33.2% 至 80.44 亿元，主要系财险总投资收益率同比上升 0.4 个 pct. 至 3.4%。1H23 财险营运 ROE 维持在 15.2%，业务品质良好。EV 增速改善，投资偏差由负转正。1H23 末寿险和集团 EV 较年初分别增长 5.7% 和 4.9%，寿险非年化 ROEV 由 1H22 的 6.6% 提升至 1H23 的 7.2%。1H23 险资投资组合年化综合投资收益率 4.1%，同比上升 0.7 个 pct.，总投资收益率 3.4%，同比上升 0.4 个 pct.，主要系权益类资产公允价值增加；年化净投资收益率 3.5%，同比下降 0.4 个 pct.，主要系存量资产到期和新增资产收益率下降影响。1H23 寿险投资偏差由负转正提振期初 EV 达 0.7%。盈利预测与投资评级：这是公司多年来首次交出一份大超预期的中报，颇有行业龙头卷土重来之势。维持盈利预测，我们预计 2023-25 年归母营运利润为 1569、1685 和 1785 亿元，同比增速分别为 5.7%、7.4% 和 5.9%，维持“买入”评级。风险提示：长端利率持续下行，保障型产品需求复苏放缓。

(证券分析师：胡翔 证券分析师：葛玉翔 证券分析师：朱洁羽)

海泰新光 (688677)：2023 中报点评：业绩符合预期，期待新订单及整机放量

投资要点 事件：2023H1 公司实现收入 2.7 亿元 (+36.48%，同比，下同)，归母净利润 8933 万元 (+11.85%)；实现扣非后归母净利润 8572 万元 (+17.32%)，业绩符合我们预期。股权支付及联营企业投资损失

影响利润端增速：分季度看，23Q2 公司实现收入 1.2 亿元(+16.19%)，归母净利润 4087 万元(-7.28%)，扣非归母净利润 3933 万元(-0.58%)。半年维度及单季维度利润增速均慢于收入增速，主要系股份支付及联营企业投资损失较大所致，23H1 若剔除两方面影响，归母净利润及扣非归母净利润同比分别增长约 31%、39%。23Q2 若剔除两方面影响，归母净利润及扣非归母净利润同比分别增长约 16%、26%，与收入增长比例相符。内窥镜业务继续引领增长，下半年新订单有望落地：2023H1，公司医用内窥镜器械下游客户需求增加，公司产能逐步释放，实现收入 2.11 亿元(+46.26%)。我们认为，随着三季度末史赛克 1788 的正式上市推广，相关核心零部件的需求将会同步增加，公司订单同样有望增加；此外，公司针对美国史赛克新一代宫腔镜、尿道镜有望于 Q4 试生产，并于明年贡献新增订单。整机业务持续推进，三驾马车齐驱有望开启公司全新增长曲线：公司与美国史赛克、国药新光合作的整机有望于 9 月底获批，自主研发的第二代整机有望于 Q4 初获批，三驾马车并驾齐驱，有望迅速加强公司产品在不同渠道的影响力，分享国内广阔市场。此外，公司自主研发的 4K 除雾内窥镜摄像系统 N700-F 也于 2023 年 2 月 13 日获准注册，目前投放了十几台样机在北京和山东的医院中进行临床试用，终端反馈好，未来将与第二代 4K 荧光摄像系统构成迭代整机产品，进一步加深护城河。光学产品光学业务稳步推进，多款新品上市：2023H1，公司光学产品稳步增长，实现收入 5553 万元(+7.34%)，公司口扫、激光等产品持续快速发展，掌纹静脉仪已通过公安部认证，并积极与下游终端客户对接，未来有望打开应用场景合作放量；与显微镜客户合作的第一代显微镜今年已经开始正式生产。未来光学业务有望提速。盈利预测与投资评级：考虑到公司光学业务承压，我们将公司 2023-2025 年归母净利润预测由 2.45/3.29/4.24 亿元下调至 2.28/3.06/4.02 亿元，当前市值对应 PE 为 26/19/15 倍。同时，我们看好公司新订单及整机取证落地情况，维持“买入”评级。风险提示：新品推广不及预期；汇兑损益风险等。

(证券分析师：朱国广)

旗滨集团 (601636)：2023 年中报点评：浮法盈利如期改善，多元增量加速释放

投资要点 事件：公司披露 2023 年中报，上半年实现营业总收入 68.85 亿元，同比增长 6.1%，实现归母净利润 6.47 亿元，同比下降 40.0%，基本符合预期。浮法业务景气回升，光伏玻璃贡献增量。(1)上半年公司浮法/节能/其他功能玻璃实现营收 41.24 亿元/12.84 亿元/13.75 亿元，占收入比重分别为 60%/19%/20%，较 2022 年全年的占比分别下降 6pct/下降 1pct/上升 6pct。预计浮法玻璃量增价跌，上半年销售浮法玻璃原片 5369 万重箱，同口径同比增加 269 万重箱，但去年同期浮法原片基数仍处高位；其他功能玻璃占比明显提升预计主要得益于光伏玻璃产能释放和销量增加，上半年公司 2 条 1200t/d 光伏玻璃生产线点火投产。(2)上半年公司综合毛利率为 20.7%，同比下降 9.7pct，预计主要是浮法玻璃单箱均价、毛利同比下降的拖累，此外光伏等其他功能玻璃收入占比提升也有一定影响。(3)公司 Q2 单季收入同比增速环比 Q1 加快 7.3pct 至 9.5%，单季毛利率为 26.7%，同比下降 0.1pct，但环比 Q1 提升 13.3pct，主要是因为前期浮法玻璃行业较大面积亏损加速高成本供给出清，上半年以来行业库存加速去化厂商顺利推动提价，Q2 市场价格较 Q1 明显上涨，此外纯碱及主要能源价格于 Q2 继续回落。Q2 期间费用率有所上升，资本开支持续发力。(1)公司 Q2 期间费用率为 10.2%，同比上升 2.4pct，其中销售/管理/研发

/财务费用率分别同比+0.1/+1.5/-0.2/+1.0pct, 财务费用率上升主要是资本性支出维持高位导致融资费用支出增加。(2) 公司 Q2 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 12.82 亿元, 同比增长 59.7%, 主要是公司漳州、宁波等光伏玻璃项目以及电子玻璃生产线等持续推进所致。公司 Q2 经营活动产生的现金流量净额为 4.50 亿元, 同比下降 27.6%。(3) 公司中报负债率为 51.7%, 环比一季度末上升 2.2pct, 带息债务余额为 89.79 亿元, 环比一季度末上升 14.19 亿元, 与大力度的资本开支有关。浮法玻璃盈利如期改善, 光伏玻璃增量有望加速释放。(1) Q2 浮法玻璃盈利如期回升。短期终端需求由淡向旺季转换, 虽然经历前期价格上调, 下游阶段性进入消化库存阶段, 但旺季刚需消化叠加下游补库支持价格的进一步上行空间。中期随着在产产能回升, 供给已由缺口回到平衡, 但厂商库存也回到中低位, 若保交楼加速落地或地产政策超预期, 此轮盈利弹性和持续性有望超预期。(2) 截止 6 月末, 公司在建 6 条光伏玻璃生产线、2 条电子玻璃生产线, 正在筹建 2 条电子玻璃生产线、2 条中性硼硅药用玻璃生产线, 产能投放将加速多元业务收入体量和盈利增量释放。盈利预测与投资评级: 作为浮法玻璃龙头企业, 公司享有中长期成本优势, 光伏玻璃大手笔布局, 电子玻璃、药用玻璃持续扩张, 公司中长期多元化成长性显现。基于地产景气下行, 我们调整公司 2023-2025 年归母净利润预测为 17.7/18.9/23.5 亿元 (前值为 22.0/27.5/28.7 亿元), 8 月 29 日收盘价对应市盈率 13、12、10 倍, 维持“增持”评级。风险提示: 地产竣工端需求不及预期、新业务开拓不及预期。

(证券分析师: 黄诗涛 证券分析师: 房大磊
证券分析师: 石峰源)

中伟股份 (300919): 2023 年中报点评: Q2 业绩符合预期, 产能利用率提升带动单吨利润恢复

投资要点 23H1 归母净利润 7.68 亿元, 同比增长 16.29%, 处于业绩预告中值, 符合市场预期。2023 年 H1 公司营收 172.66 亿元, 同比增长 21.34%; 归母净利润 7.68 亿元, 同比增长 16.29%; 扣非净利润 6.05 亿元, 同比增长 25.68%。2023 年 Q2 公司实现营收 93.63 亿元, 同比增加 18.5%, 环比增长 18.48%; 归母净利润 4.27 亿元, 同比增长 5.27%, 环比增长 25.3%, 扣非归母净利润 3.53 亿元, 同比增长 28.64%, 环比增长 39.63%。23Q2 出货环增 15%, 23 年预期 30% 左右增长。公司上半年出货超 12 万吨, 产量 11.3 万吨, 产能利用率 78%, 其中 Q2 出货 6.5 万吨左右, 同比增长 25%, 环比增长 15% 左右, 高镍产品出货量占比近 60%; 公司客户以海外为主, 海外客户出货占比 70%, 其中上半年出口 5.2 万吨 (不含海外客户国内工厂), 占比 43%, 随着海外需求稳定恢复, 我们预计 23 年出货有望达近 30 万吨, 实现 30% 左右增长。公司预计 23 年末将建成近 40 万吨三元前驱体产能、2.5 万吨四氧化三钴产能, 24 年有望维持 30% 以上增长。此外, 23Q1 末首期年产 8000 吨钠电项目正式投料, 年底预计建成 20 万吨/年磷酸铁产能, 实现公司镍系、钴系、磷系、钠系四大材料体系全覆盖, 且均实现大规模量产化, 产品矩阵进一步丰富。23Q2 单吨扣非净利 0.55 万元/吨左右, 产能利用率恢复推动环比增长。盈利端, 公司上半年出口海外单价 12 万元/吨, 毛利率 16.8%, 远高于国内 8% 的毛利率水平, 盈利优势明显; 我们测算 23Q2 单吨扣非利润 0.55 万元左右, 环比增长 20%, 主要系产能利用率提升、一体化比例提升及辅材降价所致。公司印尼 5.5 万吨 RKEF 项目已建成, 全年有望贡献 3 万吨左右出货, 钦州基地全球首条低冰镍制备高冰镍 OESBF 产线进入产能爬坡阶段, 下半年镍冶炼开始起量, 伴随硫酸镍后端自供比例进一步提

升，单位盈利有望稳中有升。 盈利预测与投资评级：我们维持公司2023-2025年归母净利润预测20.5/28.0/37.1亿元，同增33%/37%/32%，对应23-25年19x/14x/11xPE，考虑公司为国内第一大前驱体厂商，且23年产能释放，量利双升，维持“买入”评级。 风险提示：原材料价格波动超市场预期，销量及政策不及预期。

(证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕
证券分析师：岳斯瑶)

美图公司 (01357.HK): 23年中报点评: 付费率提升驱动业绩增长, AI产品矩阵逐步完善

投资要点 事件: 23H1, 公司实现营收12.6亿元, 同比增长29.8%; 归母净利润2.3亿元, 同比扭亏为盈; 经调整归母净利润1.5亿元, 同比增长320.4%。 月活用户稳健, 订阅率提升驱动业绩增长。23H1, 公司MAU总数为2.5亿, 相比22年年底增长1.7%。影像与设计产品实现营收6.0亿元, 同比增长62.2%, 主因付费率提升。截至23年6月, 公司付费订阅用户总数逾720万, 付费渗透率约为2.9%, 同比增加0.9pct。公司在AI图片、视频、设计等领域的产品功能拓展及VIP权益的完善推动付费率增长, 订阅渗透率有望进一步提升。AIGC功能提升用户体验, 长期有望持续贡献业绩增量。基于领先技术及影像领域的经验积累, 公司在AIGC方面具备优势。23H1, 公司产品功能及相关技术不断迭代升级: 1) 公司自主研发大模型Miracle Vision, 有望成为公司未来发展AIGC功能的基石。2) 公司持续推出新的AIGC功能, 如AI动漫、线稿涂鸦、AI海报和AI写真等; 并将AIGC功能系统地整合到核心图片和视频编辑流程中。AIGC产品及功能的持续推出有望提升用户使用体验, 驱动订阅率以及ARPPU提升。由生活场景向生产力应用场景拓展, 完善ToP产品组合矩阵。公司持续推出生产力工具产品, 覆盖工作场景。23H1, 公司专注于聚焦商业设计的应用程序美图设计室, 已实现实质性的营收增长; 推出创作口播视频的APP开拍, MAU已突破20万。公司向具备较大市场的生产力场景延伸, 有望开拓成长曲线。 盈利能力显著提升, 重视研发投入: 23H1, 公司毛利率达59.8%, 同比提升8.0pct, 主因毛利率较高的影像与设计营收占比提升。23H1, 公司销售/管理/研发费用率分别为17.6%/11.4%/23.3%, 同比变动-1.2/-2.6/-4.0pct, 其中研发费用达2.94亿元, 同比增长10.8%。此外, 23H1公司已购买加密货币市场价格上升导致减值回拨约1.86亿元, 对调整前净利润有正向影响。 盈利预测与投资评级: 公司聚焦影像赛道, 我们看好公司在该领域的竞争优势及AI赋能, 将2023-2025年调整后净利润从2.2/4.0/6.0亿元调整至3.2/5.7/9.8亿元, 同比提升193%/77%/70%, 对应2023-2025年PE为31/18/10x, 维持“买入”评级。 风险提示: 付费率提升不及预期, AIGC技术及应用不及预期

(证券分析师：张良卫 研究助理：晋晨曦)

怡合达 (301029): 2023年中报点评: 业绩维持较快增长, 光伏行业增速亮眼

2023上半年公司业绩快速增长, 新能源行业表现亮眼 2023H1公司实现营业收入15.3亿元, 同比+31.2%; 实现归母净利润3.46亿元, 同比+34.4%; 扣非归母净利润3.45亿元, 同比+41.1%。分行业来看, 上半年公司业绩实现较快增长主要系新能源行业需求旺盛, 2023H1公司锂电和光伏行业销售收入分别为6.1/1.5亿元, 同比增长64%/140%, 收入占比为40%和10%, 同比分别提升9pct/4pct。公司第二大板块3C手机行业营收3.0亿元, 同比下降1.9%, 收入占比19%; 汽车行业营收占比6%, 收入同比下降2%; 半导体行业营收占比5%, 收入同比

增长 95%。分产品来看，直线运动零件/铝型材及配件/机械加工件营收分别为 4.0/3.1/2.3 亿元，同比分别为+18%/+38%/+56%。Q2 单季度公司实现营业收入 8.2 亿元，同比+21.8%；实现归母净利润 1.85 亿元，同比+18.2%；扣非归母净利润 1.85 亿元，同比+25.5%，Q2 公司业绩增速放缓主要系制造业复苏不及市场预期。产品结构优化带动毛利率提升，费控能力优异 2023H1 公司销售毛利率 41.0%，同比提升 0.6pct，我们判断毛利率提升来源于下游需求结构优化：分行业来看，上半年增长较快的新能源及光伏行业毛利率同比分别提升 2.6/2.7pct；分产品来看，2023H1 机械加工件毛利率 44.3%，同比提升 5.2pct。2023H1 公司销售净利率为 22.7%，同比提升 0.5pct，净利率提升主要受益于毛利率提高。费用端，2023H1 公司期间费用率为 13.3%，同比下降 0.7pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.0%/5.6%/3.9%/-0.2%，同比分别-0.5/-0.7/+0.3/+0.2pct，销售及管理费用率下降主要系公司加强成本管控，财务费用率增加主要系汇兑收益较上年同期减少所致。定增助力产能突破，FB 业务打开长期空间 2023 年 1 月，公司公告拟在创业板向特定对象发行股票不超过 9631.2 万股，募集资金不超过 26.5 亿元，主要用于怡合达智能制造供应链华南中心二期项目及怡合达智能制造暨华东运营总部项目。就华东运营总部项目而言，公司已与昆山市千灯镇政府签署投资总额 12 亿元的项目投资协议，项目计划于 2023 年 10 月开工，建设周期 24 个月，预计于 2026 年达到设计产能，2028 年实现销售收入不低于 30 亿元。此外，本次两个募投项目中均计划建设 FB 云制造车间，有利于增加公司非标零部件产品产能，打开公司长期成长空间。盈利预测与投资评级：我们维持公司 2023-2025 年归母净利润分别为 6.99/9.17/11.95 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 29/22/17 倍，维持“增持”评级。风险提示：市场竞争加剧的风险、下游行业需求变动的风险。

(证券分析师：周尔双 证券分析师：罗悦)

桐昆股份 (601233)：2023 年中报点评：长丝高弹性，炼化高成长

投资要点 事件：公司发布 23H1 业绩，实现营业收入 369 亿元，同比+24%；实现归母净利润 1.1 亿元，同比-95%；实现扣非净利润 0.2 亿，同比-99%。其中 23Q2 单季度，实现归母净利润 6.0 亿元，同比-25%、环比扭亏为盈，实现扣非净利润 5.4 亿，同比-30%、环比扭亏为盈。长丝量价齐升，浙石化盈利环比改善：1) 涤纶长丝：23Q2 期间，公司实现长丝销售 253 万吨，环比+32%，其中 POY/FDY/DTY 销量分别为 196/33/24 万吨。价格价差方面，Q2 期间公司 POY/FDY/DTY 不含税售价分别为 6782/7618/8315 元/吨，环比+123/+174/+66 元/吨，单吨价差分别为 1088/1925/2622 元/吨，环比+71/+122+ 14 元/吨，价格价差均呈现改善趋势。2) 浙石化：23Q1/23Q2 期间浙石化分别实现净利润-25.6/8.0 亿元，对应单季度投资收益分别为-5.1/1.6 亿元，其中成品油和芳烃盈利表现较优。旺季行情开启在即，看好涤纶长丝向上弹性：截至 8 月 24 日，涤纶长丝与下游织机开工率分别达 86%/64%，较去年同期+22pct/+18pct，均处于年初以来高位。同时 POY/FDY/DTY 库存天数分别为 12.3/17.8/24.0 天，处于近五年中低位。向后看，金九银十开启在即，国内纺服零售和出口需求或边际改善，长丝盈利有望进一步修复。长丝投产高峰期已过，向后看产能增速边际放缓：根据百川盈孚统计，23 年国内共有 550 万吨长丝产能投放，其中 Q1-Q4 投产量分别为 235/80/125/110 万吨，Q1 投产量较多主要系去年行业亏损，部分产能延后至年初投放。站在当前时点，新增产能对于行业的影响已经基本消化，向后看，24 年起行业扩产边际放缓，供需格局有望持续优化。在建项目陆续投产，PTA&长丝双双迈入千万吨级：1)

截至 23H1，公司合计拥有 PTA/长丝产能 1020/1170 万吨，其中上半年分别投产 300/210 万吨；2) 目前公司仍有嘉通、恒阳、中昆等项目在建，预计到 23 年底，PTA/长丝/乙二醇产能将分别达到 1020/1290/60 万吨。印尼炼化项目正式启动，全产业链布局打开成长空间：公司携手新凤鸣在印尼布局 1600 万吨/年炼化一体化项目，年产 PX 520 万吨、乙烯 80 万吨，成品油收率低于 30%。印尼项目的布局有助于公司打通产业链的最后一环，也为公司开启大化工和新材料转型提供了平台基础。盈利预测与投资评级：综合考虑行业复苏节奏，我们调整公司 2023-2025 年归母净利润为 20/42/60 亿元（此前为 25/47/64 亿元），按 8 月 29 日收盘价计算，对应 PE 分别 17.6/8.4/5.9 倍，维持“买入”评级。风险提示：需求复苏不及预期、项目实施进度延后、炼化市场竞争加剧

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

北方华创 (002371)：2023 年中报点评：业绩符合预期，新签订单延续高速增长

事件：公司发布 2023 年中报。集成电路设备快速放量，收入端延续稳健增长 2023H1 公司实现营业收入 84.27 亿元，同比+55%，落于业绩预告中位区间（78.20-89.50 亿元，同比+44%-64%）；其中 Q2 营业收入为 45.55 亿元，同比+38%。细分产品结构来看：1) 电子工艺装备：2023H1 实现收入 73.49 亿元，同比+79%，收入占比为 87.21%，同比+11.90pct。我们推测集成电路设备为公司电子工艺装备收入主要构成，主要系刻蚀机、PVD、CVD、立式炉、清洗机、ALD 等设备市场导入节奏进一步加快，在集成电路领域主流生产线实现批量销售。2) 电子元器件：2023H1 实现收入 10.59 亿元，同比-21%，收入占比为 12.57%，同比-11.94pct，短期承压。截至 2023H1 末，公司存货和合同负债分别为 167.28 和 85.86 亿元，分别同比+56%和+51%，分别较 2022 年末+28%和+19%，均反映出公司新签订单旺盛，我们判断集成电路设备仍为主要增长点，同时光伏设备也在快速放量。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。收入结构改变致使毛利率有所下滑，规模效应驱动净利率快速提升 2023H1 公司归母净利润为 17.99 亿元，同比+138%，落于业绩预告中位区间（16.70-19.30 亿元）；实现扣非归母净利润 16.09 亿元，同比+149%，落于业绩预告中位区间（14.90-17.20 亿元）。2023H1 销售净利率为 22.05%，同比+5.99pct。1) 毛利端：2023H1 销售毛利率为 42.37%，同比-4.01pct，其中电子工艺设备和电子元器件毛利率分别为 38.37%和 70.16%，分别同比+1.92pct 和-6.53pct。2023H1 电子元器件业务毛利率下滑和收入占比下降，是销售毛利率同比下降的主要原因。2) 费用端：2023H1 期间费用率为 21.96%，同比-7.37pct，其中销售、管理、研发和财务费用率分别同比-1.14、-1.53、-4.98、+0.28pct，规模效应显现，是净利率提升核心驱动力。本土半导体设备平台型公司，将长期受益国产替代浪潮 1) 刻蚀设备：面向 12 寸逻辑、存储、功率、先进封装等客户，实现硅、金属、介质刻蚀工艺全覆盖。2) 薄膜沉积装备：突破 PVD、CVD 和 ALD 等多项核心技术，铜互联薄膜沉积、铝薄膜沉积等二十余款产品成为国内主流芯片厂的优选机台。3) 立式炉装备：中温氧化/退火炉、高温氧化/退火炉、低温合金炉，低压化学气相沉积炉、批式原子层沉积炉均已成为国内主流客户的量产设备，并持续获得重复订单。4) 外延装备：覆盖 SiC 外延炉、硅基 GaN 外延炉、6/8 寸多片硅外延炉等 20 余款量产设备。5) 清洗装备：单片清洗机覆盖 Al/Cu 制程全部工艺，是国内主流厂商后道制程的优选机台；

槽式清洗机在多家客户端实现量产，屡获重复订单。盈利预测与投资评级：综合考虑到公司电子元器件业务发展趋势和费用率下降，我们调整公司 2023-2025 年归母净利润预测分别为 35.70、47.22 和 60.81 亿元（原值 35.43、47.59 和 61.71 亿元），当前市值对应动态 PE 分别为 39、29 和 23 倍。基于公司较高的成长性，维持“买入”评级。风险提示：晶圆厂资本开支不及预期、新品产业化进展不及预期等。

（证券分析师：周尔双）

佳禾食品（605300）：2023 年中报点评：Q2 业绩符合预期，盈利能力持续改善

投资要点 事件：23H1 总营收 13.27 亿元，同比+38%，归母净利润 1.36 亿元，同比+303%；单 Q2 总营收 6.86 亿元，同比+56%，归母净利润 0.72 亿元，同比+341%，扣非归母净利润 0.63 亿元，同比+657%，符合此前披露的业绩预告区间。业绩高增延续，植脂末、咖啡业务表现亮眼。单 Q2 总营收同比+56%，季度高增态势延续，分产品看，单 Q2 粉末油脂收入 4.59 亿元，同比+57%，主系于下游茶饮市场强劲的恢复，从我们跟踪数据来看，奈雪的茶 4-6 月平均订单量同比+135%/110%/105%，茶饮市场复苏下更具性价比的植脂末优势凸显，咖啡业务收入 0.56 亿元，同比+46%，公司作为当前咖啡业务上游少数大玩家，根据需求持续扩建咖啡产能，以满足不断增长精品咖啡需求，植物基收入 0.26 亿元，同比+19%。分渠道看，Q2 生产企业+连锁收入 5.55 亿元，同比+73%，经销渠道收入 0.55 亿元，同比-5%。费控效果良好，毛、净利率显著改善。23H1 销售毛利率 18.22%，同比+7.13pct，销售/管理费用率 2.7%/2.7%，分别同比-0.7pct/-0.9pct，归母净利率约 10%，同比+6.71pct；单 Q2 来看，Q2 销售毛利率 19.2%，销售/管理费用率分别为 3.07%、2.82%，分别同比-0.4pct、-1.06pct，综合作用下归母净利率 10.54%，同比+6.8pct，毛、净利率逐季提高趋势延续。盈利预测与投资评级：植脂末表现喜人，咖啡持续高增，季度业绩释放持续兑现，展望后续公司这两年处于植脂末客户相对稳定、咖啡大小客户持续增加、产能持续提升的阶段，依靠显著的 B 端的优势，盈利能力有望趋于稳定，我们维持 2023-2025 年归母净利润为 2.95、3.82、4.93 亿元，同比+156%、30%、29%，当前市值对应 2023-2025 年 PE 分别为 27、21、16 倍，维持“买入”评级。风险提示：若咖啡业务下游大客户扩张速度不及预期、上游原材料波动加剧、食品安全问题

（证券分析师：汤军 证券分析师：王颖洁）

国网英大（600517）：2023 年中报点评：业绩符合预期，看好“金融+制造”双主业齐头并进

投资要点 事件：国网英大发布 2023 年半年度报告。2023H1 公司营收同比+13.63%至 50.07 亿元，归母净利润同比+21.61%至 7.55 亿元，业绩符合预期。金融板块整体稳健，信托业务表现突出：2023H1，国网英大手续费及佣金收入/利息收入分别同比+6%/-4%至 15.91/3.86 亿元。1) 英大信托业绩亮眼。伴随信托行业转型提速，行业监管趋于规范，行业分化态势逐步加剧。国网英大控股子公司英大信托立足产融结合禀赋优势，持续实现突破。截至 2023 年 6 月，英大信托资产规模较上年同期+4%至 7,496 亿元，带动英大信托营收/归母净利润分别同比+13%/+30%至 14.50/9.06 亿元。2) 资管及自营业务拖累英大证券表现。2023H1，由于新业务拓展不及预期，英大证券资管业务收入同比-93%至 178 万元。同时，受资本市场波动影响，英大证券自营业务投资收益同比-37%至 1.52 亿元。受此拖累，2023H1 英大证券营收/归母净利润分别同比-37%/-40%至 6.24/0.69 亿元。3) 英大期货业绩有所

下滑。2023H1，受经纪业务收入下降、风险管理子公司调整基差贸易业务结构影响，英大期货营收/归母净利润同比-67%/-24%至 1.62/0.12 亿元。碳资产及电力装备亮点纷呈：1) 2023H1，受益于国家政策支持，全国碳市场运行平稳有序。英大碳资产依托电网资源优势，持续向电网企业拓展碳管理服务。同时公司联合外部金融机构稳步开拓碳金融业务，已在多地落地“碳e融”系列产品，助力投放绿色信贷规模近 60 亿元。由于部分项目暂未达到收入确认节点，2023H1 英大碳资产营收/归母净利润分别同比-56%/-97%至 1,809/803 万元。2) 2023H1 新型电力系统建设需求持续释放，全国电网工程投资同比+7.8%至 2,054 亿元，为国网英大电力装备业务提供了良好发展机遇。2023H1 国网英大全资子公司置信电气营收/归母净利润分别+39%/+147%至 29.25/0.40 亿元。盈利预测与投资评级：国网英大金融业务呈现稳健发展态势，碳资产与电力装备制造业务潜能有待释放，看好公司长期成长空间。我们维持此前盈利预测，预计 2023-2025 年公司归母净利润为 14.92/17.68/18.85 亿元，对应同比增速分别为 39.55%/18.52%/6.59%，对应 2023-2025 年 EPS 分别为 0.26/0.31/0.33 元，当前市值对应 2023-2025 年 PE 估值分别为 20.16x/17.01x/15.96x，维持“增持”评级。风险提示：1) 信托行业监管趋严；2) 碳资产业务发展不及预期。

(证券分析师：胡翔 证券分析师：朱洁羽 证券分析师：葛玉翔)

青岛啤酒 (600600)：2023 年中报点评：业绩符合预期，中高端快速放量

投资要点 事件：公司发布 2023 半年报，2023H1 公司营收 215.9 亿元 (yoy+12.0%)，归母净利润 34.3 亿元 (yoy+20.1%)，扣非归母净利润 32.3 亿元 (yoy+24.6%)。2023Q2 单季实现收入 108.9 亿元 (yoy+8.2%)，归母净利润 19.7 亿元 (yoy+14.4%)，扣非归母净利润 18.8 亿元 (yoy+19.8%)，业绩表现符合预期。量价齐增，中高端产品表现亮眼。2023H1 公司啤酒销量/吨价同比分别增长 6.5%、5.3%，其中青岛品牌销量为 281 万吨 (yoy+8.2%)；中高档及以上产品销量 198 万吨 (yoy+15.0%)，销量占比达 39.3% (yoy+4.1pct)。2023Q2 单季来看，公司啤酒销量/吨价同比分别增长 2.7%、5.3%，其中中高端及以上产品同比增速达 18.6%，得益于啤酒旺季来临&线下餐饮等消费场景持续复苏，公司产品结构持续优化。分区域情况来看，2023H1 山东/华南/华北/华东/东南收入分别同比增长 13.5/7.8/10.8/13.9/6.4%，华东及华南等地盈利情况良好。毛利率改善，费控稳健。得益于公司产品结构优化与原材料成本压力下行，2023H1 毛利率达 39.2% (yoy+1.1pct)；销售费用率为 11.1% (同比持平)，管理费用率为 3.0% (yoy-0.6pct)；2023Q2 单季：公司毛利率为 40.1% (yoy+1.8pct)，销售/管理费用率同比+0.2/-0.4pct，费用结构相对稳健，旺季费控良好。展望下半年，积极促销，成本压力有望持续缓解。北方天气灾害对 7-8 月份旺季销量或产生部分负面影响，但公司当前正积极抓住中秋国庆双节的市场机遇，加大产品促销活动力度，扩大销量。叠加成本压力下行，公司预计 2023H2 毛利率有望继续提升。盈利预测与投资评级：2023 年 H1 公司经营表现符合预期，考虑 2024~2025 原材料成本进入下行周期，公司毛利率有望持续提升，我们上调 2023~25 年归母净利润 44.8/52.2/57.3 亿元 (2023~25 年 CAGR 为 13%，前值为 44.8/50.5/54.9 亿元)，三年对应动态 PE 为 29/25/23 倍，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济波动，行业竞争加剧，产品销售及结构升级不及市场预期，原材料成本压力上行。

(证券分析师: 汤军 证券分析师: 李昱哲)

中科飞测-U (688361): 2023 年中报点评: 收入加速确认, 盈利水平大幅提升

事件: 公司发布 2023 年中报。在手订单收入确认加快, 2023H1 收入端实现大幅增长。2023H1 公司实现营业收入 3.65 亿元, 同比+202%, 其中 Q2 实现营业收入 2.04 亿元, 同比+170%, 延续高速增长, 主要系在手订单饱满, 收入确认加快。往后来看, 受益于半导体量/检测设备国产替代加速, 以及公司产品系列、客户矩阵持续拓宽, 公司在手订单饱满。截至 2023H1 末, 公司存货和合同负债分别为 9.97 和 5.59 亿元, 分别同比+20%和+86%, 分别较 2022 年末增长 16%和 15%, 均验证公司新签订单较好、在手订单充足。随着在手订单陆续确认收入, 将保障下半年收入端延续高速增长。规模效应开始明显彰显, 2023H1 利润端实现扭亏为盈。2023H1 公司归母净利润和扣非归母净利润分别为 4594 和 235 万元, 均实现扭亏为盈 (2022H1 分别为-3220 和-7415 万元)。2023H1 销售净利率和扣非销售净利率分别为 12.57%和 0.64%, 分别同比+39.20 和+61.97pct, 盈利水平大幅提升。

1) 毛利端: 2023H1 销售毛利率为 51.25%, 同比+1.08pct, 我们判断主要受益于产品结构优化和规模化降本。在收入规模尚小的背景下, 公司毛利率表现十分出色, 进一步验证量/检测设备为前道设备盈利指标最强的环节之一; 2) 费用端: 2023H1 期间费用率为 47.73%, 同比-58.30pct, 其中销售、管理、研发和财务费用率分别同比-7.21、-9.35、-45.82 和+4.07pct, 规模效应明显体现, 是净利率大幅提升的主要驱动力。产品线持续完善&工艺先进性快速推进, 公司具备持续快速扩张潜力

1) 产品覆盖面持续拓宽: 截至 2023H1 末, 公司已批量出货产品线涵盖无图形晶圆缺陷检测设备、图形晶圆缺陷检测设备、三维形貌量测设备、晶圆介质 (金属) 薄膜量测设备和套刻精度量测设备等系列, 同时积极研发纳米图形晶圆缺陷检测设备、关键尺寸量测设备等其他系列设备, 进一步提高公司产品线的覆盖广度。2) 工艺先进性快速推进: 无图形晶圆缺陷检测 1Xnm 工艺节点检测需求的型号设备研发进展顺利, 套刻精度量测 2Xnm 工艺节点量测需求的型号设备已取得突破和进展, 已通过国内头部客户产线验证, 获得多个国内领先客户的订单。此外, 应用在 2Xnm 工艺节点的明场纳米图形晶圆缺陷检测设备、暗场纳米图形晶圆缺陷检测设备及应用在 2Xnm 工艺节点的关键尺寸量测设备研发进展顺利。盈利预测与投资评级: 考虑到公司订单交付交付, 我们调整 2023-2025 年公司营业收入分别预测为 8.04、11.48 和 15.24 亿元 (原值 7.47、10.59 和 14.47 亿元), 当前市值对应动态 PS 分别为 28、19 和 15 倍。考虑到公司成长性较为突出, 维持“增持”评级。风险提示: 晶圆厂资本开支不及预期, 设备研发验证进度不及预期等。

(证券分析师: 周尔双 证券分析师: 马天翼)

坚朗五金 (002791): 2023 年半年报点评: 收入结构表现分化, 盈利能力逐步修复

投资要点 事件: 公司发布 2023 年半年报。2023H1 公司实现营收 33.56 亿元, 同比+3.31%, 归母净利 1288 万元, 同比+115.10%。其中, 单 Q2 实现营收 20.02 亿元, 同比+2.31%; 归母净利 6893 万元, 同比+1562.95%。门窗五金业务稳步修复, 工建类业务规模受回款等因素影响有所控制。分产品看, 点支承玻璃幕墙构配件、不锈钢护栏构配件收入分别同比-20.73%/-31.29%, 主要系工建相关项目上半年工程项目进度较慢, 同时公司加强风险控制业务规模有所收缩。门窗五金系统/其他建筑五金产品/门控五金/家居类产品分别同比

+9.97%/+12.91%/+10.25%/-2.38%。分地区看，23H1 国内业务收入同比+2.64%，海外业务收入同比+9.72%。境内业务方面，公司坚持渠道下沉到三四线及县城，县城市场贡献日益凸显；境外业务方面，公司积极开发“一带一路”相关新兴国家的市场，近年来已设立 13 个海外备货仓，将中国仓储式销售复制到海外，以快速响应客户供货需求。产品已销往 100 多个国家和地区，并在中国香港地区、印度、越南、印尼、马来西亚、墨西哥等国家和地区设立子公司。原材料成本压力缓解毛利率修复，期间费用有所摊薄。23H1 公司销售毛利率 31.19%，同比变动+2.35pct，主要系原材料成本下行，公司毛利率稳步修复。分产品看，门窗五金系统/其他建筑五金产品/家居类产品毛利率分别同比变动+1.81/+3.55/+6.04pct。期间费用率方面，23H1 公司销售/管理/研发/财务费用分别同比变动-0.55/+0.09/-0.56/-0.35pct，期间费用率有所摊薄。经营性现金流同比改善，收现比提升。23H1 公司经营活动产生的现金流量净额为-4.28 亿元，同比增长 33.78%。1) 收现比：23H1 公司收现比 110.57%，同比变动+9.11pct，23H1 公司应收账款及应收票据余额 42.80 亿元，同比降低 8.26%；2) 付现比：23H1 公司付现比 119.58%，同比变动+13.35pct。公司坚持风控优先，逐步降低对地产相关业务的依赖程度，持续挖掘和拓展县城、学校、医院、厂房、机场、轨道交通、市政工程等新市场和新业务场景，优选现金流更好、回款更有保证的离散业务，使得公司维持良性经营。盈利预测与投资评级：坚朗经过长期摸索、不断迭代形成了高效率的多品类产品和零散小 B 客户销售模式。在行业景气下行期公司坚守现金流，升级服务能力，迭代销售模式。考虑到下游需求恢复缓慢，我们下调公司 2023-2025 年归母净利润预测分别为 4.07/6.43/9.05 亿元（前值为 5.15/7.45/10.18 亿元），对应 PE 分别为 47X/30X/21X，考虑到公司业务模式的中长期成长弹性，维持“买入”评级。风险提示：下游需求不及预期的风险；原材料价格大幅波动的风险；并购整合风险；新品类发展不及预期的风险。

（证券分析师：黄诗涛 证券分析师：房大磊
证券分析师：任婕）

指南针（300803）：2023 年中报点评：产品销售节奏影响短期业绩，麦高发展值得期待

事件：公司发布 2023 年中报，实现营业收入同比-43.69%至 5.11 亿元；归母净利润同比-94%至 0.18 亿元；归母净资产 18 亿元，较年初提升 5.00%。投资要点 产品销售节奏变化，金融信息服务短期波动：2023 年金融信息产品销售节奏变化，叠加 2022 年下半年资本市场景气活跃度下降，对公司产品销售及新增获客产生影响，导致金融信息服务负增长。1) 金融信息服务仍为 2023 上半年业绩支撑点。2023H1 公司金融信息服务收入同比-50%至 4.43 亿元（占比总营收 87%）。2) 业务发力节奏调整，致金融信息服务收入下滑。与 2022 上半年集中销售高端产品不同，公司基于全年工作整体优化调度考虑，2023 上半年主要开展全赢系列私享家版软件产品营销，并未营销上年同期的全赢决策智能阿尔法版产品（该产品拟安排在下半年启动），叠加公司用户开发具有滞后性（2022 年市场波动）影响公司 2023 上半年业绩同比下滑，我们预计 23Q3 至 Q4 同比数据将逐步回暖。导流顺畅，券商业务处于良性发展态势，助力麦高全年盈亏平衡：2023 年以来指南针持续将自有平台流量导至麦高证券，导流进度稳定，用户活跃度高，据易观千帆，截至 2023 年 7 月，指南针 MAU 约 150 万。1) 经纪业务增收明显，导流效果显著，全年盈亏平衡有望实现。①2023H1 公司手续费及佣金净收入同比+144%至 0.35 亿元；经纪业务净收入 0.34 亿

元（占比手续费及佣金净收入/总营收分别约为 97%/6.57%）。②2023 上半年，公司代理买卖证券款较年初+74%至 20.31 亿元，主要系经纪业务规模扩张；经营活动产生的现金流量净额同比+82%至 10.17 亿元，主要系麦高证券经纪业务客户存款增加所致；证券业务有序展业，逐步进入良性发展轨道，我们预计在公司一定规模客户群体及导流经验加持下，公司经纪业务收入稳步增长。2) 资本中介业务有序重启，定增资金将用于资本金补充。2023H1 公司利息净收入同比+252%至 0.13 亿元（占比总营收为 2.59%）。公司拟定增 30 亿元，其中将有 16 亿元用于资本中介业务，10 亿元用于投资交易业务。盈利预测与投资评级：公司金融信息服务业务与资本市场景气度高度关联，对公司经营业绩的影响呈现出一定的滞后性特征（资本市场景气度变动在先，经营业绩变动在后）；叠加产品销售节奏变化，公司金融信息服务收入短期波动，且证券业务尚处于业务协同的成长阶段（基数较低）；综上所述，我们下调对公司的盈利预测，预计 2023-2025 年，公司归母净利润分别为 1.83/2.58/3.63 亿元（前值分别为 3.74/5.64/8.45 亿元），同比变动分别为-45.78%/40.33%/40.89%，对应 PE 分别为 157x、112x、79x，对应 PB 为 16x、15x、14x。基于公司金融信息服务收入承压，我们谨慎考虑下调公司评级为“增持”，但仍期待麦高证券的发展，看好公司长期成长性。风险提示：证券市场系统性风险；行业竞争加剧风险；证券业务恢复不及预期风险。

（证券分析师：胡翔 证券分析师：王紫敬）

伊利股份（600887）：2023 半年度业绩点评：需求弱复苏，静待改善

投资要点 公司发布 23H1 业绩：23H1 公司营收 662 亿元，同比+4.3%，归母净利润 63.1 亿元，同比+2.8%，扣非归母净利润为 58 亿元，同比-1.5%。23Q2 公司营收 327.6 亿元，同比+1.1%，归母净利润 26.9 亿元，同比+2.9%，扣非归母净利润 24.8 亿元，同比-4.5%。剔除澳优影响因素，23H1 公司内生收入 627 亿元，同比+1.8%，我们预计 23H1 内生归母净利润同比略有增长。23H1 业绩低于预期。液奶收入增长较慢，奶粉承压拖累毛利率：23H1 液体乳/奶粉及奶制品/冷饮收入分别同比-1.1%/+12%/+26%；23Q2 液体乳/奶粉及奶制品/冷饮收入分别同比+0.5%/-8.9%/+19%。23H1 公司毛利率 33.2%，同比-0.3pct，其中液体乳/奶粉及奶制品/冷饮毛利率分别同比+0.11/-2.73/-0.61pct。我们认为液奶增长较慢主因消费环境不佳下常温酸等非刚需品类疲软，预计高端白等白奶类表现相对较好，液奶毛利率提升主因成本下降、次因结构升级。受出生人口减少、行业竞争加剧、公司主动控货等因素影响，公司奶粉业务收入和盈利能力承压，高毛利的奶粉业务疲软拖累公司整体毛利率。持续贯彻控费战略，盈利能力稳定：23H1 公司销售/管理/财务费用率同比-0.8/+0.2/+0.15pct，23Q2 销售/管理/财务费用率分别同比-0.5/-0.5/+0.1pct，我们认为销售费用率同比下降主因公司持续提高费用使用效率，控费能力有所提高。综合来看，23H1/23Q2 公司归母净利率分别为 9.6%/8.2%，同比-0.15/+0.15pct，盈利能力具备韧性。近期经营趋势向好，长期发展目标不变：根据公司交流，7 月以来公司液奶奶粉均呈现逐步改善态势，预计 7 月液奶在去年同期低基数下有望同比增长中个位数。我们认为公司作为乳制品龙头，渠道、产品、品牌综合实力雄厚，未来随着宏观经济好转，经营有望持续改善，我们预计 23 年下半年公司有望加速增长，中长期来看盈利能力仍有望持续提升。盈利预测与投资评级：考虑到 23H1 公司液奶、奶粉业务承压，我们下调 23-25 年收入预期至 1293/1391/1503 亿元（此前预期为 1355/1483/1617 亿元），同比+5%/8%/8%，下调归母净利润预期至 101/117/134 亿元（此前预期为 110/128/149 亿元），同比

+7%/16%/15%，对应 PE 分别为 17/14/13x，维持“买入”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)

东土科技(300353): 2023 年中报点评: OS 国产化加速可期, 智能控制器增速亮眼

事件: 2023 年 8 月 28 日, 东土科技发布 2023 年中报。2023 年 H1, 公司实现营收 4.11 亿元, 同比增加 27.17%; 归母净利润-1.11 亿元, 同比减少 28.33%; 扣非归母净利润-1.22 亿元, 同比减少 11.14%。业绩符合市场预期。投资要点 新兴业务投入造成短期亏损, 运营管理效益逐步提升: 2023 年 H1, 公司传统业务规模稳定增长, 营收同比增长 27.17%; 公司持续推进智能控制等新兴业务在工业等各应用场景的布局, 相应投入增长, 但商业应用规模效益尚需一定周期体现, 导致公司归母净利润同比增亏。公司加强精益管理, 各项费用率均有所下滑。2023 年 H1, 公司销售/管理/研发费用率分别为 19.16%/16.78%/26.53%, 分别同比下降 1.31pct/4.08pct/1.07pct, 经营效益持续改善。智能控制器及解决方案增速亮眼, 操作系统&工业软件业务毛利率大幅提升: 分产品来看, 2023 年 H1 公司工业操作系统及相关软件服务业务实现收入 0.26 亿元, 同比增长 11.59%, 毛利率 77.26%, 同比上升 6.36pct, 主要系标准化软件占比有所提升; 智能控制器及解决方案业务实现收入 1.19 亿元, 同比增长 35.93%, 毛利率 29.19%, 同比上升 6.45pct, 主要系该业务在垂直行业的商业应用效果逐步显现所致; 工业网络通信业务实现收入 2.66 亿元, 同比增长 25.30%, 毛利率 36.16%, 同比降低 6.19pct, 毛利率下滑主要系防务业务部分定制化项目毛利率较低所致。操作系统业务迎来国产化加速, 智能控制器市场空间广阔: 嵌入式实时操作系统常用于汽车、机器人、军工装备、半导体设备等核心工业设备中。其对实时性、稳定性要求很高, 是核心工业设备能够正常运转的“灵魂”。我们预计嵌入式实时操作系统国产化进程有望加速, 公司操作系统产品自主性强, 技术国内领先, 已经布局军用、数控机床、机器人、智能汽车等领域。智能控制器业务方面, 公司加大在清洁能源、半导体装备、机器人等垂直行业的拓展, 不断打开垂直市场新空间。盈利预测与投资评级: 公司是国产嵌入式实时 OS 龙头, 产品自主可控、性能国内领先; 同时, 公司智能控制器相关业务快速增长, 与 OS 二者相互协同。随着嵌入式实时 OS 国产化速度加快和公司产品逐步进入专用和民用领域, 我们预计公司营收有望迎来加速增长。基于此, 我们维持 2023-2025 年归母净利润预测为 1.08/1.76/2.59 亿元, 维持“买入”评级。风险提示: 政策推进不及预期; 生态建设不及预期; 技术研发不及预期。

(证券分析师: 王紫敬 证券分析师: 王世杰)

锦江酒店(600754): 2023 年中报点评: 大陆业务超越疫情前, Q3 旺季指引仍乐观

投资要点 事件: 2023 年 8 月 29 日下午, 公司发布 2023 年半年度报告, 2023H1 公司实现营收 68.06 亿元, 同比+32.2%; 归母净利润扭亏为 5.23 亿元, 扣非归母净利润扭亏为 3.73 亿元。营收、净利润基本恢复疫情前同期水平。单 Q2 公司实现营收 38.84 亿元, 为 2019 年同期 102% (考虑 20 年后商品销售业务采取净额法, 按实际可比销售收入口径估算恢复疫情前 108%左右)。Q2 实现归母净利润 3.93 亿元, 扣非归母净利润为 2.81 亿元, 2019 年 Q2 扣非归母净利润为 2.87 亿

元，盈利水平基本恢复。拆分大陆、境外部分来看，上半年大陆酒店业务盈利能力已超越疫情前，境外业务亏损拖累业绩释放。2023Q2大陆酒店业务实现营收26.31亿元，恢复2019年同期的99%（同样考虑收口径可比实际估算为108%），结构上由于直营门店数量收缩及口径调整，加盟收入占比提升较大，从2019年的19%提升至2023Q2的44%。2023H1大陆有限服务酒店实现归母净利润5.56亿元，测算净利率为11.9%，超过2019H1测算净利率7.3%。23H1大陆酒店/境外酒店/食品餐饮业务贡献归母净利润分别为5.56/-2.44/2.18亿元，2019年同期值分别为3.69/0.59/1.39亿元。大陆经营数据方面，房价驱动，持续扩张。Q2平均RevPar为174.9元，为2019年同期的109%，其中平均入住率为68.7%，较2019年同期的76%仍有缺口，平均房价为254.5元，为2019年同期的121%。截至Q2直营/加盟酒店数分别为508/10215家，直营/加盟客房数分别为6.4/96.9万间，总酒店数同比+10%、比2019年末+48%，总客房量同比+9%、比2019年末+40%。Q3旺季指引仍乐观。境内酒店7月RevPar为2019年同期116%，8月1-25日为2019年同期117%，预计Q3平均RevPar为2019年同期115-120%；境外酒店7月RevPar为2019年同期113%。暑期指引乐观。盈利预测与投资评级：锦江酒店作为中国第一大酒店连锁集团，品牌、运营和管理持续赋能网络扩张。背靠锦江国际协同整合资源，在疫情期间作为龙头逆势扩张，市场格局显著向好，旅游市场复苏带动公司盈利能力快速恢复。考虑海外业务亏损超预期，调整公司2023-2025年盈利预期，归母净利润分别为14.14/20.07/25.93亿元（前值15.12/21.65/29.47亿元），对应PE估值为30/21/17倍，维持“买入”评级。风险提示：需求恢复不及预期，行业竞争加剧，门店增长不及预期等

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：石琦瑄）

传音控股（688036）：2023年中报业绩点评：智能机业务快速放量，多元化布局带来长期成长空间

投资要点 Q2单季业绩创历史新高，盈利能力持续提升：2023上半年，公司实现营收250.3亿元，同比增长8.3%，归母净利润21.0亿元，同比增长27.1%，扣非归母净利润17.7亿元，同比增长23.5%；其中二季度单季营收157.6亿元，同比增长30.7%，归母净利润15.8亿元，同比增长83.9%，扣非归母净利润14.7亿元，同比增长102.5%。智能机快速增长，2023H1智能机业务实现营收230.02亿元。23Q2单季营收与净利润创历史新高，且归母净利润近六个季度以来首次恢复同比正增长，主要原因在于新兴市场国家整体经济环境略有改善，公司持续开拓新兴市场、推进产品升级，总体出货量有所增长（根据Canalys数据，23Q2传音手机出货量2270万部，同比增长22%，跃居全球前五），同时公司致力于产品结构持续升级以及成本优化，盈利能力得到提升。持续开拓新兴市场，全球手机市占率稳步提升：1）非洲：2023年上半年智能机市场占有率超过40%，渗透率与ASP双重驱动公司业务发展；2）东南亚：印度5G替换4G趋势明确；孟加拉国对外贸易恢复后手机市场快速增长；3）拉丁美洲：LG退出巴西市场，传音替代部分份额，跻身前五大手机厂商；4）中东：通胀压力及供给问题得到缓解，公司份额逆转节点浮现；5）俄罗斯：受外部环境影响，韩国、美国手机份额下降，中国厂商填补空白。2023H1公司在全球手机市场的占有率为13.9%，排名第三。多元化战略布局与本地化运营策略为手机业务带来长期成长空间。“AI+”赋能智能终端，传音生态迎来新机遇：1）移动互联业务：AppsFlyer显示，公司移动互联表现全球增速第二。OS系统市场空间广阔；第三方APP的

MAU 大幅提高; AI 助手终极入口再中心化, 新产品实现 ChatGPT 交互; 2) 扩品类业务: 采取差异化策略, 多品牌共同发展, 开展立体化多维度业务; 3) 智能领域创新: 传音数字人落地, 智能语音助手开启本地化 AI 内容服务生态, 赋能“AI+公司产品”融合。未来在 OS 系统营收大增背景下, 第三方 APP 有望快速变现, 同时“AI+”赋能智能终端, 软硬结合构建传音生态, 带来广阔的盈利成长空间。盈利预测与投资评级: 我们看好公司手机业务快速发展, 以及产品结构持续升级带来盈利能力的提升, 维持盈利预测, 预计 23-25 年归母净利润分别为 44/55/67 亿元, 对应 PE 分别为 23/18/15 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 汇率风险、政策波动风险、市场竞争激烈
(证券分析师: 马天翼 证券分析师: 金晶)

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>