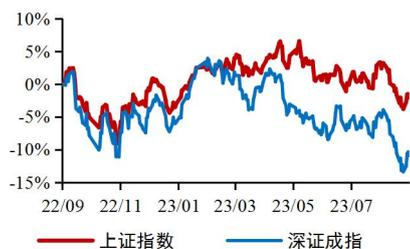


信义山证 汇通天下

研究早观点

2023年9月1日 星期五

市场走势



资料来源：最闻

国内市场主要指数

指数	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,119.88	-0.55
深证成指	10,418.21	-0.61
沪深 300	3,765.27	-0.61
中小板指	6,689.33	-0.71
创业板指	2,102.58	-0.69
科创 50	942.61	0.32

资料来源：最闻

分析师：

李召麒

执业登记编码：S0760521050001

电话：010-83496307

邮箱：lizhaoqi@sxzq.com

【今日要点】

- 【山证宏观】2023年8月PMI点评兼论利率影响：经济复苏曲折，债市尚不逆风
- 【宏观策略】【山西证券】2023年9月策略观点&金股组合
- 【衍生品研究】转债主题基金梳理及优选券挖掘
- 【公司评论】中天科技(600522.SH)：中天科技(600522.SH)：收入重回正增，在手订单充沛-收入重回正增，在手订单充沛
- 【山证军工】国博电子(688375.SH) 2023中报点评-业绩稳健增长，持续受益于下游高景气度
- 【公司评论】天目湖(603136.SH)：天目湖(603136.SH) 2023年中报点评-经营情况超2019年同期，静待新项目落地增厚业绩
- 【公司评论】中国重汽(000951.SZ)：中国重汽(000951.SZ)：行业复苏叠加出口高景气，业绩持续释放
- 【公司评论】索菲亚(002572.SZ)：索菲亚公司快报-整装渠道延续亮眼表现，23Q2盈利能力同比显著提升
- 【公司评论】中国平安(601318.SH)：中国平安中报点评-代理人提质，银保快速增长，H123 NBV 同比+32.6%
- 【公司评论】苏州银行(002966.SZ)：苏州银行中报点评-规模扩张较快，资产质量向好，H123 归母净利润+21.0%
- 【山证农业】唐人神 2023年中报点评-生猪出栏同比大幅增长
- 【山证军工】中航沈飞(600760.SH) 2023年中报点评-业绩保持高速增长，下游持续高景气度
- 【山证军工】航材股份(688563.SH) 2023年中报点评-航空先进材料产业化平台，IPO 募资扩产打破产能瓶颈

- 【公司评论】古井贡酒(000596.SZ): 古井贡酒 23 年中报点评-23Q2 利润增速超预期, 盈利能力持续提升
- 【山证农业】神农集团 2023 年中报点评-财务结构稳健, 产能规划积极
- 【公司评论】申洲国际(02313.HK): 申洲国际公司快报-公司盈利能力逐季改善, 下半年订单改善可期
- 【公司评论】中青旅(600138.SH): 中青旅 (600138.SH) 2023 年中报点评-景区客流持续恢复带动业绩回暖
- 【山证新股】何氏眼科 (301103.SZ) 2023H1 点评-眼健康医疗服务稳步恢复, 加速打造临床应用研究优势
- 【山证新材料】海利得 (002206.SZ) 23H1 点评-二季度业绩环比大幅改善, 越南基地扩展加速全球化步伐
- 【山证煤炭】淮北矿业 (600985.SH) 中报点评: -主焦煤毛利率仍可观, 关注新项目投产情况
- 【山证军工】航宇科技 (688239.SH) 2023 年中报点评-下游持续高景气度, 业绩持续高增长
- 【公司评论】首旅酒店(600258.SH): 首旅酒店 (600258.SH) 2023 年中报点评-公司全部酒店 RevPAR 恢复至疫前水平, 经济型酒店恢复进程较快
- 【公司评论】锦江酒店(600754.SH): 锦江酒店 (600754.SH) 2023 年中报点评-境内酒店 ADR 已超 2019 年同期水平, OCC 仍有约 10%恢复空间
- 【山证食品】恒顺醋业 (600305.SH) 中报点评: Q2 业绩短期承压, 期待改革释放势能-Q2 业绩短期承压, 期待改革释放势能
- 【公司评论】招商银行(600036.SH): 招商银行中报点评-拨备释放驱动 H123 归母净利润+9.12%
- 【公司评论】新华保险(601336.SH): 新华保险中报点评-负债端经营改善, 资产端保持高弹性

【今日要点】

【山证宏观】2023年8月PMI点评兼论利率影响：经济复苏曲折，债市尚不逆风

郭瑞 0351-8686977 guorui@sxzq.com

【投资要点】

- **核心观点：**
- **市场启示：**经济复苏曲折，“政策底”需进一步夯实，债市尚不逆风。8月PMI显示经济持续弱复苏，但产成品库存偏高、就业偏弱、需求不足、预期偏弱等问题没有明显改善。8月下旬以来国内“政策底”进一步夯实，叠加资金面扰动、利率债供给增加等短期因素，10年国债收益率略有回升。当前经济基本面弱势，8月降息后降准预期加大，货币政策下半年稳中偏松，存款利率下调短期有利于债市资金面，判断收益率反弹空间有限。而收益率历史底部区域叠加“政策底”，短期内不具备再度下行动力。
- **制造业景气度收缩放缓，非制造业景气度扩张放缓，建筑业景气度反弹。**8月制造业PMI为49.7%（前值49.3%），在枯荣线以下连续3个月回暖。8月非制造业商务活动PMI为51.0%（前值51.5%），在枯荣线以上连续5个月回落，其中服务业PMI为50.5%（前值51.5%），建筑业在逆周期稳增长下，PMI反弹至53.8%（前值51.2%）。
- **需求边际弱复苏、生产加快。**8月生产指数为51.9%（前值50.2%），边际改善。在手订单指数为45.9%（前值45.4%）。生产边际上好于在手订单，生产和在手订单之差回升至6.0%（前值4.8%）。新订单指数为50.2%（前值49.5%），和产成品库存指数之差回落至3.0%（前值3.2%），新出口订单缓慢恢复至46.7%（前值46.3%）。8月需求弱复苏，出口弱势，生产加快是制造业景气度反弹的主要动力。
- **因生产快于需求，产成品库存较上月攀升。**8月产成品库存指数47.2%（前值46.3%），整体库存水平（MA12）偏高；统计局公布的7月工业企业名义产成品存货增速为1.6%（前值2.2%），剔除价格因素，实际产成品库存增速为6.3%（前值8.0%）。产成品存货的名义增速和实际增速分位数分别处于2016年以来的17.0%、64.6%，因此当前工业实际库存水平仍偏高。
- **价格水平抬升，中期内或仍波动。**2023年6月以来多数大类商品延续涨价趋势，受原材料涨价的滞后影响，8月国内价格指数有所回升，主要原材料购进价格指数回升至56.5%（前值52.4%），出厂价格指数回升至52.0%（前值48.6%）。然而8月原材料价格走势分化，CRB现货指数环比转为下跌0.92%，同比降幅扩大，因此中期内工业品价格回升大概率不会一帆风顺。8月出厂和购进价格差进一步负向扩大至-4.5%（前值-3.8%），中游企业盈利能力面临短期波动。
- **制造业活动预期指数回升，采购相对稳定。**8月制造业、建筑业、服务业生产经营活动预期指数分别为55.6%（前值55.1%）、60.3%（前值60.5%）、57.8%（前值58.7%）。制造业采购量指数边际回升至50.0%

(前值 49.5%)。采购相对于生产有所回落，相对于原材料库存略有回升。

- 就业情况仍不佳。8月制造业、建筑业就业情况延续回落，服务业就业情况有所改善。
- 风险提示：国内稳增长政策超预期；外需大幅回落；地缘政治风险。
-

【宏观策略】【山西证券】2023年9月策略观点&金股组合

范鑫 fanxin@sxzq.com

【投资要点】

- 策略观点：
 - 8月月初以来，A股市场再度震荡下行，指数普跌，申万一级行业中，仅传媒录得微幅上涨（0.37%），大盘股略好于中小盘。北向资金自月初以来持续大幅流出，对指数形成压力。同时，市场情绪整体依然呈现出较为低迷的状态，降低印花税的利好刺激后，首个交易日市场高开低走，最终当日回吐大部分涨幅，反映出市场的信心仍然不足。然而，我们认为也不应该忽视一些积极地变化，沪深两市成交额在8月末明显有所放大，以过往经验来看，这种量能的改善有望持续1个月左右。此外，在“724”政治局会议定调后，我们近日开始看到相关刺激政策接连出台，往后看，我们认为仍有利好政策“正在路上”，或将为市场带来新的“躁动”。与此同时，海外加息进程已进入尾声，最新公布的美国职位空缺数大幅下行，反映了海外劳动力市场有所软化，通胀也已开始广泛下行，因此，我们预判美债收益率已基本接近周期峰值，对国内资产的压制基本告一段落，而国内PPI同比已开始回升，基本面有望逐步改善，最终触发新一轮行情。当前阶段，由于处于切换当口，因此指数预计仍将呈现出震荡走势，但中长期布局价值十分明显，我们认为，保持定力、逢低布局不失为良策。
- 行业配置：
 - 金融、农业、白酒、机械
- 金股组合：
 - 001223.SZ 欧克科技
 - 002311.SZ 海大集团
 - 002567.SZ 唐人神
 - 01361.HK 361度
 - 600435.SH 北方导航
 - 600519.SH 贵州茅台

- 600732.SH 爱旭股份
- 601336.SH 新华保险
-
- 风险提示:
- 宏观经济不及预期；政策力度不及预期；地缘冲突超预期发展

【衍生品研究】转债主题基金梳理及优选券挖掘

崔晓雁 cuixiaoyan@sxzq.com

【投资要点】

- 转债主题基金梳理
- 目前市面上共 41 只转债主题基金，AUM 合计近 700 亿，其中 2 只 ETF，分别跟踪中证可转债及可交换债券指数和上证投资级可转债及可交换债券指数，我们认为转债价值等策略指数或更好。39 只场外开基中，我们筛选出 9 只优秀产品，鹏华可转债（000297.OF）、华安可转债（040022.OF）等 5 只 2019 年以来长期表现优异，融通可转债（161624.OF）、万家可转债（008331.OF）等 4 只 2022 年市场环境转变后表现优异。2023 年 1-8 月，工银可转债（003401.OF）可谓一枝独秀。
- 优质转债主题基金投资风格解析
- 转债主题基金组合限制大致相同，站在同一起跑线上业绩差异主要体现在杠杆率、组合配置、标的选择、仓位控制等。9 只优秀转债主题基金投资风格差异较大。华商可转债 Q222 前杠杆较高，Q222 转债市场环境转变后果断降杠杆并将仓位集中到银行转债；华宝可转债、创金合信转债精选始终没有配置权益、万家可转债权益配置极低，而工银可转债始终保持高杠杆和较高的权益资产配置，形成鲜明对比。
- 个券持仓角度，持有转债基本均超 50 只，华商可转债 Q123 甚至高达 338 只。集中度多趋于分散，市值 TOP10 的重仓券市值占比整体从 2019 年初的 60%，降至 Q223 的 30%。当然也有特例，工银可转债目前 TOP10 市值占比在 90%左右。仓位配置上，除华商可转债和工银可转债重仓个券外，其他优秀转债主题基金均向着均衡配置，甚至等权方向发展。
- 优质转债主题基金重仓券挖掘
- 优秀转债主题基金 H123 末持仓市值前 15 的个券，7-8 月表现依然较好，其中 12 只跑赢市场，TOP10 中 8 只跑赢市场。
- 18 个个券同时出现在半数以上优秀转债主题基金 H123 末持仓中，其中 11 只 7-8 月跑赢市场，再度验证了优秀基金经理优秀的择券能力。

- 在上述个券基础上，我们进一步筛选出 12 只重点关注标的，分别是：兴业转债、利群转债、浦发转债、广大转债、苏利转债、南银转债、利民转债、杭银转债、楚江转债、永 02 转债、洪城转债、金诚转债。
- 风险提示：历史业绩不代表未来、基金经理变更、股债市场系统性风险等。

【公司评论】中天科技(600522.SH)：中天科技 (600522.SH)：收入重回正增，在手订单充沛-收入重回正增，在手订单充沛

高宇洋 gaoyuyang@sxzq.com

【投资要点】

- 2023 年 8 月 29 日，公司发布 2023 年半年度报告。2023H1，公司实现收入 201.43 亿元，同比增长 0.51%；实现归母净利润 19.54 亿元，同比增长 7.15%；实现扣非净利润 14.64 亿元，同比-18.41%。
- 事件点评：
- 能源网络业务在手订单充足。截至 2023 年 8 月 28 日，公司能源网络领域在手订单约 236 亿元，其中海洋系列约 86 亿元，电网建设约 120 亿元，新能源约 30 亿元。
- 海洋系列业务方面，公司积极布局数字化工厂建设和高端海缆产品研发，是国内唯一将电压等级 ±160kV、±200kV、±320kV、±400kV、±535kV 的直流电缆均实现工程应用的企业。2023H1，公司海缆的国际市场取得新突破，中标巴西亚马逊河流域超 2300km 海光缆项目、墨西哥大长度中压海底光电复合缆、沙特油田增产项目 230kV 高压海缆、欧洲 275kV 高压交流输出海缆等项目，累计国际市场中标金额达到历史新高。
- 电力系统方面，公司形成输配电一体化的完整产业链，加大输配电类产品和技术研发，电力行业出口继续保持增长。2023H1，公司中标张北-胜利特高压项目、川渝特高压项目、金上-湖北特高压项目，市场份额保持领先。
- 新能源方面，2023H1 中标江苏丰储 200MW/400MWh 共享储能项目、洪江市黔城 100MW/200MWh 电网侧储能项目、嘉峪关嘉西光伏园区 120MW 光伏发电项目、琼海潭门 100MW 农光互补示范项目等。氢能领域推首发推出兼容 SAEJ2601 国际标准的 35/70MPa 加氢站和加氢机。
- 通信网络领域持续增长，行业地位保持领先。公司持续深化创新能力，2023H1 申请通信相关专利 94 项，授权专利 75 项，成功开发 400G 系列高速光模块。公司以第一名成绩中标中国电信通用光模块的集采项目、中国电信 2023 年干线光缆建设工程，奠定未来业绩成长的基础。
- 盈利预测、估值分析和投资建议：预计公司 2023-2025 年归母公司净利润 40.43/49.23/58.98 亿元，同比增长 25.8%/21.8%/19.8%，对应 EPS 为 1.18/1.44/1.73 元，PE 为 12/10/8 倍，基于公司各业务领域在手订单充足，有望推动业绩稳定增长，首次覆盖给予“买入-B”评级。

- 风险提示：原材料价格波动的风险；国际贸易风险；市场竞争加剧的风险。

【山证军工】国博电子（688375.SH）2023 中报点评-业绩稳健增长，持续受益于下游高景气度

骆志伟 luozhiwei@sxzq.com

【投资要点】

- 事件描述
- 国博电子公司发布 2023 年半年报。2023 上半年公司营业收入为 19.21 亿元，同比增长 10.67%；归母净利润为 3.09 亿元，同比上升 17.75%；扣非后归母净利润为 2.82 亿元，同比上升 10.79%；负债合计 29.41 亿元，同比增长 2.25%；货币资金 23.81 亿元，同比增长 361.04%；应收账款 26.95 亿元，同比增长 45.01%；存货 9.13 亿元，同比减少 26.32%。
- 事件点评
- 业绩稳健增长，盈利能力持续提升。二季度公司实现归母净利润 1.93 亿元，同比增长 19.12%，业绩保持稳健增长。2023 年上半年公司毛利率同比提升 0.17 个百分点达到 31.56%，净利率同比提升 0.96 个百分点达到 16.06%，盈利能力持续提升。
- 精确制导和雷达探测领域需求持续提升，为公司 T/R 组件带来较大的增长空间。随着全球军备竞赛、装备及配套武器数量增加以及军改后实战实训消耗增加，精确制导的需求将大大增加。雷达探测方面，有源相控阵雷达是当前雷达的重点发展方向。公司作为除整机用户内部配套外国内最大的 T/R 组件研发生产平台，具备技术和市场优势，将持续受益于下游需求的高景气度。
- 投资建议
- 预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 1.73\2.32\3.14，对应公司 8 月 30 日收盘价 87.02 元，2023-2025 年 PE 分别为 50.2\37.4\27.7，维持“增持-A”评级。
- 风险提示
- 新型作战飞机和导弹列装需求不及预期；募投项目进展不及预期；民品需求不及预期；存货跌价的风险；应收款项规模较大的风险。

【公司评论】天目湖(603136.SH)：天目湖（603136.SH）2023 年中报点评-经营情况超 2019 年同期，静待新项目落地增厚业绩

王冯 wangfeng@sxzq.com

【投资要点】

- 事件描述

- 公司发布 2023 年中期财报，期内实现营收 2.83 亿元（+219.11%），为 2019 年同期 128.74%；归母净利润 0.62 亿元（上年同期亏损 0.54 亿元），为 2019 年同期 116.23%；扣非归母净利润 0.59 亿元（上年同期亏损 0.57 亿元），为 2019 年同期 114.69%；EPS0.34 元。其中 2023Q2 实现营收 1.63 亿元(+399.82%)，为 2019 年同期 124.27%；归母净利润 0.43 亿元（+234.48%），为 2019 年同期 111.82%；扣非归母净利润 0.42 亿元（+224.16%），为 2019 年同期 114.95%。
- 事件点评
- 经营情况大幅提高，2023H1 景区淡季仍超 2019 年同期水平。与 2019 年同期相比，公司高毛利酒店产品矩阵扩大，景区新增夜游项目逐渐丰富。利润水平增速略慢于营收增速主要系景区项目增加致使折旧摊销费用提高，已经部分运营初期项目尚处于爬坡期、贡献利润能力有待提高。
- 国资入局成第一大股东促进公司协同发展。期内溧阳城发通过协议受让控股股东股份进驻公司成第一大股东，溧阳市人民政府成为公司实控人。依托政府背景，助力公司宣传推广品牌、资源整合，同时公司也配合政府进行惠民活动，目前山水园和南山竹海已成为惠民互动主体。
- 期内公司毛利率 53.68%（+63.47pct），净利率 25.85%（+90.14pct）。整体费用率 18.99%（-38.97pct），其中销售费用率 6.18%（-12.33pct）、管理费用率 13.78%（-25.63pct）、财务费用率-0.97%（-1.01pct）系存款增加、利息增加。经营活动现金流净额 1.18 亿元，较上年同期增加 1.53 亿元。
- 投资建议
- 与疫情前相比公司酒店业务占比持续提升，高毛利率酒店产品有望带动公司整体盈利能力提升。南山小寨年内有望推动开工建设，动物王国规划设计方案有序进行。经营环境全面转暖，看好公司辐射全国客群、漂流等新项目投产落地。我们预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 1.02\1.39\1.59 元，对应公司 8 月 30 日收盘价 23.68 元，2023-2025 年 PE 分别为 23.2\17\14.9 倍，维持“增持-A”评级。
- 风险提示
- 居民消费不及预期风险；景区客流下滑风险；项目建设不及预期风险。

【公司评论】中国重汽(000951.SZ)：中国重汽（000952.SZ）：行业复苏叠加出口高景气，业绩持续释放

林帆 linfan@sxzq.com

【投资要点】

- 事件描述
- 2023 年 8 月 31 日，公司发布 2023 年半年度报告：2023 年上半年实现营业收入 201.87 亿元，同比+31.67%；实现归母净利润 4.96 亿元，同比+54.79%；实现扣非后归母净利润 4.93 亿元，同比+63.56%。其中 Q2 实现营业收入 109.74 亿元，同比+40.07%，环比+19.10%；实现归母净利润 2.72 亿元，同比+38.53%，

环比+21.49%；实现扣非后归母净利润 2.71 亿元，同比+48.68%，环比+22.52%。

➤ 事件点评

➤ **重卡行业底部复苏，公司业绩持续释放。**据中汽协口径统计，2023 年 1-6 月，重卡市场累计销售约 48.8 万辆，同比+28.6%；据中国重汽（03808.HK）公告，中国重汽集团上半年累计实现销售 10.89 万辆，同比+45.1%；A 股上市主体公司上半年累计实现重卡销售 60925 辆，同比+23.22%，伴随重卡行业景气度在今年一季度触底回升，公司作为重卡行业龙头率先受益，盈利弹性显著释放。

➤ **细分市场产品表现亮眼，海外出口持续高景气。**牵引车方面，600 马力以上干线物流和 MAX 单一品系的销量在行业增幅第一，危险品市场市占率稳居第一；在载货车方面，冷藏车、4×2 大单桥等多个细分市场增幅位于前列；在工程车方面，8×4 渣土车在行业的市占率保持第一；在环卫、消防、大型清障、危化运输等专用车细分市场，市占率具有明显优势。同时，在新能源领域，公司已全面布局纯电动、混合动力、氢燃料电池三大技术路线，紧密围绕市场需求，加快技术升级和产品结构调整，持续增强产品竞争力。根据中国重汽（03808.HK）公告，集团今年 1-6 月重卡出口销量为 6.52 万辆，同比+64.1%，占全部重卡出口的近 50%，出口市场占有率稳居第一。重卡海外出口持续高景气，公司有望受益于出口市场的快速发展。

➤ **2023H1 公司毛利率和净利率回升明显，降本控费持续推进。**2023H1 公司毛利率和净利率分别实现 7.65%和 3.36%，同比去年全年分别+1.47pct/+1.54pct，行业景气度触底回升后，规模效应凸显。2023H1 公司销售、管理、研发、财务费用率分别为 1.38%/0.40%/0.98%/-0.47%，同比去年同期分别 +0.23/-0.38/-0.10/-0.19pct，其中销售费用增加主要是因为公司销量增加所致，管理费用大幅降低主要是因为公司实施管理扁平化改革，人工成本等相关费用下降所致。公司费用管控能力持续增强，盈利能力有望进一步增加。

➤ 投资建议

➤ **重卡行业景气度回升已基本确定，我们认为在进入 9 月后，重卡市场或将重新迎来销量环比正增长的态势。**公司作为国内重卡整车龙头，在经济企稳回暖的背景下，业绩弹性有望持续释放。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 10.06/14.63/17.69 亿元，同比分别+370.8%/+45.4%/

➤ **+20.9%，对应 EPS 分别为 0.86/1.25/1.51 元，对应于公司 8 月 30 日收盘价 16.42 元，PE 分别为 19.2\13.2\10.9。**我们维持“买入-A”的投资评级。

➤ 风险提示

➤ 行业复苏不及预期；重卡出口销量不及预期。

【公司评论】索菲亚(002572.SZ)：索菲亚公司快报-整装渠道延续亮眼表现，23Q2 盈利能力同比显著提升

王冯 wangfeng@sxzq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

- 8月31日，公司披露2023年半年报，2023年上半年，公司实现营业收入47.44亿元，同比下降0.78%，实现归母净利润5.00亿元，同比增长21.31%，实现扣非净利润4.68亿元，同比增长27.14%。



➤ 事件点评

- **23Q2 公司营收端增速由负转正，业绩端实现靓丽增长。**营收端，2023H1，公司实现营收47.44亿元，同比下降0.78%，其中23Q1-23Q2营收分别为18.05、29.39亿元，同比下降9.70%、增长5.63%。业绩端，2023H1，公司实现归母净利润5.00亿元，同比增长21.31%，其中23Q1-23Q2归母净利润分别为1.04、3.95亿元，同比下降8.86%、增长32.93%。今年2季度，公司业绩增速表现显著领先收入增速，主因销售毛利率同比提升，以及销售与管理费用管控有效。



- **索菲亚品牌客单值持续提升，米兰纳品类量价齐升。**分品牌看，2023H1，索菲亚品牌实现营收42.77亿元，同比增长5.01%，其中工厂端客单价为18639元，同比增长6.55%；米兰纳品牌实现营收1.68亿元，同比增长58.64%，其中工厂端客单价13659元，同比增长10.59%；华鹤品牌实现营收0.69亿元。截至2023H1末，索菲亚品牌门店2768家，米兰纳品牌门店463家，司米品牌门店258家，华鹤品牌门店323家，较年初分别净减少61家、净增加125家、净减少356家、净增加4家。



- **全渠道毛利率均有所改善，整装渠道增速亮眼。**分渠道看，2023H1，整装渠道营业收入同比增长89.34%，截至2023H1末，公司直营整装事业部已合作装企数量184家，覆盖全国167个城市及区域；大宗渠道实现营收6.39亿元，同比下降7.95%；经销渠道实现营收38.67亿元，同比下降0.22%；直营渠道实现营收1.16亿元，同比下降14.35%。经销渠道、直营渠道、大宗渠道毛利率分别为36.11%、68.56%、16.21%，同比提升2.49、5.89、1.99pct。



- **2023年上半年盈利水平同比提升，费用管控良好。**盈利能力方面，2023H1，公司毛利率同比提升2.8pct至34.8%，主因原材料成本下降及板材利用率提升；23Q1-23Q2毛利率分别为33.3%、35.7%，同比分别提升1.9、3.3pct。期间费用率方面，2023H1，公司期间费用率合计提升0.1pct至21.7%，其中销售/管理/研发/财务费用率为10.1%/7.0%/4.0%/0.6%，同比-0.6/+0.1/+0.7/-0.1pct；23Q2，公司期间费用率合计下滑0.6pct至19.2%，其中销售/管理/研发/财务费用率为9.5%/5.7%/3.7%/0.3%，同比-0.2/-0.5/+0.5/-0.4pct。综合影响下，2023H1，公司归母净利润率为10.5%，同比提升1.9pct，23Q2，公司归母净利润率为13.4%，同比提升2.8pct。存货方面，截至2023H1末，公司存货5.55亿元，同比下

降 16.7%，存货周转天数 37 天，同比减少 5 天。经营活动现金流方面，2023H1，公司经营活动现金流净额为 14.20 亿元，同比增长 858%，主因销售商品提供劳务产生的现金流入增加，其中 23Q1-23Q2 经营活动现金流净额分别为 1.93、12.27 亿元。



➤ **投资建议**

➤ **今年 2 季度，公司营收增速转正，盈利能力明显回升。**我们预计公司 2023-2025 年每股收益分别为 1.46、1.64、1.91 元，8 月 31 日收盘价对应公司 2023-2025 年 PE 分别为 13.0、11.6、10.0 倍，维持“买入-A”建议。



➤ **风险提示**

➤ 司米品牌招商不及预期；行业竞争加剧；大宗业务应收账款计提风险。

【公司评论】中国平安(601318.SH): 中国平安中报点评-代理人提质, 银保快速增长, H123 NBV 同比+32.6%

崔晓雁 cuixiaoyan@sxzq.com

【投资要点】

- **事件：**公司发布中报，H123 末集团 EV 1.49 万亿元、较上年末+4.9%，寿险及健康险 EV 9246 亿元、同比+5.7%。上半年 NBV 259.60 亿元、同比+32.6%，重述后同比+45.0%，新单保费 1139 亿元、同比+49.6%，NBVM 22.8%、同比-2.9pct。Q223 NBV 122.58 亿元、同比+75.5%，新单保费 483.87 亿元、同比+94.7%，NBVM 25.3%、同比-2.7pct。
- **负债端：【寿险】**代理人量减质增，银保快速增长。H123 月均代理人数量 37.9 万人、同比-26.3%，人均 NBV 5.63 万元、同比+76.1%，人均收入 10887 元/人/月、同比+36.8%。期待代理人收入增加可以带来留存改善到增员改善的正向循环。银保渠道 NBV 28.25 亿元、同比+166.4%，新单保费 143.42 亿元、同比+120.7%，NBVM 19.7%、同比+3.4pct。**【产险及其他】**H123 产险保费收入 1541 亿元、同比+5.0%。综合成本率 98.0%、同比+0.9pct，主因出行增加致车辆出险率增加和保证保险业务成本率波动。承保利润 30.53 亿元、同比-27.3%。平安银行归母净利润 253.87 亿元、同比+14.9%，资管业务归母净利润 14.12 亿元、同比-67.9%，科技业务归母净利润 17.93 亿元、同比-60.0%。
- **资产端：**H123 末投资资产 4.62 万亿元、同比+6.5%，净/总投资收益率分别为 3.5%、3.4%，同比-0.4pct、+0.4pct，净投资收益率下降主因部分存量资产到期及新增资产收益率下降，总投资收益率上升主因权益资产公允价值增加。期末不动产投资余额 2094 亿元、占比 4.5%，占比持续下降。
- **投资建议：**根据公司中报，我们小幅下调公司投资收益率假设，并将 2023-25 年盈利预测下调 13.3%、10.4%和 10.3%。2023E P/EV 0.56x，处近 5 年低位。考虑到公司渠道改革坚定、业务稳健及估值较低，

维持“买入-A”。

- 风险提示：负债端发展不及预期，长端利率下行，资产质量恶化等。

【公司评论】苏州银行(002966.SZ)：苏州银行中报点评-规模扩张较快，资产质量向好，H123 归母净利润+21.0%

崔晓雁 cuixiaoyan@sxzq.com

【投资要点】

- **事件：**公司发布中报，H123 营收 62.70 亿元、同比+5.3%，PPOP 41.05 亿元、同比+2.9%，归母净利润 26.34 亿元、同比+21.0%。年化加权平均 ROE 13.70%、同比+0.76pct。Q223 营收 31.12 亿元、同比+5.3%，PPOP 20.15 亿元、同比+3.2%，归母净利润 13.38 亿元、同比+21.2%。
- **规模快速扩张，拨备有所释放。**H123 利息净收入 42.80 亿元、同比+7.4%，生息资产平均余额 4908 亿元、同比+11.9%，其中贷款平均余额 2668 亿元、同比+17.6%，为增速最快的生息资产。期末对公贷款余额 1876 亿元、较年初+17.2%，零售贷款余额 962.77 亿元、同比+6.4%，对公中制造业、租赁及服务业贷款增长较快，零售中消费贷及按揭贷增长较疲弱。净息差 1.74%、同比-8BP。支出端，成本收入比 33.37%、同比+2.07pct，信用成本 0.65%、同比-0.46pct。当期计提拨备 9.20 亿元、同比少计提 3.99 亿元，降幅 30.3%。
- **资产质量良好，资本充足率稳健。**H123 末不良贷款率 0.86%、较年初-2BP，对公贷款中贷款余额占比较高的制造业、租赁及商务服务业、批发零售业和建筑业，不良率均较年初下降，零售贷款中经营贷、消费贷不良率较年初上升。拨备覆盖率 511.85%、较年初-19.0pct，风险抵补能力强。期末核心一级/一级/资本充足率分别 9.36%、10.87%和 13.22%，保持较高水平。
- **投资建议：**根据公司中报，我们小幅上调公司投资收益率假设，并将 2023-25 年盈利预测上调 0.1%、0.2%及 0.8%。公司当前股价对应 2023E P/B 0.60x，。考虑到公司生息资产增速较快、资产质量好、资本实力较强、拨备计提较为充足且估值较低，维持“买入-A”评级。
- 风险提示：生息资产增速不及预期、资产质量恶化、市场竞争加剧等。

【山证农业】唐人神 2023 年中报点评-生猪出栏同比大幅增长

陈振志 chenzhenzhi@sxzq.com

【投资要点】

- **公司披露 2023 年半年报。**公司 2023 年上半年实现营业收入 13479.63 百万元，同比增长 18.39%，归属净利润-664.03 百万元，同比下滑 375.22%，EPS-0.48 元，加权平均 ROE-10.24%，同比下滑 7.67 个百分点。其中，公司 2023 年 Q2 实现营业收入 6956.56 百万元，同比增长 7.38%，归属净利润-323.85 百

万元，比去年同期有明显下滑（2022Q2 归属净利润 9.47 百万元）。

- 公司 2023 年上半年生猪出栏 165.94 万头，同比增长 92%，其中肥猪出栏 153.32 万头，同比增长 100.86%，占比 92%。以“公司+农户”和自繁自养相结合的模式为主要发展方向，公司育肥能力不断提升。2023 年上半年全国生猪均价约 14.88 元/公斤，持续低于养殖成本线。上半年养殖业务实现营业收入 2309.72 百万元，同比增长 78.09%，毛利率-19.04%，同比下滑 23.77 个百分点。
- 公司 2023 年上半年饲料销量 319 万吨（含内销量），同比增长 16%，优于行业同期 7%的增速。上半年饲料业务收入 10188 百万元，同比增长 7%，毛利率 6.51%，同比提升 0.4 个百分点。
- 截止 2023 年 6 月末，公司的资产负债率为 62%，在生猪养殖上市公司中处于中游位置。公司以简易程序向特定对象发行股票申请于 8 月 29 日收到中国证监会同意注册的批复，本次发行计划募集资金总额约 3 亿元。
- 投资建议
- 鉴于 2023 年猪价持续低位震荡，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润-6.80/1.93/13.71 亿元，对应 EPS 为-0.49/0.14/0.99 元，目前股价对应 2023 年 PB 为 1.5 倍，维持“增持-B”评级。
- 风险提示：养殖疫情风险，自然灾害风险，商誉减值风险，运输不畅风险。

【山证军工】中航沈飞（600760.SH）2023 年中报点评-业绩保持高速增长，下游持续高景气度

骆志伟 luozhiwei@sxzq.com

【投资要点】

- 事件描述
- 中航沈飞公司发布 2023 年半年报。2023 上半年公司营业收入为 231.50 亿元，同比增长 16.85%；归母净利润为 14.93 亿元，同比上升 33.46%；扣非后归母净利润为 14.37 亿元，同比上升 31.01%；负债合计 328.06 亿元，同比减少 10.02%；货币资金 118.26 亿元，同比减少 8.93%；应收账款 85.05 亿元，同比增长 76.44%；存货 98.75 亿元，同比增长 48.71%。
- 事件点评
- 业绩保持高速增长，盈利能力持续提升。23Q2，公司实现归母净利润 8.51 亿元，同比增长 40.10%，业绩保持高速增长。2023 年上半年公司毛利率同比提升 0.7 个百分点达到 10.43%，净利率同比提升 0.71 个百分点达到 6.36%，盈利能力持续提升。2023 年上半年，公司期间费用率持续改善，同比减少 0.27 个百分点达到 2.37%。
- 下游持续高景气度。我军目前战斗机中仍有很高比例是二代机，急需换代升级，公司三代半战斗机歼-16 系列已经是空军主力机型，歼-15 是我国现役唯一一型航母舰载战斗机，随着我国航母舰队的不断建设，

海军舰载航空兵将为公司的歼-35 和歼-15 系列带来持续的增量需求。

- **投资建议**
- 预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 1.09\1.38\1.73，对应公司 8 月 30 日收盘价 44.49 元，2023-2025 年 PE 分别为 40.9\32.2\25.7，维持“买入-A”评级。
- **风险提示**
- 主力机型列装不及预期；生产交付不及预期。

【山证军工】航材股份（688563.SH）2023 年中报点评-航空先进材料产业化平台，IPO 募资扩产打破产能瓶颈

骆志伟 luozhiwei@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- **航材股份发布 2023 年半年报。**2023 年上半年公司营业收入为 13.18 亿元，同比增长 18.86%；归母净利润为 2.96 亿元，同比上升 30.33%；扣非后归母净利润为 2.96 亿元，同比上升 29.57%；负债合计 15.72 亿元，同比增长 15.30%；货币资金 8.70 亿元，同比增长 35.45%；应收账款 11.93 亿元，同比增长 15.61%；存货 12.68 亿元，同比增长 27.89%。
- **事件点评**
- **航空先进材料产业化平台。**公司是主要从事航空、航天用部件及材料研发、生产和销售的高新技术企业，主要产品分别为钛合金铸件、橡胶与密封件、透明件和高温合金母合金，各业务板块均衡发展，产品主要应用于航空发动机、航空飞机、航空直升机、航天导弹等。公司是国产军用发动机钛合金结构件的研制和生产主承制单位，与中国航发商发合作，为两型发动机研制生产钛合金中介机匣及发动机套件，在国际航空钛合金铸件方面与赛峰、GE 航空、罗罗、霍尼韦尔、空客等建立了长期战略合作关系。公司参与研制了国内大部分飞机型号的多种用途的密封剂和配套材料，在航空橡胶与密封材料领域掌握多项核心技术，填补了国内空白。有机玻璃透明件方面，公司承担着我国几乎全部第三代和第四代歼击机透明件的研制和生产任务，无机玻璃透明件方面，在主力新型直升机前风挡透明件研制方面竞争优势明显，在新研直升机透明件市场市占率较高。公司是中国航发下属航空发动机用高温母合金唯一批产单位，承担了我国涡扇、涡喷、涡轴、涡桨系列在研在役发动机型号任务，产品覆盖国内全部批产的航空发动机用高温合金母合金产品，在行业内有较强的竞争优势。
- **IPO 募资扩产，打破产能瓶颈，增强创新实力。**在建设战略空军的背景下，军用飞机升级换代，带动军机配套航空材料市场的快速发展，另外随着 C919、ARJ21 等国产民用飞机相继量产，国内民用航空材料的国产化替代工作将逐步展开，对国产航空材料需求也将大幅增长。国际航空零部件转包业务随

着中国的航空零部件厂商的工艺和技术水平不断提高，出于于降低成本、提高盈利能力的考虑，也正在向中国及亚太地区转移。面对行业重大机遇，公司通过 IPO 募资针对四大类业务进行研发和生产能力建设，打破产能瓶颈，增强创新实力，在巩固公司市场地位及竞争优势的基础上，推高未来长期发展的天花板。

➤ **投资建议**

➤ 预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 1.31\1.78\2.51，对应公司 8 月 29 日收盘价 64.05 元，2023-2025 年 PE 分别为 49.0\36.0\25.5，首次给予“增持-A”评级。

➤ **风险提示**

➤ 原材料价格波动；下游需求增长不及预期；募投项目进展不及预期。

【公司评论】古井贡酒(000596.SZ)：古井贡酒 23 年中报点评-23Q2 利润增速超预期，盈利能力持续提升

周蓉 zhourong1@sxzq.com

【投资要点】

➤ **事件描述**

➤ 公司公布 2023 年半年报，实现营业收入 113.10 亿元，同比增长 25.6%，实现归母净利润 27.79 亿元，同比增长 44.85%；其中 23Q2 实现营业收入 47.26 亿元，同比增长 26.8%，实现归母净利润 12.10 亿元，同比增长 47.52%。23Q2 利润增速超预期。

➤ **事件点评**

➤ **23 年上半年稳健发展，产品结构持续升级。**23H1/Q2 公司实现营业收入 113.10/47.26 亿元，同比 +25.6%/+26.8%。分产品看，23H1 年份原浆/古井贡酒/黄鹤楼及其他系列分别实现收入 87.61/11.11/11.08 亿元，同比+30.7%/+23.3%/+1.6%；分地区看，华北/华中/华南分别实现收入 8.21/97.83/6.96 亿元，同比 +34.9%/+24.2%/+38.1%。23Q1 春节受益于返乡潮，宴席场景复苏较强，助力公司实现优于同业的增长；进入二季度以来，在整体行业消费偏弱背景下，公司古 16 依然表现较好，主要受益于安徽宴席市场消费升级，同时古 16 市场占比不断提升。整体来看，公司古 8 以上产品收入占比提升趋势不改，整体产品结构仍呈持续上升态势。23Q2 末合同负债为 30.3 亿元，环比-17.2 亿元，合同负债余量仍较为充足。

➤ **产品结构升级&费用效率提升，助力盈利能力持续提升。**23H1 年公司毛利率为 78.88%，同比+1.35ptc，销售/管理/财务费用率分别为 26.95%/5.16%/-1.09%，同比-1.88/-1.05/+0.35ptc，23H1 年公司净利率为 24.58%，同比+3.26ptc。23Q2 公司毛利率为 77.78%，同比+0.77ptc；销售/管理/财务费用率分别为 24.33%/4.73%/-0.75%，同比-2.61/-1.67/+0.50ptc；净利率为 25.60%，同比+3.60ptc。在产品结构升级&23 年春节后主要单品提价助力下，公司毛利率水平稳步提升；同时公司加强数字化等手段赋能，持续提高费用效率，其盈利能力保持稳步提升态势。

- **省外市场稳步拓展，全年实现双百亿目标可期。**23 年受外部环境影响，区域酒省外开拓均存在一定压力，古井表现相对较优。23Q2 公司加速省外市场回款，导致部分省外区域市场古 20 库存略有上升，但整体仍处于合理范围区间，预计伴随后续需求恢复，古 20 势能向上，其中长期仍有望持续向好发展。全年来看，省内市场古 16 延续较好增速，省外市场古 8 及以上产品销量稳步提升，助力其业绩稳健增长，全年实现双百亿目标可期。
- **投资建议**
- **根据公司 23 年半年报，我们略上调公司盈利预测：**2023-2025 年营业收入分别为 205.20/245.10/291.03 亿元，同比增长 22.8%/19.4%/18.7%。归母净利润 43.14/53.58/64.53 亿元，同比增长 37.2%/24.2%/20.4%。对应 EPS 8.16/10.14/12.21 元，8 月 30 日股价对应 PE 分别为 34/28/23 倍，维持公司“买入-A”投资评级。
- **风险提示**
- 行业竞争加剧；省内消费升级不及预期；省外及新品推广不及预期；食品安全问题等。

【山证农业】神农集团 2023 年中报点评-财务结构稳健，产能规划积极

陈振志 chenzhenzhi@sxzq.com

【投资要点】

- **公司披露 2023 年半年报。**公司 2023 年上半年实现营业收入 1707.97 百万元，同比增长 44.98%，归属净利润-263.82 百万元，同比下滑 114.90%，EPS-0.51 元，加权平均 ROE 为-5.82%，同比下降 3.04 个百分点。其中，公司 2023 年 Q2 实现营业收入 812.09 百万元，同比增长 29.94%，归属净利润-157.95 百万元，去年同期为 27.24 百万元。
- **公司 2023 年上半年销售生猪 67.09 万头，同比增长 51.41%，其中对外销售 51.30 万头，对集团内部屠宰企业销售 15.79 万头。**上半年屠宰生猪（代宰数量+生猪自营屠宰数量）84.24 万头，同比增长 15.94%。公司上半年生猪月度销售均价在 13.65-14.60 元/公斤，低于养殖成本。公司目前的生猪养殖业务主要分布在云南、广西、广东等省份，已有生猪产能 150 万头，预计 2025 年产能可达 300 万头以上。截止 6 月 30 日，公司的资产负债率为 18.35%，与同行相比处于较低水平，资本结构较为稳健。
- 公司上半年计提信用减值损失和资产减值损失合计 108.28 百万元，转销和转回合计 25.92 百万元，本次计提、转回、转销的信用减值损失和资产减值损失合计减少 2023 年半年度利润总额 82.36 百万元。
- **投资建议**
- 鉴于 2023 年猪价持续低位震荡，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润-1.58/2.54/8.14 亿元，对应 EPS 为-0.30/0.48/1.55 元，目前股价对应 2023 年 PB 为 2.7 倍，维持“增持-B”评级。

- 风险提示：畜禽疫情风险，自然灾害风险，原料涨价风险，运输不畅风险。

【公司评论】申洲国际(02313.HK)：申洲国际公司快报-公司盈利能力逐季改善，下半年订单改善可期

王冯 wangfeng@sxzq.com

【投资要点】

- 事件描述
- 8月30日，公司披露2023年中期业绩，2023年上半年，公司实现收入115.62亿元，同比下降14.9%，实现归母净利润21.27亿元，同比下降10.1%，基本每股收益1.41元/股，同比下降10.2%。公司董事会审议通过派发中期股息每股0.95港元，派息比率为62.40%。
- 事件点评
- 2023H1 外需疲弱及客户去库存致使公司营收下降，业绩降幅小于营收降幅。营收端，2023H1，公司实现收入115.62亿元，同比下降14.9%，量价拆分看，美元计产品单价同比下降1%，受益于美元兑人民币升值，人民币计产品单价增长5%，销售数量同比下降19.0%。公司上半年收入同比下降主因全球消费需求不足及品牌客户去库存，美元计产品单价受益于公司产品结构优化及短交期快反相应能力提升，降幅小于生产成本降幅。业绩端，2023H1，公司实现归母净利润21.27亿元，同比下降10.1%，上半年公司业绩降幅小于营收降幅，主因其它收入及收益占收入比重同比提升，以及今年上半年，柬埔寨和越南海外工厂利润贡献增加，使得公司有效税率同比下降。
- 2023H1 运动服饰仍为公司基本盘，日本市场休闲服饰需求增长稳健。分产品看，2023H1，运动服饰、休闲服饰、内衣服饰、其他针织品分别实现收入85.61、23.00、6.13、0.89亿元，同比下降19.9%、增长10.1%、增长0.4%、下降57.2%，收入占比分别为74.0%、19.9%、5.3%、0.8%。运动服饰收入下降主因来自欧洲和美国市场运动服饰订单需求下降，休闲服饰收入增长主要系日本市场和国内市场休闲服饰需求上升，内衣服饰收入增长主因中国市场内衣服装需求增加，其它针织品收入下降主因公司已停止生产和销售口罩产品。
- 2023H1 国内市场再次成为公司最大收入区域，日本市场收入同比增长。分市场看，2023H1，中国大陆、欧盟、日本、美国分别实现收入31.03、24.21、16.66、18.31亿元，同比下降3.6%、下降27.2%、增长2.1%、下降32.7%，收入占比分别为26.8%、20.9%、14.4%、15.9%，以韩国、加拿大、澳大利亚为代表的其它市场上半年实现收入25.40亿元，同比下降5.7%，收入占比22.0%。
- 2023H1，四大核心客户营收占下滑，国内客户收入占比超过10%。分客户看，2023H1，公司四大核心客户收入占比下滑3.0pct至79.8%，耐克、优衣库、阿迪达斯、彪马分别实现收入34.67、25.41、18.86、13.36亿元，同比下降21.9%、增长5.3%、下降25.6%、下降28.6%，收入占比分别为30.0%、22.0%、16.3%、11.6%。国内品牌客户收入合计占比为10.8%，同比提升1.5pct。

- 公司毛利率已逐季改善，上半年费用管控整体保持良好。盈利能力方面，2023H1，公司毛利率同比小幅下滑 0.2pct 至 22.4%，主因国内订单不足及海外新工厂处于爬坡阶段，伴随客户库存去化，订单回升，公司毛利率已逐季改善，23Q1、23Q2 毛利率分别为 20%、24%。期间费用率方面，公司费用率同比提升 0.82pct 至 9.87%，其中销售、管理、财务费用率分别为 0.7%、7.9%、1.3%，同比变化分别为-0.2pct、+0.5pct、+0.5pct。叠加其它收入及收益占收入比重同比提升 0.7pct（主要为利息收入增加）、有效税率同比下滑 5.0pct 至 9.4%，综合影响下，2023H1 公司归母净利润率同比提升 1.0pct 至 18.4%。存货方面，截至 2023H1 末，公司存货为 63.19 亿元，同比增长 0.94%，存货周转天数 127 天，同比增加 2 天，处于历史正常区间。
- 投资建议
- 今年上半年，市场需求不足及品牌客户去库存使得公司营收承压，销售数量下滑 19%，但公司产品进一步多元化，在针织品类基础上，补充梭织品类，有效提升对客户的服务能力。展望下半年，伴随客户库存去化进入尾声，预计公司收入降幅有望逐步收窄，4 季度有望实现同比正增，产能利用率及毛利率水平有望逐季改善。中长期看，公司面料成衣纵向一体化核心竞争优势不改，积极拓展产品品类推动营收规模持续增长，海外产能占比带动盈利水平提升。考虑公司上半年业绩情况，我们调整公司盈利预测，预计公司 2023-2025 年每股收益分别为 3.16、3.88 和 4.67 元，8 月 30 日收盘价对应公司 2023-2025 年 PE 分别为 22、18、15 倍，维持“买入-A”建议。
- 风险提示
- 国内外市场消费需求复苏不及预期；劳动力成本上升；汇率大幅波动；海外棉花价格大幅波动。

【公司评论】中青旅(600138.SH)：中青旅（600138.SH）2023 年中报点评-景区客流持续恢复带动业绩回暖

王冯 wangfeng@sxzq.com

【投资要点】

- 事件描述
- 公司发布 2023 年中期财报，期内实现营收 41.78 亿元（+45.97%），恢复至 2019 年同期 71.39%；归母净利润 1.06 亿元（上年同期净亏损 2.05 亿元），恢复至 2019 年同期 27.86%；扣非归母净利润 1 亿元（上年同期扣非归母亏损 2.15 亿元），恢复至 2019 年同期 38.82%；EPS0.15 元。其中 Q2 实现营收 25.21 亿元（+70.2%），恢复至 2019 年同期 76.16%；归母净利润 1.11 亿元（+219.87%），恢复至 2019 年同期 34.98%；扣非归母净利润 1.08 亿元（+212.93%），恢复至 2019 年同期 53.01%。
- 事件点评
- 乌镇、古北水镇接待游客分别恢复至 2019 年同期 80%、67%水平。2023H1 乌镇实现营收 8.4 亿元（+258.87%），恢复至 2019 年同期 98.25%；净利率 1.9 亿元，累计接待游客 354.81 万人次（+1383.94%），

恢复至 2019 年同期 79.56%；其中东栅接待游客 107.72 万人次，西栅接待游客 247.09 万人次；人均消费 236.75 元（-56.12%）。期内古北水镇实现营收 3.51 亿元（+44.81%），恢复至 2019 年同期 83.57%；净亏损 0.12 亿元（较上年同期亏损减少 0.86 亿元）；累计接待游客 67.84 万人次（+88.76%），恢复至 2019 年同期 67.38%，人均消费 517.39 元（-23.48%）；古北水镇恢复进度较慢主要系景区主要客流来自环京地区，防控政策解除后消费者出行半径扩大，影响周边游客流。濮院景区已于 3 月 1 日试营业，目前处于培育阶段，未来有望与乌镇形成区域内差异化经营。

- **其他业务期内业绩均大幅改善。**整合营销业务营收 8.95 亿元（+154.98%），净利润同比扭亏为盈；旅行社业务营收同比增长，得益于国内出行恢复、出境游市场逐渐放开，期内旅行社业务净利润大幅减亏；山水酒店营收 1.99 亿元（+31.88%），净利润同比减亏 0.25 亿元；策略性投资业务，中青旅大厦出租等业务继续为公司带来稳定利润贡献。
- **期内公司毛利率 25.1%（+12.19pct），净利率 3.83%（+14.91pct）。**整体费用率 18.93%（-3.94pct），其中销售费用率 8.23%（-1.69pct）、管理费用率 7.67%（-1.32pct）、研发费用率 0.11%（-0.05pct）、财务费用率 3.03%（-0.93pct）。经营活动现金流净额-97.01 万元，较上年增加 5.42 亿元。
- **投资建议**
- **公司南北两镇景区客流持续增长，营收恢复进度快速游客恢复，其余各项业务有望持续业绩修复。**我们预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.57\0.92\1.22 元，对应公司 8 月 30 日收盘价 12.45 元，2023-2025 年 PE 分别为 21.7\13.6\10.2 倍，维持“增持-B”评级。
- **风险提示**
- 宏观经济波动风险；客流恢复不及预期；门票价格下降风险。

【山证新股】何氏眼科（301103.SZ）2023H1 点评-眼健康医疗服务稳步恢复，加速打造临床应用研究优势

叶中正 yezhongzheng@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- 公司发布 2023 年中报，2023H1 公司实现营业收入 6.21 亿元，同比增长 32.66%；实现归母净利润 7834.79 万元，同比增长 87.38%；实现扣非归母净利润 7436.04 万元，同比增长 88.00%；基本每股收益为 0.50 元，同比增长 69.33%。
- **事件点评**
- **2023H1 公司营收及净利润实现较快增长，主要原因是居民医疗消费需求逐步恢复以及公司经营规模持续扩张。**2023H1 公司实现营业收入 6.21 亿元，同比增长 32.66%，已接近 2021H1 同比增速 36.91%；2023H1 公司实现扣非归母净利润 7436.04 万元，同比增长 88.00%，已接近 2021H1 同比增速 97.73%。

2023 上半年公司业绩稳步恢复，主要得益于经济复苏带来居民医疗消费需求不断增长，同时公司经营规模持续扩大导致收入增长。

- **除视光服务外，公司各项业务毛利率均有所提升，公司综合毛利率优化带动净利率明显提升。**2023H1 公司屈光不正手术矫正服务、白内障诊疗服务、玻璃体视网膜诊疗服务、其他眼病诊疗服务、非手术治疗、视光服务的毛利率分别为 50.53%、45.11%、31.48%、52.90%、33.32%、48.99%，较去年同期分别变动 1.34、11.62、6.15、8.38、12.03、-0.16 个百分点；综合毛利率为 44.97%，较去年同期提升 4.12 个百分点。尽管上半年公司各项费用增长较快（销售费用同比增长 19.28%，管理费用同比增长 40.42%，研发费用同比增长 1015.38%），但得益于毛利率优化公司净利率明显提升：2023H1 公司净利率为 12.34%，较去年同期提升 3.41 个百分点。
- **依托人才优势和平台优势，公司积极开展临床应用研究并取得了重要进展。**公司是国家卫健委防盲治盲培训基地和国际眼科理事会眼科专科医师培训基地，通过整合国内、国际优质资源，充分发挥自身的培训体系优势和培训经验，多年来为国内外累计培训了 5 万余名医生及管理人才。同时公司也是国家药物临床试验机构，每年承担大量的新药、新器械、新设备的临床研究工作，2023 年上半年完成临床试验项目 5 项，正在进行的研究项目 13 项。
- **投资建议**
- **预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 14.02、18.24、23.04 亿元（原值为 14.25、18.37、23.37 亿元），增速分别为 46.7%、30.1%、26.3%，净利润分别为 1.51、2.00、2.62 亿元（原值为 1.54、2.00、2.67 亿元），增速分别为 355.7%、32.3%、30.9%，对应 EPS 分别为 0.96、1.27、1.66 元（原值为 0.98、1.27、1.69 元），以 8 月 30 日收盘价 34.46 元计算，对应 PE 分别为 36.0X、27.2X、20.8X。**考虑到公司的眼健康医疗服务稳步恢复，维持“增持-B”评级。
- **风险提示**
- 宏观环境变化造成经营受阻风险；行业监管政策变化风险；医疗纠纷或事故风险；业务扩张带来的管理风险。

【山证新材料】海利得（002206.SZ）23H1 点评-二季度业绩环比大幅改善，越南基地扩展加速全球化步伐

叶中正 yezhongzheng@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- **公司发布 2023 年中报，2023 年上半年，公司实现营收为 27.7 亿元，同比下降 0.53%；实现归母净利润为 1.72 亿元，同比下降 19.03%。**第二季度实现营业收入 14.19 亿元，同比增长 5.39%，较一季度环比增长 5.02%；实现归母净利润 1.05 亿元，同比增长 16.54%，较一季度环比增长 55.37%。2023 年上

半年公司毛利率为 15.43%，较一季度提升 1.78%；上半年公司净利率为 6.24%，较一季度提升 1.23%。

➤ 事件点评

- **受益于产能释放及下游需求稳步恢复，公司 Q2 业绩环比大幅改善。**2023 年第二季度公司实现营业收入 14.19 亿元，较一季度环比增长 5.02%；实现归母净利润 1.05 亿元，较一季度环比增长 55.37%。一方面，上半年公司越南基地年产 11 万吨差别化涤纶工业长丝（一期）项目产能全面释放，推动毛利和净利大幅改善。根据中报数据显示，香港控股公司上半年实现净利润 247.20 万元，而 2022 年全年为 -8532.39 万元，反映公司越南基地经营状态已经大幅改善，或扭亏为盈。另一方面，2023 年上半年全球涤纶工业丝及帘子布需求实现了温和复苏。根据 Wind 数据，2023 年上半年中国涤纶工业丝出口数量累计同比增长 0.54%，中国涤纶工业丝机织物出口数量累计同比增长 83.27%，反映全球汽车、建筑和交运等领域下游需求有所恢复。伴随涤纶工业丝产能的全面释放和海外需求复苏，我们预计越南基地经营业绩有望进一步改善。
- **公司拟实施年产 1.8 万吨高性能轮胎帘子布项目，全球化步伐有望进一步加快。**根据 8 月 1 日公告，公司拟以自筹资金投资约 5200 万美元建设年产 1.8 万吨高性能轮胎帘子布项目，有望加速公司全球化步伐，与公司涤纶工业丝产能构成一体化优势，提升全球竞争力，在一定程度上也有利于降低国际贸易摩擦风险。投资建议
- 我们预测 2023 年至 2025 年，公司分别实现营收 56.05/60.5/67.64 亿元，同比增长 1.69%/7.94%/11.79%；实现归母净利润 3.88/4.48/5.54 亿元，同比增长 16.85%/15.45%/23.59%，对应 EPS 分别为 0.33/0.38/0.47 元，PE 为 15.38/13.32/10.78 倍，维持“增持-B”评级。
- **风险提示**
- **宏观环境风险：**当前国内经济面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，地缘政治冲突不断，可能导致上游供货不稳定、原材料价格上涨，下游需求降低，进而对公司未来业务发展和经营业绩带来不利影响。
- **行业内部竞争风险：**中国的制造业面临产能过剩，公司化纤产品所处的化纤制造行业同样充满竞争。公司以技术品质优势领先同行，差别化产品和服务是公司的核心竞争能力，但是激烈的市场竞争还是可能导致公司产品利润率下降的风险。
- **光伏反射膜推广不及预期的风险：**目前公司光伏反射膜已经在海外项目落地，且在持续推进国内项目导入，由于光伏反射膜属于新兴技术，客户前期接受度存在不确定性，如果推进项目进度推迟，可能影响未来中期的推广效果。
- **汇率波动的风险：**公司出口销售主要以美元和欧元作为结算货币，且海外业务处于持续增长中，因此汇率的波动，可能影响公司的盈利能力。

【山证煤炭】淮北矿业（600985.SH）中报点评：-主焦煤毛利率仍可观，关注新项目投产情况

刘贵军 liuguijun@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- **公司发布 2023 年半年度报告：**报告期内公司实现营业收入 373.00 亿元，同比-2.92%，归母净利润 35.88 亿元，同比+1.09%，扣非后归母净利润 34.39 亿元，同比-8.80%。经营活动产生的现金流量净额 61.46 亿元，同比-11.16%；基本每股收益为 1.45 元，同比+1.40%；加权平均 ROE 为 10.12%，同比减少 1.96 个百分点。其中 Q2 营业收入 183.63 亿元，同比-10.62%；归母净利润 14.77 亿元，同比-23.59%。
- **事件点评**
- **上半年煤焦产业链价格整体下行，公司业绩同比有所下滑。**2023 年上半年受宏观经济复苏延后及煤炭进口增量较大等，煤、焦产业链价格以回调为主。秦皇岛港动力末煤 Q5500H1 均价 1023 元/吨，同比-13.93%，京唐港山西产主焦煤 H1 均价 2242 元/吨，同比-27%。煤价下行主要发生在二季度，Q2 秦港动力煤及京唐港主焦煤分别同比下跌-24%和-39%，环比分别-19%和-23%。焦炭方面，2023 年 H1 淮北产二级冶金焦均价 2463 元/吨，同比-25.54%；Q2 均价 2281 元/吨，同比-35.14%，环比-13.94%。公司产品售价的下行拖累公司业绩；报告期内公司获得包括产能指标处置及增值税返还等非经常性损益合计 1.49 亿元，比 2022 年增加 1.1 亿，扣非前净利润实现+1.09%增长。
- **H1 煤炭产销同比下滑，受益 Q1 主焦煤价格较高，H1 毛利率提高，但 Q2 有所下滑。**公司实现商品煤产量 1132.64 万吨，同比-8.93%；商品煤销量 981.7 万吨，同比-6.29%；吨煤售价 1269.34 元/吨，同比+7.25%；吨煤成本 670.44 元/吨，同比下降 2.27%；煤炭业务毛利率为 47.18%，同比抬升 5.15 个百分点。Q2 吨煤售价 1141.72 元/吨，环比-17.70%，吨煤成本 623.07 元/吨，同比-12.76%，煤炭业务毛利率 45.43%，环比降低 3.09 个百分点。
- **煤化工板块受成本压制及售价下行影响，H1 毛利亏损。**报告期内公司实现焦炭产量 173 万吨，同比-9.11%；销量 170.45 万吨，同比-12.63%；吨焦售价 2524.9 元/吨，同比-19.73%；实现甲醇产量 24.77 万吨，同比 47.44%，销售 25.09 万吨，同比 54.4%，单位售价 2177.44 元/吨，同比-10.01%。其中，焦炭为煤化工主要产品，实现销售收入 43.04 亿元，同比-29.87%，焦煤成本的刚性导致毛利下滑；Q2 甲醇产销量分别环比-43%和-34%，也是煤化工板块业绩下滑的一个因素。公司煤化工板块 H1 平均毛利率-8.20%。
- **公司优质焦煤价值待显，关注新项目投产情况。**截止 6 月 30 日，公司现拥有煤炭生产矿井 17 对，核定产能 3,555 万吨/年，以优质焦煤矿井为主；焦炭核定产能 440 万吨/年；后期随着稳经济政策发力，主焦煤价格继续下行空间不大，Q3 以来，京唐港主焦煤均价 2025 元/吨，环比+4.58%，毛利率仍然可观，将持续为公司贡献利润。另外，建议关注新增项目投产情况：公司预计内蒙古陶忽图煤矿 2025 年

底建成投产；碳鑫科技年产 60 万吨无水乙醇预计年底建成，靖州八姑岩、海南乐东等矿山的建设也在稳步推进。

➤ 投资建议

➤ 预计公司 2023-2024 年 EPS 分别为 2.85\2.87\2.93 元,对应公司 8 月 29 日收盘价 12.38 元,2023-2025 年动态 PE 分别为 4.3\4.3\4.2 倍,首次覆盖,给予“增持-A”投资评级。

➤ 风险提示

➤ 1) 宏观经济增速不及预期风险；煤炭行业与宏观经济发展密切相关，目前国际环境复杂严峻，国内经济修复面临挑战；2023 年 GDP 不变价累计同比 5.5%，仍低于疫情前水平。国内固定资产投资累计增速 3.8%，其中房地产开发投资累计增速-7.9%，对煤炭需求有所压制；2) 煤炭价格超预期下行风险；二季度以后国内煤炭均价继续下行，Q3 动力煤长协 Q3 均价 702.5 元/吨，同比-2.3%，环比-2.0%，焦煤价格虽有反弹，但后期若粗钢平控趋严则需求可能下滑拖累焦煤价格；Q3 以来淮北产耳机冶金焦炭均价 2150 元/吨，环比-5.73%；3) 安全生产风险；煤炭行业为高危行业，甘肃地区地质条件相对较差、煤矿生产系统复杂、各类自然灾害加剧、安全生产基础薄弱，未来或面临一定安全生产风险。同时，民爆、化工、基建等产业点多线长面广，安全、环保工作任务也较重等。

➤

【山证军工】航宇科技（688239.SH）2023 年中报点评-下游持续高景气度，业绩持续高增长

骆志伟 luozhiwei@sxzq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

➤ 航宇科技公司发布 2023 年半年报。2023 年上半年公司营业收入为 11.83 亿元，同比增长 89.73%；归母净利润为 1.16 亿元，同比增长 23.69%；扣非后归母净利润为 1.11 亿元，同比增长 29.30%；负债合计 20.29 亿元，同比增长 56.94%；货币资金 2.54 亿元，同比增长 118.84%；应收账款 10.79 亿元，同比增长 121.70%；存货 9.75 亿元，同比增长 40.31%。

➤ 事件点评

➤ 下游持续呈现高景气度，营收持续高增长。国内军品市场客户的订单需求持续上升、民品市场尤其是新能源领域订单饱满，国内市场处于整体稳定增长的局面，报告期内境内主营业务收入 8.89 亿元，较上年同期增长 85.20%。国际市场业务持续恢复向上，报告期内境外主营业务收入实现 2.46 亿元，较上年同期增长 90.69%。截至报告期末，公司尚有在手订单总额 20.68 亿元。

➤ 管理费用同比增长 122%，主要系报告期内股权激励摊销费用增加、德兰航宇职工薪酬、折旧和摊销增加、宣传费增加所致。本报告期内，计入的股份支付费用金额为 5030.32 万元，剔除股份支付费用的

影响后，实现归属于上市公司股东的净利润为 1.59 亿元，同比增长 60.17%。

- **国内军用航空发动机市场放量叠加国外商用航空发动机市场持续回暖，形成双轮驱动。**受益于新一代航空装备大规模列装需求，以及航空发动机国产化进程加速，国内军用航空发动机市场进入“放量建设”新阶段，随着疫情影响的逐步消退，国际主流航空发动机厂商的订单自 2021 年以来持续复苏，公司有望受益于国内和国际市场的双轮驱动，实现业绩的高速增长。
- **投资建议**
- 预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 1.68\2.32\3.37，对应公司 8 月 29 日收盘价 62.05 元，2023-2025 年 PE 分别为 36.9\26.7\18.4，维持“增持-A”评级。
- **风险提示**
- **下游需求不及预期；在研航发无法顺利定型批产；原材料价格波动**

【公司评论】首旅酒店(600258.SH)：首旅酒店（600258.SH）2023 年中报点评-公司全部酒店 RevPAR 恢复至疫前水平，经济型酒店恢复进程较快

王冯 wangfeng@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- 公司发布 2023 年中期财报，期内实现营收 36.08 亿元（+54.76%），恢复至 2019 年同期 90.42%；归母净利润 2.8 亿元（上年同期净亏损 3.84 亿元），恢复至 2019 年同期 76.28%；扣非归母净利润 2.33 亿元（上年同期归母净亏损 4.35 亿元），恢复至 2019 年同期 69.54%；EPS0.25 元。其中 2023Q2 实现营收 19.53 亿元（+74.46%），恢复至 2019 年同期 95.4%；归母净利润 2.03 亿元（+233.29%），较上年同期扭亏为盈，恢复至 2019 年同期 69.21%；扣非归母净利润 1.85 亿元（+205.06%），较上年同期扭亏为盈，恢复至 2019 年同期 66.3%。
- **事件点评**
- 期内得益于国内旅游市场复苏，酒店行业经营情况大幅改善。2023H1 公司酒店业务收入 33.24 亿元（+50.81%），利润总额 2.32 亿元（较上年同期扭亏为盈，增加 7.59 亿元）；景区业务营收 2.84 亿元（+123.25%），利润总额 1.57 亿元（+354.17%）。从业务结构来看，酒店运营模式和管理模式收入占比分别为 67.83%/24.3%；门店数量方面，酒店运营模式和管理模式门店数量占比分别为 10.7%/89.3%。由于酒店管理业务收入占比小、毛利率较高、公司目前重点发展酒店管理业务，整体业绩表现收入变动小、利润变动大。
- 年内公司业务呈现逐季恢复趋势。酒店经营指标方面，2023H1 公司不含轻管理酒店的全部酒店 RevPAR163 元（+71.8%），为 2019 年同期 104.9%。其中 2023Q1/Q2 RevPAR 分别为 145 元/181 元，分

别同比+57.2%/+85.5%，分别为2019年同期99.5%/109.1%。新开店方面，2023H1公司新开店526家（+553.8%），2023Q1/Q2分别新开门店210家/316家；公司已签约未开业和正在签约储备店2000家。

- **2023Q2公司全部酒店RevPAR恢复至2019年同期99%，经济型酒店恢复居前。**2023Q2公司经济型/中高端/轻管理酒店RevPAR分别为145元/220元/93元，分别同比+80.3%/83.5%/+67.3%，分别为2019年同期103.1%/91.5%/82.2%；ADR分别为201元/320元/164元，分别同比+33.6%/36.1%/13.2%，分别为2019年同期118.2%/98.2%/98.2%；OCC分别为72%/68.8%/56.8%，分别同比+18.6pct/+17.8pct/+18.3pct，分别为2019年同期86.9%/93.5%/83.5%。
- **期内公司毛利率36.12%（+26.88pct），净利率8.32%（+26.63pct）。**整体费用率23.98%（-5.38pct），其中销售费用2.34亿元（+126.84%）系OTA订单大幅增加带动销售佣金增加，以及酒店市场恢复公司增加营销推广活动和人员；管理费用4.22亿元（+19.11%）系经营情况好转带来职工薪酬奖金增加；研发费用0.33亿元（+7.06%）系公司加大智能技术投入；财务费用2.09亿元（-7.86%）系租赁负债产生利息费用较上年同期减少。经营活动现金流净额19.94亿元（+330.07%）系公司经营情况好转带来现金流大幅增加。
- **投资建议**
- **2023Q3暑期旺季带动商旅出行市场持续转暖，我们看好公司业绩修复能力、加速拓展下沉市场。**我们预计公司2023-2025年EPS分别为0.7\0.98\1.22元，对应公司8月30日收盘价17.8元，2023-2025年PE分别为25.3\18.2\14.6倍，维持“增持-A”评级。
- 风险提示公司经营成本上升风险；新开店不及预期风险；居民消费恢复不及预期风险。

【公司评论】锦江酒店(600754.SH)：锦江酒店(600754.SH)2023年中报点评-境内酒店ADR已超2019年同期水平，OCC仍有约10%恢复空间

王冯 wangfeng@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- **公司发布2023年中期财报，期内实现营收68.06亿元（+32.15%），恢复至2019年同期95.29%；归母净利润5.23亿元（上年同期为净亏损1.18亿元），恢复至2019年同期92.14%；扣非归母净利润3.73亿元（上年同期归母净亏损2.47亿元），较上年同期实现扭亏为盈，为2019年同期104.29%；EPS0.49元。其中Q2实现营收38.84亿元（+37.9%），为2019年同期102.05%；归母净利润3.93亿元（+6828.81%），为2019年同期144.25%；扣非归母净利润2.81亿元（+1049.2%），恢复至2019年同期97.9%。**
- **事件点评**
- **期内公司境内外有限服务型酒店运营较上年同期大幅改善。**分业务来看，2023H1有限服务业务营收

66.91 亿元 (+32.4%)，净利润 3.23 亿元、较上年同期扭亏为盈，净利润增加 4.91 亿元。食品制造业务营收 1.15 亿元 (+19%)，净利润 2.18 亿元 (+186.22%)。前期加盟服务营收 2.42 亿元 (+8.5%)，持续加盟及劳务派遣营收 22.1 亿元 (+35.46%)。分经营区域来看，境内业务营收 46.61 亿元 (+30.48%)，营收占比 69.67%，境外业务营收 20.3 亿元 (+37.05%)，营收占比 30.33%。新开酒店情况：公司净开业酒店 381 家，其中直营门店减少 42 家、加盟门店增加 423 家。其中 2023Q1/Q2 分别净开业 111 家/270 家，二季度新开业进程明显提速。

- **境内酒店平均房价已超越 2019 年同期水平，入住率仍有约 10% 恢复空间。**2023H1 公司境内中端/经济型/整体平均酒店 RevPAR 分别恢复至 2019 年同期 93.28%/93.8%/106.04%。2023Q2 公司境内中端酒店/经济型酒店/整体平均酒店 RevPAR 分别为 199.3 元/118.37 元/174.92 元，分别较上年同期 +56.28%/+44.42%/56.63%，分别恢复至 2019 年同期 96.2%/100.1%/109.3%；ADR 分别为 280.62 元/186.7 元/254.54 元，分别较上年同期 +15.39%/+7.83%/+15.48%。分别恢复至 2019 年同期 107.4%/115.4%/120.9%；出租率分别为 71.02%/63.4%/68.72%，分别较上年同期 +18.56pct/+16.06pct/+18.05pct，分别恢复至 2019 年同期 89.5%/86.7%/90.4%。
- **2023H1 境外中端/经济型/酒店平均 RevPAR 已恢复至 2019 年同期 115.9%/109.24%/110.62%。**2023Q2 境外中端/经济型/酒店平均 RevPAR 分别为 44.83 欧元/43.49 欧元/43.81 欧元，较上年同期 +19.45%/+12.17%/+13.91%；ADR 分别为 75.95 欧元/63.8 欧元/66.45 欧元，分别较上年同期 +6.37%/+9.8%/+9.1%；OCC 分别为 59.03%/68.16%/65.93%，分别较上年同期+6.46pct/+1.43pct/+2.77pct。
- **期内公司毛利率 41.94% (+10.83pct)，净利率 9.83% (+10.84pct)。**整体费用率 31.99% (-2.28pct)，其中销售费用率 7.55% (-0.47pct)、管理费用率 19.7% (-2.39pct)、研发费用率 0.21% (-0.07pct)、财务费用率 4.74% (+0.58pct) 系欧元银行同业拆放利率持续上涨致境外企业借款利息支出同比增加。经营性活动现金流净额 26.83 亿元 (+244.11%) 系境内外有限服务型酒店运营情况较上年大幅改善。
- **投资建议**
- **年内休闲旅游和商务差旅消费需求释放明显，境内酒店市场信心逐步恢复、经营情况改善明显。**7 月境内、境外酒店 RevPAR 分别恢复至 2019 年同期 116%、113%，8 月前三周恢复至 2019 年同期 117%。预计公司 2023Q3 境内、境外酒店整体平均 RevPAR 分别为 2019 年同期 115%-120%、110%-115%。我们预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 1.3\1.86\2.06 元，对应公司 8 月 30 日收盘价 38.4 元，2023-2025 年 PE 分别为 29.5\20.6\18.7 倍，维持“增持-A”评级。
- **风险提示**
- 公司经营成本上升风险；居民消费需求恢复不及预期风险；市场竞争加剧风险。

【山证食品】恒顺醋业 (600305.SH) 中报点评：Q2 业绩短期承压，期待改革释放势能-Q2 业绩短期承压，期待改革释放势能

和芳芳 hefangfang@sxzq.com

【投资要点】

- 公司发布半年报称，上半年营业收入 11.39 亿元，同比减少 3.71%，归母净利润为 1.24 亿元，同比减少 3.43%；基本每股收益 0.12 元，同比减少 6.83%。
- 事件点评
- 业绩不及预期，持续聚焦主营业务。23H1 实现营收 11.39 亿元（同比-3.71%），归母净利润 1.24 亿元（同比-3.43%），扣非净利润 1.18 亿元（同比+1.09%）；其中 23Q2 营收 5.26 亿元（同比-13.88%），归母净利润 0.51 亿元（同比减少 0.03%），扣非净利润 0.47 亿元（同比+1.62%）。营收下降主要系上年同期有存量房及投资性房地产销售所致，但是主营调味品收入占总营收比例逐步提升，23H1 公司主营调味品收入占比较去年同期由 92.04%提升至 98.33%。具体来看：1）分产品看，食醋表现相对稳健，23H1 醋/酒/酱系列营收 7.4/1.5/1.1 亿元，同比+2.5%/-11.9%/-19.0%，2）分区域看，华东市场平稳增长，23H1 华东 / 华南 / 华中 / 西部 / 华北大区营收分别为 5.8/1.8/1.9/1.0/0.7 亿元，同比 +4.0%/-0.05%/+0.6%/+5.8%/+3.9%。
- 产品结构变化以及费用管控见效，利润率整体改善。公司 23H1 销售净利率为 10.53%，同比增加 0.11pct。具体来看，1）公司 23H1 毛利率为 35.72%，同比增加 0.24pct，主要酒与酱等低毛利率产品占比降低；2）成本管控初见成效，23H1 销售期间费用率为 22.15%，同比减少 0.06pct，其中销售费用率为 14.18%，同比增加 0.31pct；管理费用率为 8.04%，同比减少 0.15pct；财务费用率-0.07%，同比减少 0.22pct。
- 23H1 经营仍处过渡期，H2 有望改善。公司正处于改革创新、转型发展的关键时期。受各种因素影响，成本上升的压力大，外贸业务下滑、外围市场薄弱等问题仍然突出；新产品的推广、新渠道的拓展、新模式的探索还有一个过程。公司目前经营仍处于过度期，公司市场化改革、现代企业治理结构亟需加快推进。根据公司公告，公司聘任何春阳总为公司总经理，何总曾任海天味业营销公司副总经理，我们认为公司随着新产品拓展、产能释放、激励落地、引进营销人才激发团队战斗力等作用下，公司经营业绩有望改善。
- 盈利预测、估值分析和投资建议：短期看公司拓品类、拓渠道效果体现，中长期看，公司继续聚焦主业谋发展，同时深化改革增动力，通过优化产构以及提升管理效率有望持续增长。预计 2023-2025 年公司归母净利润 2.02 亿、2.83 亿、3.70 亿，EPS 分别为 0.18/0.25/0.33 元，对应当前股价，2023-2025 年 PE 分别为 58X/42X/32X，维持“增持-A”评级。
- 风险提示：行业需求低于预期，原材料价格波动风险，食品安全风险

【公司评论】招商银行(600036.SH)：招商银行中报点评-拨备释放驱动 H123 归母净利润+9.12%

崔晓雁 cuixiaoyan@sxzq.com

【投资要点】

- **事件：**公司发布中报，H123 营收 1785 亿元、同比-0.35%，PPOP 1221 亿元、同比-2.40%，归母净利润 757.52 亿元、同比+9.12%。加权平均 ROE 17.55%、同比-0.52pct。Q223 营收 878.24 亿元、同比+0.83%，PPOP 586.41 亿元、同比-0.96%，归母净利润 369.13 亿元、同比+10.52%。
- **拨备释放驱动利润增长。**H123 利息净收入 1090 亿元、同比+1.21%，生息资产平均余额 9.87 万亿元、同比+10.90%，净息差 2.23%、同比-21BP。净息差承压原因：1) LPR 下降致贷款平均利率下降；2) 市场利率下降致投资资产收益率下降；3) 企业资金活化不足、居民存款定期化致成本增加。对公贷款增速高于零售，对公贷款平均余额 2.51 万亿、同比+13.54%，零售贷款平均余额 3.24 万亿元、同比+6.86%。当期计提信用减值损失 310.59 亿元、同比少计提 104.18 亿元，降幅达 25.12%。非息净收入 694.64 亿元、同比-2.71%，其中手续费净收入 470.91 亿元、同比-11.82%。
- **资产质量稳健，资本充足率保持较高水平。**H123 末不良贷款率 0.95%、较年初-1BP，其中对公不良贷款率 1.27%、较年初+1BP，主要受部分高负债房企客户及个别经营不善的公司客户风险暴露影响。不良贷款生成率 1.04%、同比-9BP，年化信用成本 0.88%、同比+9BP。拨备覆盖率 447.63%、较年初-3.16pct。高级法下核心一级/一级/资本充足率 13.09%、14.99%、17.09%。
- **投资建议：**根据公司中报，我们小幅下调公司中收增速，并将 2023-25 年盈利预测下调 1.34%、2.44% 和 2.87%。2023E P/B 0.80x，处近 5 年绝对低位。考虑到公司盈利能力强、资产质量稳健且估值较低，维持“买入-A”。
- **风险提示：**非息收入增速不及预期，盈利能力下降，资产质量恶化等。

【公司评论】新华保险(601336.SH)：新华保险中报点评-负债端经营改善，资产端保持高弹性

崔晓雁 cuixiaoyan@sxzq.com

【投资要点】

- **事件：**公司发布中报，H123 末公司 EV 2665 亿元、较年初+4.3%，上半年 NBV 24.74 亿元、同比+17.1%，新单保费 362.99 亿元、同比+12.1%，NBVM 6.8%、同比+0.3pct。H123 归母净利润 99.78 亿元、同比+8.6%。
- **负债端：**人力降幅减缓，人均产能大幅提升。个险新单 83.38 亿元、同比+6.6%，期末个险人力 17.1 万人、较年初-13.2%，月人均综合产能 8103 元、同比+111.0%。银保新单 254.40 亿元、同比+17.7%。分险种看，传统险新单 329.55 亿元、占比升至 97.3%。H123 保险服务业绩 90.03 亿元、同比-18.3%，主要因健康险保险服务收入减少但保险服务费用增加。
- **资产端：**投资资产总额 1.26 万亿元、较年初+8.8%，净/总投资收益率分别为 3.4%、3.7%，同比-1.2pct、-0.5pct。股票+权益型基金占归母净资产比例为 167.2%，仍高于同业，业绩对股市表现保持高度敏感。

投资收益率假设+50BP时，NBV、VBIF分别+65.6%、+26.2%，公司价值对投资收益率的依赖持续加深。据公司中期业绩发布会，H123末公司资产修正久期约为8年，负债久期为13年，面对大量新增保费资金的配置压力，公司权益投资坚持价值投资，固收投资采取哑铃型投资策略。非标资产投资下降，H123末为1837亿元、较年初-20.4%。

- **投资建议:**根据中报,我们小幅下调了公司投资收益率假设,并基于此将2023-25年盈利预测下调11.3%、8.2%和8.0%。当前股价对应2023E P/EV 0.47x,略高于近5年合理估值区间下限。考虑到公司资产端弹性较高、负债端经营逐步改善且估值处于低位,维持“买入-B”评级。
- **风险提示:**资本市场波动加剧,长端利率下行,负债端发展不及预期等。

分析师承诺：

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

免责声明：

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

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

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

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

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

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

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

