

晨会纪要

数据日期: 2023-08-31	上证综指	深证成指	沪深300指数	中小板综指	创业板综指	科创50
收盘指数(点)	3119.87	10418.21	3765.26	11213.64	2665.81	942.61
涨跌幅度(%)	-0.55	-0.61	-0.61	-0.54	-0.47	0.31
成交额(亿元)	3625.07	4666.92	1935.77	1533.19	2166.20	806.42

晨会主题

【常规内容】

宏观与策略

宏观周报:高技术制造业宏观周报-国信周频高技术制造业扩散指数降幅收窄

固定收益专题研究:城投债价值几何

行业与公司

海外市场专题:中资美元债双周报(23年第34周)-美债利率高位震荡,二级市场承压

传媒互联网周报:《数据资源会计处理暂行规定》发布,暑期档票房创新高

海底捞(06862.HK)财报点评:修炼内功效率显著提升,期待开店端的积极信号

中远海能(600026.SH)财报点评:中报验证油运进入景气周期,看好运价中枢抬升

上海机场(600009.SH)财报点评:国际客流逐步恢复,上半年盈利1.3亿

白云机场(600004.SH)财报点评:客流显著增长,上半年恢复盈利

春秋航空(601021.SH)财报点评:业绩落于预告上沿,三季度业绩或创历史新高

中国国航(601111.SH)财报点评:上半年大幅减亏,民航复苏助力二季度扣汇盈利

中国东航(600115.SH)财报点评:经营环比改善,二季度扣汇亏损大幅收窄

德尔玛(301332.SZ)财报点评:外销表现亮眼,核心品类稳健增长

太阳纸业(002078.SZ)财报点评:二季度盈利能力环比改善,产业链一体化有力推进

海信家电(000921.SZ)财报点评:二季度收入增长提速,利润超出预告上限

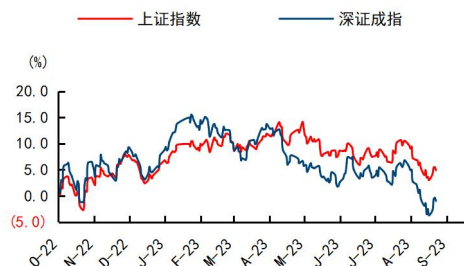
康泰生物(300601.SZ)财报点评:核心产品13价肺炎疫苗同比增长61%,人二倍体狂犬疫苗值得期待

智飞生物(300122.SZ)财报点评:代理产品营收同比增长41%,二季度业绩环比改善

盐湖股份(000792.SZ)财报点评:二季度利润环比提升,盐湖提锂新产能稳步推进

山东黄金(600547.SH)财报点评:金价景气,业绩同比提升

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

主要市场指数 09月01日

	收盘指数	涨跌幅%
道琼斯	33597.92	0
纳斯达克	10961.46	-0.48
S&P500	3801.78	-0.44
法国CAC40	6000.24	-0.72
德国DAX	14261.19	-0.57
日经225	27574.43	-0.4
恒生	18382.06	-0.54

基金指数 09月01日

	收盘指数	涨跌幅%
债券基金指数	3087.98	0.02
股票基金指数	10124.58	0.42
混合基金指数	9319.14	0.28

汇率 09月01日

	收盘指数/价	涨跌幅%
欧元兑美元	1.08	-0.73
美元兑人民币	7.25	-0.33
美元兑港币	7.84	-0.07
美元兑日元	145.53	-0.48

非流通股解禁 09月01日

名称	解禁数量(万股)	流通股增加%	解禁日期
新亚强	11667.00	100.00	2023-09-01
大叶股份	10500.00	100.00	2023-09-01
迦南智能	9001.80	100.00	2023-09-01
盛德鑫泰	7350.00	100.00	2023-09-01
宏微科技	123.11	6.37	2023-09-01
国光电气	77.76	1.45	2023-08-31
*ST德奥	11138.40	38.18	2023-08-31
悦安新材	106.80	3.22	2023-08-28

明泰铝业(601677.SH) 财报点评:销量稳中有增,单位盈利逐季反弹

赣锋锂业(002460.SZ) 财报点评:锂资源继续实现突破,锂电池业务表现亮眼

神火股份(000933.SZ) 财报点评:电解铝量价齐跌拖累业绩,财务费用显著下降

洛阳钼业(603993.SH) 财报点评:出口受阻拖累业绩,权益金事宜已解决

中金岭南(000060.SZ) 财报点评:铅锌跌价盈利下滑,铜冶炼增收增利

中国石油(601857.SH) 财报点评:上半年业绩再创历史新高,天然气价格弹性可观

华鲁恒升(600426.SH) 财报点评:2023Q2 业绩环比改善,新项目增量可期

森麒麟(002984.SZ) 财报点评:23H1 业绩大幅提升,看好远期成长空间

联泓新科(003022.SZ) 财报点评:二季度业绩环比改善,新材料项目多管齐下

华熙生物(688363.SH) 财报点评:护肤品业务阶段性调整承压,医疗终端业务增长较好

百联股份(600827.SH) 财报点评:上半年归母净利扭亏为盈,奥莱业态表现亮眼

上海家化(600315.SH) 财报点评:二季度归母净利扭亏为盈,护肤品类实现积极恢复

奥普特(688686.SH) 财报点评:下游需求承压导致收入增速放缓,加大研发投入布局新技术

怡合达(301029.SZ) 财报点评:上半年收入同比增长 31%,盈利能力提升,光伏业务快速增长

奕瑞科技(688301.SH) 财报点评:上半年收入同比增长 33%,加大研发投入积极拓展新核心部件

信测标准(300938.SZ) 财报点评:汽车及电子电气检测领先企业,23H1 归母净利润同比+45.80%

伊之密(300415.SZ) 财报点评:上半年业绩同比+4.73%,注塑机行业下行周期仍稳健增长

川仪股份(603100.SH) 财报点评:上半年收入同比增长 18%,石油化工与新能源业务快速增长

捷佳伟创(300724.SZ) 财报点评:2023H1 归母净利润同比+52.39%,多领域持续取得突破

国茂股份(603915.SH) 财报点评:业绩略有承压,行业底部企稳有望复苏向上

奥特维(688516.SH) 财报点评:2023H1 归母净利润同比+66.41%,多业务取得突破

保利发展(600048.SH) 财报点评:业绩回升,经营稳健

金地集团(600383.SH) 财报点评:业绩承压,坚持聚焦核心城市

国联证券(601456.SH) 财报点评:增速优于同业,基金收购落地

新华保险(601336.SH) 财报点评:人均产能翻倍,聚焦长期转型

中信证券(600030.SH) 财报点评:增速下滑,杠杆提升有空间

招商证券(600999.SH) 财报点评:业绩符合预期,双轮驱动见成效

东方证券(600958.SH) 财报点评:二季度增速收敛,机构业务增长强劲

华泰证券(601688.SH) 财报点评:科技赋能财富,经纪份额领先

森马服饰(002563.SZ) 财报点评:上半年收入同比减少 1%,库存同比下降 17%

申洲国际(02313.HK) 财报点评:上半年收入减少 15%,毛利率受产能利用率影响较大

牧高笛(603908.SH) 财报点评:上半年收入基本持平,自主品牌业务增长24%

零跑汽车(09863.HK) 海外公司深度报告:聚焦高性价比市场,核心技术全域自研

伯特利(603596.SH) 财报点评:智能电控销量同比增长78%,2023年第二季度毛利率环比提升

拼多多(PDD.O) 海外公司财报点评:收入利润表现亮眼,主站收费能力不断提升

英伟达(NVIDIA)(NVDA.O) 海外公司财报点评:AI高景气度驱动业绩强劲增长,持续推出新品满足市场需求

兴业银行(601166.SH) 财报点评:息差降幅收窄,资产质量向好

工商银行(601398.SH) 财报点评:息差有所回落,资产质量改善

张家港行(002839.SZ) 财报点评:二季度营收增速回升

中天科技(600522.SH) 财报点评:二季度净利润同比增长47%,在手订单储备充足

申菱环境(301018.SZ) 财报点评:旧厂房拆除影响短期业绩,新能源业务批量交付

恺英网络(002517.SZ) 财报点评:净利润表现良好,关注新品表现及AIGC/VR布局

视觉中国(000681.SZ) 财报点评:营收及净利润恢复向上,关注需求复苏与AIGC场景落地

姚记科技(002605.SZ) 财报点评:上半年业绩高增长,关注游戏及新业务表现

汤姆猫(300459.SZ) 财报点评:广告需求疲弱拖累上半年业绩,AI产品进展顺利

中国交建(601800.SH) 财报点评:海外订单回暖,特许经营业务持续减亏

龙源电力(001289.SZ) 财报点评:盈利能力提升,新能源业务持续推进

华电国际(600027.SH) 财报点评:经营业绩持续改善,盈利有望进一步提升

三峡能源(600905.SH) 财报点评:成本提升致盈利下降,新能源项目资源储备充足

粤电力A(000539.SZ) 财报点评:盈利持续改善,火电盈利有望进一步提升

科顺股份(300737.SZ) 财报点评:减值计提拖累业绩,盈利能力和质量有待修复

兔宝宝(002043.SZ) 财报点评:上半年归母净利润同比+8.3%,现金流大幅改善

天德钰(688252.SH) 财报点评:二季度收入环增12.6%,预计AMOLED驱动芯片明年贡献营收

卓胜微(300782.SZ) 财报点评:二季度收入同比环比均实现增长

芯朋微(688508.SH) 财报点评:上半年收入同比增长2%,新能源领域收入超2500万元

圣邦股份(300661.SZ) 财报点评:二季度收入环比增长24%,新增300余款产品

唯捷创芯(688153.SH) 财报点评:二季度收入环比增长80%,预计L-PAMiD下半年大规模出货

金融工程

金融工程专题报告:基金投资价值分析-把握“纯正”而“稀缺”的超小盘投资利器——华泰柏瑞中证2000ETF投资价值分析

金融工程日报:市场缩量调整, 半导体板块走强

【常规内容】

宏观与策略

◆ 宏观周报:高技术制造业宏观周报-国信周频高技术制造业扩散指数降幅收窄

国信周频高技术制造业扩散指数降幅收窄。截止 2023 年 8 月 27 日当周,国信周频高技术制造业扩散指数 A 录得-0.4,降幅较上周收窄,国信周频高技术制造业扩散指数 B 继续下滑至 62.6,扩散指数 C 为-17.41。从分项看,本周下行拉动项也与上周相同,DRAM 价格连续 10 周下降,半导体产业景气较上周继续下行;六氟磷酸锂价格连续 8 周下降,锂电池产业景气度继续下行,半导体和锂电池相关产业持向下,6-氨基青霉烷酸价格下降,医药制造业景气度下行,丙烯腈价格则出现反弹。

高技术产业跟踪方面:

高技术制造业高频数据跟踪上,6-氨基青霉烷酸价格 325 元/千克,价格较前次下跌 55 元/吨;丙烯腈价格 8450 元/吨,价格上行 250 元/吨;动态随机存储器(DRAM)价格 0.9620 美元,较前次下降 0.003 美元;晶圆(Wafer)价格最新一期报 1.52 美元/片,较前次上行 0.08 美元/片;六氟磷酸锂价格 12.20 万元/吨,较前次下降 0.95 万元;中关村电子产品价格指数:液晶显示器最新一期报 91.04,与前次持平。总结来看,本周半导体、锂电池等相关产业景气度延续下行,丙烯腈价格上行,航空航天产业景气度反复波动,同时近期 6-氨基青霉烷酸首次价格下行,医药制造业产业景气度有所减弱。

高技术制造业政策动向上,财政部网站 8 月 21 日消息,为规范企业数据资源相关会计处理,强化相关会计信息披露,近日,财政部制定印发了《企业数据资源相关会计处理暂行规定》(财会〔2023〕11 号,以下简称《暂行规定》),自 2024 年 1 月 1 日起施行。

高技术制造业前沿动态上,在 8 月 23 日发表于《自然》的一项研究中,美国斯坦福大学神经科学家 Francis Willett 及其同事开发了一种脑机接口,可以在细胞水平解析神经活动并将其翻译成文本。

风险提示:高技术制造业发展和结构调整带来指标失灵;经济政策和产业政策干预;经济增速下滑。

证券分析师: 邵兴宇(S0980523070001)、董德志(S0980513100001)

◆ 固定收益专题研究:城投债价值几何

城投发展大致经历了 5 个阶段:

1. 2008-2009 年:鼓励设立政府融资平台,鼓励平台通过银行信贷、发债等多渠道融资支持配套项目建设,融资平台的数量快速增长,融资规模快速扩张 2. 2010-2013 年:规范城投平台的发展,规范城投平台银行信贷的使用,城投债、非标等快速发展 3. 2014-2017 年:切割城投企业与政府的关系,政府不再为平台担保、兜底,赋予地方政府发债权限,但是 2015 年下行周期下半年政策出现短暂宽松,债券发行短暂回暖 4. 2017-2020 年:明确提出隐债概念,梳理隐债情况、推出化债举措,但 2020 年疫情后融资环境放宽,债务再次回升 5. 2021 年至今:隐债监管再次收紧,以债券和信贷为抓手严控存量和新增隐债,严查非标类债务

证券分析师: 董德志(S0980513100001)、赵婧(S0980513080004)

联系人: 陈笑楠

行业与公司

◆ 海外市场专题:中资美元债双周报(23 年第 34 周)-美债利率高位震荡,二级市场承压

美债利率突破前高后回落。近两周 10 年期美债利率延续上行步伐,一度冲高至 4.37%,突破去年 10 月底的高位,主要推动因素包括 1) 美国经济基本面超预期,陆续公布的 7 月经济数据如零售销售、新屋开工以及工业生产数据均超市场预期,带动实际利率上行;2) 美债超量供给的影响延续,三季度是美债

发行高峰，8月美债发行金额创新高，但我们认为美债超量发行的影响已逐渐被市场消化。上周发布的欧美8月PMI数据显示制造业PMI维持弱势的同时，服务业PMI也不及预期，衰退预期的增加导致美债利率高位回落。往后来看，在近期通胀有所反弹，经济数据依然较为坚挺的背景下，美债利率快速下行或再度创新高的难度均较大，预计短期仍将维持在4%-4.3%高位震荡。

美联储11月加息预期小幅上升。在上周杰克逊霍尔全球央行年会上，鲍威尔的发言略显鹰派，表示未来仍有可能进一步加息，而会后利率期货市场隐含的美联储加息概率显示市场预期变化不大，预计美联储9月按兵不动的概率较大，而11月加息的概率小幅上升，目前为46%左右。对于降息时点，市场预期将在明年二季度。

非美货币汇率企稳。近两周10年期美债利率冲高回落带动各非美货币先贬值后企稳回升，人民币汇率指数在中美利差边际收窄以及央行发行离岸央票、带动离岸人民币流动性收紧的影响下有所回升，横向对比来看人民币在各非美货币中表现尚可。短期而言，我们预期美债和美元或处于高位震荡态势，国内稳增长政策的持续发力有望助力人民币企稳。

二级市场承压。收益率方面，投资级收益率跟随美债上行，与美债的信用利差较上期扩大15bp，高收益债收益率和利差则再度上行。回报率方面，中资美元债二级市场在美债收益率持续上升的情况下再度下探，近两周录得-0.7%的跌幅，年内回报跌至-0.5%。投资级美元债跌幅较小，两周下跌0.6%，而高收益美元债在个别民营房企的影响下近两周快速下跌后在政策提振下企稳，以双周计共下跌1.9%。

稳地产政策持续发力。近期多个部委密集发布房地产调整优化政策，包括推动落实“认房不认贷”政策措施、放松房地产上市公司再融资限制等，房地产行业基本面有望边际改善。但从房企近期到位资金的变化来看，房企融资端压力依然较大，叠加销售回款趋弱，到位资金同比明显回落，考虑到三季度地产债到期规模较大，民营房企资金链压力将处于高位，需警惕负面舆情对市场进一步造成扰动。

风险提示：美国通胀和经济下行节奏的不确定性，个券发行人的信用风险，房地产行业复苏的不确定性，金融稳定性及潜在系统性危机的风险。

证券分析师：王学恒（S0980514030002）、徐祯鑫（S0980522060001）

◆ 传媒互联网周报：《数据资源会计处理暂行规定》发布，暑期档票房创新高

传媒板块本周表现：行业下跌3.84%，跑输沪深300，跑输创业板指。本周（8.21-8.27）传媒行业下跌0.37%，跑赢沪深300（-1.98%），跑赢创业板指（-3.71%）。其中涨幅靠前的分别为上海钢联、三六五网、中国科传、读者传媒等，跌幅靠前的分别为国联股份、昆仑万维、盛天网络、福石控股等。横向比较来看，本周传媒板块在所有板块中涨跌幅排名第5位。

重点关注：财政部发布数据资源会计处理暂行规定，暑期档票房创新高。1）8月21日财政部制定印发《企业数据资源相关会计处理暂行规定》，自2024年1月1日起施行。适用于企业按照企业会计准则相关规定确认为无形资产或存货等资产类别的数据资源，以及企业合法拥有或控制的、预期会给企业带来经济利益的、但由于不满足企业会计准则相关资产确认条件而未确认为资产的数据资源的相关会计处理；暂行规定的出台标志着数据资源入表迈出关键一步，有助于数据要素产业化加速落地；2）截至8月30日，2023年暑期档票房已超205亿元，创历史新高，相比2022年及2019年暑期档分别增长24.58%和18.04%。票房前三名分别为《消失的她》、《孤注一掷》和《封神第一部》，票房分别为35.2亿、34.9亿和24.7亿。从全年票房恢复情况来看，截至8月30日，2023年票房已达427亿元，相比2021及2022年同期增长30.03%和75.13%，接近2019年同期票房水平。随后续优质影片内容释放，或带动电影市场持续复苏。

本周重要数据跟踪：芒果TV《披荆斩棘第三季》热度居前。1）本周电影票房电影票房17.27亿元，环比减少11.51%。票房前三名分别为《孤注一掷》、《学爸》和《封神第一部》。根据猫眼专业版数据，截至8月30日，2023年暑期档总票房（含预售）破200亿，创历史新高；2）综艺节目方面，《披荆斩棘第三季》、《你好星期六2023》和《全员加速中2023》排名居前；3）游戏方面，《王者荣耀》仍为本周iOS游戏畅销榜和安卓游戏热玩榜第一名，《逆水寒》和《和平精英》在iOS游戏畅销榜排名居前，《崩坏：星穹铁道》和《原神》在安卓游戏热玩榜上排名居前。

投资建议：持续看好短期景气复苏与中长期AIGC等新科技落地，把握调整后的板块布局机会。游戏、

影视、广告行业景气度持续复苏，AIGC 及 VR/AR 等新业态逐步落地，从两方面把握相关投资机会：1) 持续看好低位估值修复，近期建议重点关注超跌的游戏板块，关注广告、影视产业链以及整体估值较低且具备“中特估”与 AIGC 双重催化的国有传媒板块；2) AIGC 持续看好 IP、数据要素等底层要素，场景落地持续看好 AI+文学、数字人、营销服务、电商、视频、游戏等领域；（相关推荐标的参见正文投资观点）。

风险提示：监管政策风险；业绩风险；商誉及资产减值风险等。

证券分析师： 张衡（S0980517060002）

◆ 海底捞(06862.HK) 财报点评: 修炼内功效率显著提升，期待开店端的积极信号

2023H1 归母净利润 22.58 亿元，与业绩预告一致。2023H1，公司实现持续经营业务营收 188.86 亿元/+24.6%；归母净利润 22.58 亿元/+2981.7%，与前期业绩预告一致，但优于我们预期（前瞻预期 16 亿元）。

分业务看，海底捞餐厅实现收入 179.35 亿元/+25.4%，占比 95.0%/+0.6pct，系翻台回暖及重启硬骨头计划门店带动；外卖业务收入 4.71 亿元/+5.2%；调味品及食材实现收入 3.70 亿元/+15.1%；其他餐厅（汉舍中国菜/苗师兄炒鸡等）实现收入 1.05 亿元。公司新开 5 家海底捞餐厅，恢复营业 24 家，同时关闭 18 家，期末餐厅数为 1382 家。

成本精细化管理成效突出，期内毛利率创上市以来新高。2023H1，原材料成本占比 40.7%/-2.0pct，毛利率创上市以来新高，公司稳定的供应商关系消除了前端采购价格影响，菜品推新及工艺改进推高毛利率；人工占比 30.5%/-4.5pct，预计主要系单店人员优化、激励体系调整（降低基本工资而提升绩效）及多元化用工模式（根据翻台率针对性排班、引入灵活用工模式等）综合带动；租金及折旧摊销占比 9.0%/-3.3pct，约 200 家餐厅会计摊销满 5 年及硬骨头门店重开提升（啄木鸟计划关停时已提前计提部分减值）带动；归母净利率 11.96%/+11.5pct。公司成本端精细化管理效果显著改善，助力整体盈利能力大幅回升。

翻台水平回暖，优惠力度提升客单价边际下行。2023H1，公司翻台率 3.3 次/+0.4 次，同店翻台率 3.5 次/+0.6 次，公司表示希望翻台率水平向 2019 年水平（4.8 次）努力。客单价 102.9 元/-2.1 元，系上半年提升餐厅优惠力度如支付宝大学生优惠助力客流回暖所致。

优化组织架构修炼内功，期待开店端的积极信号。公司一方面按地域划小管理半径，由 19 个区域教练分管各区域以确保策略顺利执行；另一方面，鼓励各区域教练因地制宜，积极创新尝试个性化服务；同时加大数字化投入，利用“嗨嗨系统”帮助管理层时刻掌握门店各项指标，提升响应能力，三维度优化组织架构修炼内功。扩张方面，公司短期以重启硬骨头计划门店为主，开店策略仍较谨慎。但在盈利&运营成熟度改善下，我们认为未来公司开店策略不排除采取更为积极的态度。

风险提示：疫情扰动、门店销售不及预期、扩张低于预期、行业竞争加剧。

投资建议：我们维持公司盈利预测，预计 2023-2025 年分别实现收入 411/469/535 亿元，同比增速 32.3%/14.3%/14.0%；归母净利润 45.5/52.7/60.8 亿元，EPS 为 0.82/0.95/1.09 元，对应 PE 为 24/21/18x。啄木鸟计划以来公司积极修炼内功，单店模型保本点持续优化下行，利润率也强势反弹，目前估值已经具备较高性价比，投资吸引力将逐步凸显。未来核心观测点在于能否重启批量开店，若在翻台率修复的基础上展现出重启开店的积极信号，则将进一步带动估值中枢回升，维持“买入”评级。

证券分析师： 曾光（S0980511040003）、钟潇（S0980513100003）、张鲁（S0980521120002）

◆ 中远海能(600026.SH) 财报点评: 中报验证油运进入景气周期，看好运价中枢抬升

中远海能发布 2023 年中报，业绩表现亮眼。中远海能 2023H1 实现营业收入 115.8 亿元，同比增长 54.1%，实现归母净利润 28.1 亿元，同比大增 1667.5%，实现扣非归母净利润 24.2 亿元，同比增长 1492.1%。Q2 单季度，公司实现营业收入 59.5 亿元，环比增长 5.6%，归母净利润 17.1 亿，环比增长 52.8%。

油运高景气驱动公司业绩高增。2023 年上半年，石油需求逐步恢复并超越疫情前水平，国际能源署（IEA）数据显示，截至 2023 年 6 月底，全球石油需求为 1.02 亿桶/天，较去年同期上升 220 万桶/日，超

过 90%的需求增量发生在非经合组织国家，其中中国市场需求增量占比高达 73%（约 160 万桶/天），大幅提振了 VLCC 的运输需求，根据波罗的海交易所数据，2023 年上半年 VLCC 中东-中国航线（TD3C）平均日收益（TCE）为 43039 美元/天，较去年同期增长约 561%。

油轮在手订单低迷，老龄化问题迫使行业进入“减量”期。截至 2023 年 6 月末，全球油轮手持订单 432 艘，约为现有油轮规模的 5.1%，处于历史低位。同时油轮整体已然步入老龄化，全球船龄 15 岁以上的油轮占比高达 37%。具体来看，2023 年下半年，VLCC 仅剩 7 艘待交付，2024 年全年仅 1 艘待交付，根据我们测算，2023-2024 年，15 岁以下 VLCC 运力将同比下降 1.5%/8.0%，有效运力或已于 2022 年达峰。

LNG 前景持续向好。根据德鲁里预测，2023 年全球 LNG 贸易量将达到 4.17 亿吨，同比增长 4%，增长来自于欧洲逐步摆脱俄罗斯天然气，以及中国经济逐步复苏。当前全球液化天然气产能约为 4.7 亿吨/年，预计 2027 年将达到近 7.9 亿吨/年，年均复合增长率接近 10.6%。截至 6 月末，海能参与投资的 LNG 船舶艘数已达到 68 艘，船队规模稳步增长，上半年贡献归母净利润 4.0 亿元，同比增加 0.2 亿元。

风险提示：宏观经济超预期下滑，安全事故，新能源发展进程超预期。

投资建议：维持盈利预测，维持“买入”评级。

外贸油运行业渐入景气周期右侧，中远海能作为全球最大油运船东有望充分受益，维持盈利预测，预计 2023-2025 期间公司实现净利润 51.2/60.8/70.6 亿元，对应 PE 估值 12.6/10.7/9.2X，维持“买入”评级。

证券分析师：高晟（S0980522070001）、姜明（S0980521010004）

◆ 上海机场(600009.SH) 财报点评:国际客流逐步恢复，上半年盈利 1.3 亿

上海机场公布 2023 年中报。2023 年上半年营业收入 48.7 亿，同比增长 92.7%，实现归母净利润 1.32 亿，同比扭亏，其中二季度公司营业收入 27.1 亿，归母净利润 2.32 亿。

浦东虹桥两场客流全面显著增长，公司营业收入大幅回升。2023 年上半年民航客流显著恢复，公司旗下上海浦东机场、虹桥机场客流量显著增长，其中浦东机场航班起降架次 18.77 万架次、旅客吞吐量 2200 万人次，同比分别增长 103.1%、283.1%，虹桥机场航班起降架次 13.03 万架次、旅客吞吐量 1950 万人次，同比分别增长 184.6%、279.6%，其中浦东机场二季度国际地区航线旅客量已经恢复至 2019 年同期的 30%以上。得益于客流恢复，公司航空性收入 19.1 亿，同比增长 146.3%，非航空性收入 29.6 亿，同比增长 69.0%，其中商业餐饮收入 11.0 亿，同比增长 261.5%。

总成本费用同比基本稳定，业绩落于预告中值

上半年公司营业总成本费用基本稳定，营业总成本 48.68 亿，同比增长 2.7%，其中人工成本、摊销成本分别为 20.2 亿、13.5 亿，同比增长 8.8%、14.8%，运营维护成本下降 9.3%至 12.2 亿，财务成本明显降低 58.5%至 1.24 亿。投资收益方面，上半年公司投资收益 2.19 亿，同比提高 1.84 亿，其中油料公司上半年净利润 2.02 亿。综合来看，公司业绩落于预告中值，符合预期。

风险提示：免税销售不及预期，客流增长不及预期，大额资本开支。

投资建议：维持“买入”评级。

上半年公司客流快速恢复，但免税销售恢复速度稍慢于预期，我们认为当前机场免税业态或需要在免税品价格优势、高扣点、运营商合理利润率之间达成新平衡，但我们持续看好上海机场的国际客运枢纽地位及资源变现能力，暂不修改盈利预测，预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 20.1 亿、53.4 亿、79.8 亿，维持“买入”评级。

证券分析师：姜明（S0980521010004）、曾凡喆（S0980521030003）

◆ 白云机场(600004.SH) 财报点评:客流显著增长，上半年恢复盈利

白云机场披露 2023 年中报。2023 年上半年公司营业收入 28.9 亿，同比增长 42.2%，实现归母净利润 1.58 亿，同比扭亏，其中二季度营业收入 15.3 亿，同比增长 93.0%，实现归母净利润 1.13 亿，同比扭亏。

客流迅速恢复，营收逐步改善。2023 年上半年民航需求持续复苏。白云机场是粤港澳大湾区核心空港之

一，客流增长迅速。上半年白云机场航班起降架次 21.56 万，同比增长 62.9%，旅客吞吐量 2894 万人次，同比增长 134.6%，其中二季度国际及地区线旅客量分别达到 179.8、13.0 万人次，恢复至 2019 年同期的 41.1%、57.9%。受益于客流复苏，公司航空主业及非航业务收入均显著恢复，营业收入同比大幅改善。成本端继续保持节约，费用稳定，业绩落于业绩预告中值。上半年公司继续深入推进降本工作，持续不断加强成本管控，在营业收入保持增长的同时，在 2020-2022 年营业成本连续三年降低的基础上继续延续下降趋势，上半年营业成本 23.3 亿，同比下降 5.24%。公司销售费用因酒店业务扩展有所增加，管理费用保持稳定，研发费用有所提高，财务费用基本稳定，上半年公司销售、管理、研发、财务费用率分别为 2.14%、5.68%、1.01%、1.94%，同比分别+0.02pct、-2.28pct、+0.41pct、-0.85pct。整体来看，公司业绩基本符合预期，业绩基本落于预告中值。

风险提示：免税销售不及预期，客流增长不及预期，大额资本开支。

投资建议：维持“买入”评级。

上半年公司客流快速恢复，但免税销售恢复速度稍慢于预期，我们认为当前机场免税业态或需要在免税品价格优势、高扣点、运营商合理利润率之间达成新平衡，但我们持续看好白云机场国际客流持续恢复，免税及有税商业持续变现的大方向。暂不修改盈利预测，预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 7.6 亿、18.3 亿、24.2 亿，维持“买入”评级。

证券分析师：姜明（S0980521010004）、曾凡喆（S0980521030003）

◆ 春秋航空(601021.SH) 财报点评:业绩落于预告上沿，三季度业绩或创历史新高

春秋航空披露 2023 年中报。2023 年上半年公司营业收入 80.3 亿，同比增长 119.8%，实现归母净利润 8.38 亿，同比扭亏，其中二季度公司营业收入 41.7 亿，同比增长 222.3%，实现归母净利润 4.83%。

运投大幅增长，客座率显著提升，运价坚挺推动收入同比大增。2023 年上半年民航持续复苏，公司运力投放大幅增长，客座率显著提升，ASK、RPK 分别同比提高 49.7%、81.3%，客座率恢复至 87.95%，同比大幅提高 15.34 个百分点。运价方面，公司客公里收益 0.403 元，同比增长 21.9%，相比 2019 年同期提高 10.6%，推动收入大幅增长。

成本费用节约成效显著，业绩落于预告上沿。上半年公司运营数据同比升幅明显，营业成本同比走高，达到 69.6 亿，同比增长 34.7%，其中航油成本 25.1 亿，同比增长 54.0%，非油成本 44.4 亿，同比提高 25.8%。公司上半年飞机日利用率 8.11 小时，同比显著提升，但仅恢复至 2019 年同期的 72%，尽管如此，公司单位 ASK 非油成本为 0.202 元，同比下降 16%，相比 2019 年同期持平，随着飞机日利用率进一步提高，公司单位运营成本有望进一步下降。费用方面，得益于周转效率提升，公司各项费用率全面下降，上半年公司销售、管理、研发、财务费用率分别为 1.43%、1.28%、0.88%、1.69%，同比分别下降 0.92pct、1.30pct、0.73pct、7.08pct。整体来看，公司上半年业绩落于预告上沿，经营表现优异，凸显低成本航司运营效率。

拟回购股份用于后续持股计划，彰显经营信心。公司拟以自有资金 0.5-1 亿元以集中竞价交易方式回购股份用于后续员工持股计划，彰显经营信心。暑运旺季民航市场量价齐升，公司 7 月客座率已经超过 2019 年同期水平，三季度或实现历史最佳单季度业绩。

风险提示：宏观经济下滑，油价汇率剧烈波动，安全事故。

投资建议：维持“买入”评级。

春秋航空上半年业绩的优异表现再度印证了民营航司的经营韧性及恢复速度，维持盈利预测，预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 23.1 亿、38.4 亿、47.4 亿，维持“买入”评级。

证券分析师：姜明（S0980521010004）、曾凡喆（S0980521030003）

◆ 中国国航(601111.SH) 财报点评:上半年大幅减亏，民航复苏助力二季度扣汇盈利

中国国航披露 2023 年中报。2023 年上半年公司营业收入 596.1 亿，同比增长 148.9%，归母净利润-34.5 亿，同比大幅减亏，其中二季度营业收入 345.5 亿，实现归母净利润-5.2 亿。

客流复苏，完成对山航并表，上半年营收显著提高。2023 年上半年民航复苏趋势良好，公司完成对山航并表，运力投放、旅客周转量、客座率同比均显著修复。上半年公司 ASK1288 亿，同比增长 167.3%，RPK908.4 亿，同比增长 209.9%，客座率 70.52%，同比提高 9.69pct。上半年可比口径下公司国内航线客公里收益同比提高 11.5%至 0.5873 元，因航班恢复供给增加，国际航线、地区航线客公里收益分别同比下降 62.0%、5.9%至 0.7772 元、0.8275 元，整体来看，得益于民航需求迅速恢复，公司整体单位运价同比提高 8.2%，营收显著提高。

成本表现基本平稳，汇兑损失拖累业绩，二季度扣汇盈利约 10 亿。因业务量上行，公司航油成本同比提高 87%至 193.5 亿，其余成本项因业务量提升及收购山航导致成本端显著增长，上半年公司营业成本 592.1 亿，同比增长 54.6%。费用方面，收入大幅提升主导费用率下降，其中公司销售费用因业务量提高有所增长，销售费用率 4.15%，同比下降 3.23pct，管理费用基本稳定，管理费用率 4.05%，同比下降 4.74pct，研发费用率 0.24%，同比下降 0.07pct，财务费用因汇兑损失达到 48.5 亿，财务费用率 8.13%，同比下降 13.95pct。得益于国泰航空的强势复苏，上半年公司投资收益 13.9 亿，同比大增 21.8 亿。上半年公司其他收益 19.9 亿，同比提高 6.0 亿，此外，公司处置收益 6.9 亿，对业绩亦有所助力，其中二季度扣汇兑损益的税前利润约 10 亿元。

风险提示：宏观经济恢复不及预期，油价汇率剧烈波动，安全事故。

投资建议：维持“买入”评级。

上半年国航大幅减亏，二季度扣汇实现盈利，未来随着国际航线的进一步恢复，公司宽体机运力消化压力将进一步减轻，利好运营表现及业绩释放。我们继续看好民航持续复苏，大航盈利弹性有望在三季度起逐步显现，暂不修改盈利预测，预计 2023-2025 年公司归母净利润为 25.3 亿、159.1 亿、235.8 亿，维持“买入”评级。

证券分析师：姜明（S0980521010004）、曾凡喆（S0980521030003）

◆ 中国东航(600115.SH) 财报点评:经营环比改善，二季度扣汇亏损大幅收窄

中国东航披露 2023 年中报。2023 年上半年公司营业收入 494.3 亿，同比增长 155.4%，实现归母净利润 -62.5 亿，其中二季度营业收入 271.6 亿，同比增长 306.1%，实现归母净利润-24.5 亿。

上半年客流显著恢复，运价上行，营收显著提高。上半年民航复苏趋势明显，公司 ASK 同比增长 143.8%，RPK 同比增长 188.5%，客座率 71.76%，同比提高 11.13pct。上半年行业运价表现强势，公司运价水平同比增长 9.24%至每客公里 0.603 元，其中国内、国际、地区航线同比分别提高 14.8%、下降 67.3%、提高 4.9%，相比 2019 年同期分别提高 10.9%、68.7%、8.8%。运量恢复叠加运价走高，上半年公司营收同比显著提高。

单位非油成本仍有改善空间，二季度扣汇亏损大幅收窄。因业务量大幅提升，公司营业成本同比增长 49.4%至 507.4 亿，其中航油成本 174.3 亿，同比增长 94.5%，非油成本 333.1 亿，同比增长 33.2%。由于公司上半年仍处于恢复期，飞机利用效率相比 2019 年仍有差距，固定成本尚未全面摊薄，公司单位 ASK 非油成本 0.3067 元，相比 2019 年同期仍提高 13.3%。费用端，公司收入大幅提高带动费用率全面下降，销售、管理、研发、财务费用率分别为 3.99%、3.16%、0.32%、8.89%，同比分别下降 1.29pct、5.36pct、0.36pct、13.15pct。上半年公司汇兑损失 13.3 亿，其他收益 25.0 亿，同比提高 7.7 亿，归母净利润落于业绩预告中值附近，其中二季度公司汇兑损失大概在 17.5 亿左右，扣汇税前亏损大幅收窄至约 12.2 亿。

风险提示：宏观经济恢复不及预期，油价汇率剧烈波动，安全事故。

投资建议：维持“买入”评级。

上半年公司运营同比大幅改善，但相比 2019 年同期仍有一定差距，随着国际航线的进一步恢复，公司宽体机运力消化压力将进一步减轻，利好运营表现及业绩释放。暂不修改盈利预测，预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 23.3 亿、13.2 亿、186.1 亿，维持“买入”评级。

证券分析师：姜明（S0980521010004）、曾凡喆（S0980521030003）

◆ 德尔玛(301332.SZ) 财报点评:外销表现亮眼,核心品类稳健增长

二季度收入业绩保持稳健。公司 2023H1 收入+2.6%至 15.6 亿元,归母净利润+11%至 0.67 亿元,扣非净利润 0.63 亿元,同比增长 14%;其中 Q2 收入+0.1%至 8.9 亿元,归母净利润+8.4%至 0.44 亿元,扣非净利润增长 14%至 0.42。

内销聚焦核心品类,外销亮眼增长。公司主动进行品类和赛道的精简和聚焦,H1 家居环境/水健康/个护收入分别+2%/+14%/+5.5%至 7.2/5.2/2.98 亿元,生活卫浴类由于主动聚焦核心品类,终止与华帝的合作而降低 92%。整体看内销收入 H1 剔除生活卫浴后同比持平。外销则预计在增量市场和渠道的开拓拉动下同比增长 44%至 2.7 亿元。

毛利率优化,旺季费用投放提升。H1 毛利率+0.73pct 至 30.09%,Q2 毛利率+0.87pct 至 30.54%,分品类看家居环境/水健康/个护毛利率分别+3.0%/+1.9%/-7.3%至 25.5%、36.8%、31.0%,家居环境和水健康预计在产品结构优化和原材料助力下稳中有升,而个护或由于产品矩阵的丰富化导致结构性降低。整体内销毛利率 H1 略增 0.1pct 至 29.8%,外销提升 4.5pct 至 31.43%。费用方面,销售/管理/研发费用率+1.9%/+0.2%/+0.1pct 至 17.4%/4.2%/4.6%,传统线上平台流量费用提升和竞争使销售费用率有所增加。另外,汇兑和现金管理带来财务正收益约 0.13 亿。

拓品类+扩市场+提份额,品牌杠杆望进一步放大。2023 年 7 月公司获健康运动类产品的飞利浦商标许可,并与高管成立相关合资公司推进业务,健身器材行业仅线上规模预计在 50-100 亿体量,GR10 仅为 24%,或利用飞利浦品牌杠杆成为未来重要增长极。同时外销方面公司在欧洲、东南亚等区域的渠道和销售布局已经有了较好基础,叠加飞利浦的品牌效应加持,外销的区域扩张和份额提升有望进一步推进。

风险提示:份额提升不及预期;国内市场竞争加剧;海外扩张不及预期。

投资建议:下调盈利预测,维持“买入”评级。

考虑到品类的聚焦化调整和新品类仍处于扩张爬坡期,我们下调公司盈利预测,预计 2023-2025 年归母净利润 2.2/2.9/3.7 亿元(前值 2.5/3.3/4.2 亿),同比增速 14%/33%/29%,当前股价对应 PE=31/24/18 倍。公司研发生产渠道运营和营销能力完备出众,内销拓品类的同时外销也持续推进区域和渠道的拓展,加之飞利浦和德尔玛的双品牌加持,有利于提升拓品类的效率,放大品牌杠杆,维持“买入”评级。

证券分析师: 陈伟奇(S0980520110004)、王兆康(S0980520120004)、邹会阳(S0980523020001)

◆ 太阳纸业(002078.SZ) 财报点评:二季度盈利能力环比改善,产业链一体化有力推进

二季度盈利能力环比改善。2023H1 实现收入 193.42 亿,同比-2.58%;归母净利润 12.51 亿,同比-24.59%;扣非归母净利润 12.18 亿,同比-25.65%;其中 2023Q2 实现收入 95.37 亿,同比-6.39%;归母净利润 6.86 亿,同比-30.34%;扣非归母净利润 6.65 亿,同比-32.15%。在提价传导和成本端压力逐步缓解下,2023Q2 毛利率和净利润率均实现环比改善。

新产能+新产品平抑需求压力,价格和盈利底部已显。(1)纸业务:2023H1 非涂布文化纸收入在新产能拉动下+30.87%至 65.42 亿,其中差异化文化纸产品销量实现 50%增长;铜版纸受下游需求疲弱影响-8.27%至 15.79 亿;生活用纸推出差异化新品,实现产销平衡,同比+28.89%至 9.01 亿;包装纸方面预计受价格端负面影响,牛皮箱板纸、瓦楞原纸分别同比-19.92%、-77.26%至 45.59 亿、11.19 亿。(2)浆业务:受成本端影响,2023H1 溶解浆收入-26.46%至 19.08 亿,化学浆-23.79%至 10.48 亿,化机浆+5.39%至 9.56 亿。

Q2 毛利率环比提升,后续盈利有望持续改善。2023Q2 公司毛利率 16.13%,同比-2.75pct,环比 Q1+2.62pct。分产品看 H1 非涂布文化用/铜版/牛皮箱板纸毛利率 15.6%/12.2%/12.2%,同比-1.5/-3.1/-0.04pct;溶解/化机/化学浆毛利率 16.2%/21.9%/20.5%,同比-5.3/-7.1/+3.0pct。展望来看,上游成本端回落已经使 Q2 毛利率环比改善,而由于纸浆成本确认存在滞后性,预计低价浆带来的木浆系产品成本优化有望在 2023H2 进一步凸显,而价格端三季度文化纸和箱板提价落地均有利于盈利的保障;浆方面溶解浆则预计在终端价格企稳和上游成本压力缓解的支撑下保持稳健水平。

三大基地全面协同,广西南宁林浆纸一体化项目有序推进。Q2 南宁园区 PM1 特种文化纸机完成技改工作并进入试产阶段,广西南宁 525 万吨林浆纸一体化技改及配套产业园一期项目中的 100 万吨高档包装纸

生产线和 50 万吨本色化学木浆生产线将于 2023Q3 陆续进入试产，届时公司纸浆总产能将接近 1200 万吨。叠加公司老挝林地建设的推进，短期内实现每年新增 1 万公顷左右的种植计划，林浆纸产业链上游延伸有利于强化穿越周期的能力。

风险提示：下游需求恢复不及预期；价格提振不及预期；国内市场竞争加剧。

投资建议：调整盈利预测，维持“买入”评级。

调整盈利预测，预计 2023–2025 年归母净利润 29.8/35.6/40.5 亿元（前值 30.8/35.7/38.5 亿），同比增速 6%/20%/14%，当前股价对应 PE=11/9/8 倍。公司已显现出周期底部蓄力向上的特性，同时具备的林浆纸一体化的全产业链能力进一步助力盈利稳中向好，维持“买入”评级。

证券分析师： 陈伟奇（S0980520110004）、王兆康（S0980520120004）、邹会阳（S0980523020001）

◆ 海信家电(000921.SZ) 财报点评:二季度收入增长提速，利润超出预告上限

二季度收入表现强劲，盈利持续大幅提升。公司 2023 年上半年实现营收 429.4 亿/+12.1%，归母净利润 15.0 亿/+141.5%，扣非归母净利润 12.6 亿/+195.1%。其中 Q2 收入 235.1 亿/+17.5%，归母净利润 8.8 亿/+149.2%，扣非归母净利润 7.4 亿/+206.9%。公司 Q2 收入增长环比明显提速，H1 归母净利润超出公司此前预告的 14.9 亿的上限，盈利持续实现大幅提升。

空调业务增长良好，盈利实现提升。2023H1 公司暖通空调收入增长 11.7%至 211.6 亿，毛利率提升 4.1pct 至 29.0%。其中海信日立收入增长 12.5%至 113.0 亿，净利率提升 1.5pct 至 14.3%。家空表现也较为不错，奥维云网数据显示，公司家用空调线上线下分别增长 66.7%和 16.6%，增速均显著高于行业。

洗衣机、厨电业务高速增长。1) 公司 H1 洗衣机全球销量增长 34.5%（产业在线数据），出口收入同比增长 57.9%。2) 厨电业务规模增长 42%，其中出口额增长 128.2%。3) 冰箱业务内销通过产品升级及差异化实现市占率提升，外销预计 Q2 实现快速恢复。H1 公司冰洗业务收入增长 11.1%至 115.9 亿。

三电新签订单翻倍增长，亏损大幅收窄。公司入主三电后，持续推动电动压缩机及热管理系统的升级和技术突破，大力开拓新客户。H1 三电新签订单同比增长 106%，收入增长 3.3%至 45.1 亿元（日元口径增长 6.2%），归母净利润由 2022H1 的亏损 19 亿日元收窄至亏损 3 亿日元（约人民币 1500 万元）。

毛利率持续提升，费率稳定盈利高增。公司 Q2 毛利率同比+2.0pct 至 21.9%，预计一方面受益于原材料等成本下降，另一方面，公司采取优化供应商、协同采购等诸多措施提升供应链效率，并通过智能化提升生产效率。公司费用率基本稳定，Q2 期间费用率同比-0.9pct 至 14.6%，变动主要来源于汇率变动带来的汇兑收益。H1 公司实现汇兑收益 3.4 亿，同比增长 279.9%。公司 Q2 归母净利率同比提升 2.0%至 3.8%，盈利能力实现大幅改善。

风险提示：白电盈利能力改善不及预期；三电整合及扭亏进度不及预期；行业竞争加剧；汇率大幅波动；原材料价格大幅上涨。

投资建议：上调盈利预测，维持“买入”评级。

考虑到 Q2 白电行业内外销需求表现均较为强劲且公司上半年受益于原材料成本下降、内部降本增效等带来盈利能力的较好改善，上调盈利预测，预计公司 2023–2025 年归母净利润 25.0/28.2/30.7 亿元（前值为 22.7/25.8/28.9 亿），同比+74%/+13%/+9%，对应 PE=14/12/11x，维持“买入”评级。

证券分析师： 陈伟奇（S0980520110004）、王兆康（S0980520120004）、邹会阳（S0980523020001）

◆ 康泰生物(300601.SZ) 财报点评:核心产品 13 价肺炎疫苗同比增长 61%，人二倍体狂犬疫苗值得期待

营收同比持平，归母净利润扭亏为盈。公司 2023H1 实现营收 17.31 亿元（同比-5.3%），其中常规疫苗销售收入同比增长 7.0%，分具体产品看，13 价肺炎球菌多糖结合疫苗销售收入同比+61.3%、23 价肺炎多糖疫苗销售收入同比+64.2%；归母净利润 5.10 亿元（同比 323.6%），扣非归母净利润 4.30 亿元（同比+397.5%）。

分季度看，2023Q1/Q2 分别实现营收 7.48 亿元/9.82 亿元，分别同比-14.1%/+2.7%，分别环比

+26.3%/+31.2%；分别实现归母净利润 2.05 亿元/3.05 亿元，分别同比-24.9%/+299.2%，分别环比+161.2%/48.4%，经营情况逐季度改善。

产品管线储备丰富，人二倍体狂犬疫苗获批在即。公司目前拥有在研管线 30 余项，其中冻干人用狂犬病疫苗（人二倍体细胞）、水痘减毒活疫苗处于申请药品注册批件阶段，并已完成注册现场核查及 GMP 符合性检查；Sabin 株脊髓灰质炎灭活疫苗（Vero 细胞）已获得 Ph3 临床试验总结报告；四价手足口病疫苗、麻腮风水痘疫苗、20 价肺炎球菌多糖结合疫苗、重组带状疱疹疫苗、重组呼吸道合胞病毒疫苗（RSV）等品种作为中长期管线布局。

国际化战略持续推进。2023 年公司已先后与巴基斯坦、印度尼西亚、沙特阿拉伯、印度等国的合作伙伴达成战略合作，共同推进 23 价肺炎球菌多糖疫苗、13 价肺炎球菌多糖结合疫苗等产品在海外的注册、销售及当地生产等商业化运营进程。

投资建议：维持“买入”评级

公司常规品种上半年稳健增长，其中核心产品 13 价肺炎球菌多糖结合疫苗销售额同比+61%；在研品种人二倍体狂犬疫苗已报产并完成现场检查及 GMP 符合性检查，预计即将获批，中长期管线储备丰富，国际化战略持续推进。根据半年报情况，我们对公司盈利预测进行小幅下调，预计 2023-2025 年营收分别为 40.40/54.59/64.61 亿元（前值为 42.22/54.75/65.08 亿元），净利润分别为 10.54/15.57/19.70 亿元（前值为 11.31/15.64/19.85 亿元），目前股价对应 PE 分别为 30/20/16x，维持“买入”评级。

风险提示：产品上市后销售不及预期的风险，在研产品临床失败的风险等。

证券分析师： 张佳博（S0980523050001）、陈益凌（S0980519010002）、马千里（S0980521070001）

◆ 智飞生物(300122.SZ) 财报点评:代理产品营收同比增长 41%，二季度业绩环比改善

代理产品营收同比增长 41%。公司 2023H1 实现营收 244.45 亿元（同比+33.2%），归母净利润 42.60 亿元（同比+14.2%），扣非归母净利润 42.11 亿元（同比+13.5%）。分季度来看，2023Q1/Q2 单季度分别实现营收 111.7 亿元/132.7 亿元，分别同比+26.4%/+39.5%；分别实现归母净利润 20.3 亿元/22.3 亿元，分别同比+5.7%/+23.3%，二季度收入及净利润环比有所改善。

代理产品实现营收 235.83 亿元（同比+41.4%），其中 4 价和 9 价宫颈癌疫苗分别实现批签发 627 万支（同比+28.5%）和 1468 万支（同比+57.9%），五价轮状病毒疫苗批签发 660 万支（+35.6%），代理产品收入维持较快增速；自主产品实现营收 8.60 亿元（同比-48.4%），预计主要由于上年同期仍有部分新冠疫苗销售收入导致基数较高。

毛利率和净利率水平有所下降，费用率改善。2023H1 公司毛利率为 29.6%（同比-3.90pct）、净利率 17.4%（同比-2.89pct），主要由于低毛利的代理产品营收占比有所提升。销售费用率 4.8%（同比-0.33pct）、管理费用率 0.8%（同比-0.18pct）、研发费用率 1.8%（同比-0.33pct）、财务费用率 0.09%（同比+0.05pct），随销售规模增长带来的规模效应，公司费用率持续改善。

研发管线丰富，逐步进入收获期。2023H1 公司研发投入达到 5.83 亿元（同比+12.6%），约占自主产品收入的 67.84%；研发人员数量提升至 818 人（同比+26.4%）。公司拥有自主研发管线 30 个（不含新冠系列项目），17 个处于临床阶段；其中，23 价肺炎多糖疫苗和四价流感疫苗报产获得受理，人二倍体狂犬获得 Ph3 临床总结报告，15 价肺炎结合疫苗等多个品种处于临床后期阶段，管线逐步进入收获期。

风险提示：产品销售不达预期的风险，在研管线失败的风险等。

投资建议：公司代理产品营收维持较快增速，与默沙东新代理协议续签落地，协议期限达到三年半，约定基础采购金额达到 1010 亿元；自主产品 EC 诊断试剂纳入国家医保目录，“EC+微卡”结核产品矩阵有望发挥协同效应；23 价肺炎多糖疫苗及四价流感疫苗已报产、多个在研产品已取得临床总结报告或处于临床后期阶段，研发管线即将迎来收获期。我们维持此前的盈利预测，预计 2023-2025 年公司净利润分别为 94.96/113.11/124.52 亿元，目前股价对应 PE 分别为 11/10/9x，维持“买入”评级。

证券分析师： 张佳博（S0980523050001）、陈益凌（S0980519010002）、马千里（S0980521070001）

◆ 盐湖股份(000792.SZ) 财报点评:二季度利润环比提升,盐湖提锂新产能稳步推进

公司发布半年报:23H1 实现营收 99.56 亿元,同比-42.44%;实现归母净利润 50.98 亿元,同比-44.33%。23Q1/Q2 分别实现营收 47.07/52.49 亿元,Q2 环比+11.51%;实现归母净利润 22.25/28.72 亿元,Q2 环比+29.08%。

氯化钾板块:23H1 氯化钾产量约 203.75 万吨,销量约 213.77 万吨,其中 23Q1/Q2 氯化钾产量分别为 99.81/103.94 万吨,销量分别为 124.82/88.95 万吨。公司持续落实氯化钾“稳产保供”的责任担当。

碳酸锂板块:23H1 碳酸锂产量约 1.41 万吨,销量约 1.5 万吨,其中 23Q1/Q2 碳酸锂产量分别约为 6300/7800 吨,销量分别约为 1400/13600 吨。Q1 因受天然气供给不足、铁路发运受限,碳酸锂产品市场需求疲软等因素影响,公司碳酸锂销量较少;但 Q2 开始,针对市场变化,公司加强产销对接,加大销售力度,碳酸锂库存明显减少。另外今年 6 月工业化 6000 吨/年碳酸锂产能的沉锂母液回收工业示范装置试车投产,锂整体回收率进一步提升,目前单日产量最高达 130 吨。

2023 年计划生产氯化钾 500 万吨和碳酸锂 3.6 万吨。公司 2023 年工作总基调是“稳中求进”,以科技赋能盐湖产业发展,在加快建设世界级盐湖产业基地中全面实现高质量发展。

“扩大锂”是公司落实青海建设世界级盐湖产业基地的重要举措。公司现有碳酸锂产能 3 万吨/年,通过技改来实现实际产量提升;公司 2022 年新规划 4 万吨/年基础锂盐产能,包括新建年产 2 万吨电池级碳酸锂+年产 2 万吨氯化锂,项目目前已完成所有立项审批手续,获得环评批复、水土保持方案的行政审批及专项报告审查工作,项目“三通一平”工作已完成,整体项目按照计划正常推进,预计 2024 年投产;公司控股子公司盐湖比亚迪规划建设碳酸锂产能 3 万吨/年,项目目前处在论证阶段。截至目前,公司盐湖提锂产能总计有 10 万吨/年的规划,有望继续实现快速成长,稳居国内盐湖提锂行业龙头的地位。

风险提示:钾肥和锂盐价格上涨不达预期;碳酸锂扩产进度低于预期。

投资建议:维持“买入”评级。

考虑到氯化钾和碳酸锂价格今年上半年有比较明显的调整,下调 2023-2025 价格假设,同时下修了公司的盈利预测。预计公司 2023-2025 年营收为 219.07/218.87/226.83(原预测 285.38/281.07/277.47)亿元,同比增速-28.8%/-0.1%/3.6%,归母净利润为 104.76/104.37/110.17(原预测 130.81/131.78/132.88)亿元,同比增速-32.7%/-0.4%/5.6%;摊薄 EPS 为 1.93/1.92/2.03 元,当前股价对应 PE 为 9.4/9.4/8.9X。考虑到公司依托察尔汗盐湖得天独厚的资源优势,在国内钾肥和盐湖提锂领域均处于绝对领先的地位,尤其是公司未来在盐湖提锂领域的产能有望实现快速扩张,有望保持极强的成本优势,对于加强国内锂资源自主可控有重要意义,维持“买入”评级。

证券分析师: 刘孟峦(S0980520040001)、杨耀洪(S0980520040005)

◆ 山东黄金(600547.SH) 财报点评:金价景气,业绩同比提升

金价上涨,盈利提升。2023 年上半年,公司实现营业收入 274.25 亿元,同比下降 8.05%;归母净利润 8.80 亿元,同比上涨 58.26%。其中,完成矿产金产量 19.57 吨,黄金业务实现收入 72.64 亿元,毛利 34.02 亿元,对应毛利率 46.83%,较去年同期增加 1.18 个百分点。二季度单季,公司实现营业收入 143.27 亿元,环比增长 9.38%;归属于上市公司股东的净利润 4.41 亿元,环比增长 0.48%。

重点项目稳步推进。十四五期间,公司开展多项大型建设项目。目前,三山岛副井工程井筒掘进累计完成 1035 米,完成井筒设计深度(1915 米)的 54%;焦家金矿明混合井工程、朱郭李家主井工程、朱郭李家副井工程进展顺利;加纳卡蒂诺资源公司的纳穆蒂尼矿山选厂建设详细设计工作持续进行,矿山辅助工程按计划正常推进。未来,随着扩能改造项目投产达产,公司黄金产量有望持续提升。

整合优质黄金资源。银泰黄金拥有 4 座金矿矿山,1 座铅锌银多金属矿山,受益高品位,公司盈利能力强。8 月山东黄金完成对银泰黄金控制权的收购,叠加二级市场增持部分,目前合计持有银泰黄金 6.41 亿股股份,占总股本的 23.099%。此外,公司所属甘肃金舜矿业于 5 月以 8.66 亿元成功竞得甘肃大桥金矿采矿权,储量估算基准日矿山保有矿体资源量矿石量 967.97 万吨,金金属量 32.0 吨,平均品位 3.30

克/吨；另保有低品位矿体矿石量 1871.70 万吨，金金属量 20.2 吨，平均品位 1.08 克/吨。

期间费用率下降。公司深入推进“全员、全岗位、全要素、全过程”的系统性降本增效工作，完善降本增效实施方案和考核体系。上半年，公司销售费用率、管理费用率分别下降 0.12、1.43 个百分点至 0.22%、3.85%，管理费用减少主要因无形资产摊销减少。研发费用率、财务费用率分别上升 0.02、0.87 个百分点至 0.60%、2.55%，财务费用增加主要因本期利息支出增加。

风险提示：项目建设进度不及预期；黄金价格大幅回调；安全和环保风险。

投资建议：公司聚焦黄金主业，多项扩能改造工程有序推进，未来几年黄金产量有望大幅提升。考虑到成本变化，我们下调原业绩预测，预计公司 2023/24/25 年营业收入 530.3/551.0/600.0 亿元，年增速分别为 5.4%/3.9%/8.9%；归母净利润 23.7/30.2/44.3 亿元，年增速分别为 89.8%/27.5%/46.9%，摊薄 EPS 分别为 0.53/0.67/0.99 元。当前股价对应 PE 为 49.8/39.1/26.6x，维持“买入”评级。

证券分析师： 刘孟峦（S0980520040001）、冯思宇（S0980519070001）

◆ 明泰铝业(601677.SH) 财报点评:销量稳中有增，单位盈利逐季反弹

2023H1 公司归母净利润同比下降 26.4%。2023H1 实现营收 126.4 亿元（-18.3%），归母净利润 8.03 亿元（-26.4%），扣非归母净利润 6.40 亿元（-31.5%），经营性净现金流 10.64 亿元（+42.04%）。其中 2023Q2 营业收入 65.46 亿元（-18.1%），归母净利润 4.49 亿元（-10.1%），扣非归母净利润 3.63 亿元（-19.0%）。今年上半年公司盈利同比下滑主因去年高基数，以及下游需求尤其是出口订单偏弱。

明泰铝业板带箔产销量稳中有增。上半年完成铝板带箔销量 59.6 万吨，同比增速 0.9%，7 月份销量 11.38 万吨，同比增速 5.18%。产品认证方面，上半年公司完成水冷板、汽车板、储能材料、新能源材料等产品的认证工作。新建产能方面，义瑞新材年产 70 万吨项目继熔铸生产线、1+4 热粗轧投产后，秉承效率最高、成本最低原则完成 1850 冷轧机等机列建设工作，1+4 热连轧精轧项目也力争早日投产。

单位盈利方面，以季度归母净利润除以季度板带箔销量，简单测算板带箔吨盈利，二季度反弹到了近 1500 元/吨，自去年三季度以来，一直呈反弹趋势。二季度公司财务费用为-0.67 亿元，而一季度为 0.25 亿元，主因上半年汇兑收益 4541 万元及利息收入 2875 万元。

风险提示：市场竞争激烈或需求低迷导致加工费下滑、销量不及预期风险。

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。

参照年初以来板带箔国内外需求情况及加工费，我们小幅下调了公司出货量及加工费假设，预计 2023/2024/2025 年公司的营业收入分别为 284/316/349 亿元，同比增速 2.1/11.5/10.4%，归母净利润分别为 17.60/19.86/22.28 亿元（前值 19.14/22.60/26.38 亿元），同比增速 10.1/12.8/12.2%，EPS 分别为 1.81/2.05/2.30 元，当前股价对应 PE 倍数分别为 7.8/6.9/6.2。铝板带箔需求短期承压，但明泰铝业成本控制能力强，能在保证销量的情况下维持较高盈利水平。近年来构筑了再生铝保级利用优势，在铝加工产品降碳的大趋势下优势凸显，市场空间广阔，维持“买入”评级。

证券分析师： 刘孟峦（S0980520040001）、焦方冉（S0980522080003）

◆ 赣锋锂业(002460.SZ) 财报点评:锂资源继续实现突破，锂电池业务表现亮眼

公司发布半年报：上半年实现营收 181.45 亿元，同比+25.63%；实现归母净利润 58.50 亿元，同比-19.35%。其中公司 23Q1/Q2 分别实现营收 94.38/87.07 亿元，Q2 环比-7.75%；实现归母净利润 23.97/34.54 亿元，Q2 环比+44.10%。

锂产品产销量方面：今年上半年，由于锂行业市场需求波动、锂电下游客户库存水平控制等因素，公司锂化工板块产品的整体产销量水平受到一定的影响，我们估计产销量同比基本持平。

从毛利率的角度来看：今年上半年在锂价下跌的过程当中，由于锂精矿价格多以长协订单为主，价格有一定的滞后性，所以对于公司锂深加工产品而言有低成本原料库存带来的压力，使得锂系列产品毛利率相较于 2022 年全年有一定程度下降；但与此同时，公司锂电池板块整体规模快速提升，上半年实现营收 40.85 亿元，同比+117.31%，毛利率水平也进一步走高，充分体现出了公司一体化布局的优势。

闭环锂生态系统，一体化布局持续取得突破

上游锂资源情况：23H1 资源端继续实现突破①完成新余赣锋矿业股权收购，目前持有新余赣锋矿业及上饶松树岗钽铌矿项目 90%股权；②完成收购蒙金矿业 70%股权，公司目前持有加不斯钽铌矿 70%股权；③阿根廷 Caucharí 锂盐湖项目已产出首批碳酸锂产品；④澳大利亚 Mt Marion 锂辉石项目扩建至 90 万吨/年锂精矿产能已逐步完成，目前产能爬坡正在进行中。

中游锂盐深加工：截至目前，公司已在国内形成了约合 12 万吨 LCE 以上的锂盐产品生产能力，从长期发展规划来看，公司计划加速锂盐产能建设，2025 年之前形成总计年产 30 万吨 LCE 锂盐供应能力，2030 年之前形成总计年产不低于 60 万吨 LCE 锂盐供应能力。

下游锂电池业务：公司目前已在新的、东莞、宁波、苏州、惠州、重庆等地设立锂电池研发及生产基地。23H1 公司锂电池业务继续实现快速发展，除了营收体量快速扩张之外，毛利率水平也有明显提升。我们预计公司今年年底锂电池业务将形成年产约 20Gwh 的有效产能。

风险提示：项目建设进度不达预期，锂盐产品产销量不达预期。

投资建议：维持“买入”评级。

考虑到年初至今锂盐价格有比较明显的调整，下修了公司的盈利预测。预计公司 2023-2025 年营收分别为 400.56/424.75/463.63 (原预测 450.86/446.07/472.44) 亿元，同比增速-4.2%/6.0%/9.2%；归母净利润分别为 117.90/124.90/130.18 (原预测 147.10/158.10/158.93) 亿元，同比增速-42.5%/5.9%/4.2%；摊薄 EPS 分别为 5.84/6.19/6.45 元，当前股价对应 PE 为 8.3/7.8/7.5X。考虑到公司是全球最优质锂业公司，目前已构建闭环锂生态系统，在全球范围内有众多优质锂资源布局，成长性非常值得期待，维持“买入”评级。

证券分析师： 刘孟峦（S0980520040001）、杨耀洪（S0980520040005）

◆ 神火股份(000933.SZ) 财报点评:电解铝量价齐跌拖累业绩，财务费用显著下降

2023H1 公司业绩同比下降 40%。2023H1 实现营收 191.1 亿元（-11.7%），归母净利润 27.4 亿元（-39.6%），扣非归母净利润 27.4 亿元（-39.6%），经营性净现金流 46.09 亿元（-23.6%）。其中 2023Q2 单季营收 96.0 亿元（-11.9%），归母净利润 11.9 亿元（-53.9%），扣非归母净利润 12.0 亿元（-53.9%）。

公司业绩同比下降主因铝价及煤炭价格下跌。公司 2023H1 毛利润 52 亿元（同比-25 亿），其中铝锭毛利润 28 亿元（同比-18 亿），煤炭毛利润 22 亿元（同比-7 亿）。2023H1 长江铝价 18493 元/吨（含税，同比下降 2913 元/吨或-13.6%），是公司盈利下降主要原因，虽然 2023H1 预焙阳极价格同比下降 600 元/吨，但无法弥补铝价下跌影响。

资产负债率下行，财务费用大幅下降。截至 2023 年 6 月末，公司资产负债率 64.7%，与 2022 年末基本持平。2023 年上半年公司财务费用仅 1.58 亿元，较前些年大幅回落，公司已经不再受高财务费用困扰。

收购云南神火 14.85%股权。公司原来持有云南神火 43.4%股权，现决定以协议转让方式分别收购河南资产基金持有的云南神火 9.90%股权、商丘新发持有的云南神火 4.95%股权，收购价格合计 14.5 亿元，收购完成后，上市公司将持有云南神火 58.25%股权。

风险提示：氧化铝价格上涨风险，煤炭价格大幅下跌风险。

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。

我们假设 2023-2025 年铝现货价格为 19000 元/吨（前值 20000 元/吨），氧化铝价格为 2925 元/吨，预焙阳极价格为 5500 元/吨（前值 6500 元/吨），云南用电含税价格为 0.41 元/度，新疆神火发电成本 0.236 元/度，河南无烟煤价格 1500 元/吨（前值 1800 元/吨），预计 2023-2025 年营业收入 394/400/404 亿元，同比增速-7.7%/1.5%/1.0%，归母净利润 62.04/64.40/66.38 亿元，同比增速-18.1%/3.8%/3.1%；摊薄 EPS 分别为 2.76/2.86/2.95 元，当前股价对应 PE 分别为 5.8/5.6/5.4x。公司是国内电解铝头部企业，产能布局合理，公司主营产品电解铝和煤炭两个行业均受益于供给侧改革，处于行业景气周期，同时加码布局高端铝箔，发力下游加工，维持“买入”评级。

证券分析师： 刘孟峦（S0980520040001）、焦方冉（S0980522080003）

◆ 洛阳钼业(603993.SH) 财报点评:出口受阻拖累业绩,权益金事宜已解决

2023H1 公司业绩同比下降 83%。2023 上半年公司实现营收 867 亿元(-5.5%), 归母净利润 7.03 亿元(-83.0%), 扣非归母净利润 2.2 亿元(-93.7%), 经营性净现金流 87.62 亿元(+3.1%)。其中 2023 年二季度单季营收 424 亿元(-10.2%), 归母净利润 3.86 亿元(-83.6%), 扣非归母净利润 1.54 亿元(-91.4%)。

刚果金产品出口受限影响公司业绩,已在二季度达成和解。2023H1 公司销售毛利润 37 亿元,同比减少 77 亿元,其中铜钴产品毛利润 9 亿元,同比减少 45 亿元,贸易业务毛利润 4.4 亿元,同比减少 21 亿元,铌磷业务毛利润 6.6 亿元,同比减少 11.5 亿元。TFM 产品销售已于 5 月开始恢复,二季度 TFM 及 KFM 实现铜销售 9.3 万吨,钴销售 1663 吨,并在年中形成 24 万吨铜库存和 2.95 万吨钴库存。报告期内,TFM 权益金事宜圆满解决,和解金总额 8 亿美元,自 2023 年至 2028 年 6 年内由 TFM 向杰卡明分期支付。根据半年报内容,1 年内到期的非流动负债包含应付杰卡明权益金 25.3 亿元。

公司公告下半年部分重点工作:提升原矿处理量,继续推进降本增效。项目进度方面,TFM 混合矿东区尽早投产,KFM 保持稳定生产并继续提升运营效率;磷版块保证原矿品位稳定,提升选矿回收率;钼钨版块抓住钼价高位,推进三道庄钼钨矿的纵深挖潜与上房沟钼矿的技术攻关。继续深化与宁德时代合作,加快推进玻利维亚锂盐湖开发和非洲电池价值链项目的落地。

风险提示:矿山扩产进度不及预期,铜、钴价格大幅下跌风险。

投资建议:下调盈利预测,维持“买入”评级。

假设 2023-2025 年 LME 铜现货结算价均为 8500 美元/吨(前值 8800 美元/吨),钴金属价格维持 25 万元/吨。预计 2023-2025 年收入 2045/2304/2517 亿元,同比增速 18.2/12.7/9.3%,归母净利润 85.83/108.89/121.20 亿元(前值 110.66/142.35/143.66 亿元),同比增速 41.5/26.9/11.3%;摊薄 EPS 分别为 0.40/0.50/0.56,当前股价对应 PE 分别为 14.5/11.5/10.3X。公司是全球领先的新能源金属生产商,拥有全球顶级铜钴矿山,两大世界级项目建设及投产使公司铜矿产量两年内翻番,对铜价具备高业绩弹性,独特的“矿业+贸易”模式助力公司稳健成长,维持“买入”评级。

证券分析师: 刘孟峦(S0980520040001)、焦方冉(S0980522080003)

◆ 中金岭南(000060.SZ) 财报点评:铅锌跌价盈利下滑,铜冶炼增收增利

2023H1 年公司归母净利润同比下降 36%。2023H1 公司实现营收 372 亿元(+3.9%), 归母净利润 5.4 亿元(-36.3%), 扣非归母净利润 5.03 亿元(-38.8%), 经营性净现金流 0.47 亿元(-90.4%)。其中 2023Q2 单季营收 204 亿元(-3.3%), 归母净利润 2.2 亿元(-57.3%), 扣非归母净利润 1.95 亿元(-59.8%)。盈利下降主因锌价下跌,2023H1 锌现货价 22132 元/吨,同比下降了 3757 元/吨,公司年产锌精矿 19 万吨,锌价跌幅基本可以对应公司盈利的下降。

铜冶炼业务进展顺畅,增收又增利:上半年纳入铜冶炼业务后,公司营收和盈利结构显著改变,一是贸易业务营收占比从 80%下降到 50%,随着铜冶炼业务纳入,公司主动缩减了贸易业务规模,今年上半年贸易业务收入同比下降了 39%;二是铜冶炼业务成为公司营收和盈利的重要组成部分。上半年子公司中金铜业阴极铜产量 19.2 万吨,贡献营收 132 亿元,净利润 2.45 亿元,营收占比达到 35%,毛利润占比达到 34%,粗略测算单吨阴极铜毛利润 2750 元/吨,净利润 1300 元/吨,显著高于行业平均水平。今年是公司进军铜产业链元年,并购的铜冶炼业务实现当年达产、当年盈利且利润丰厚;今年上半年锌价显著承压,而铜冶炼版块发力,对冲了一部分铅锌版块盈利下滑。

风险提示:铜、锌价格或铜精矿加工费下跌风险,矿山投产进度不及预期风险。

投资建议:下调盈利预测,维持“增持”评级。

假设 2023-2025 年锌价均为 22000 元/吨(前值 23000 元/吨),锌精矿加工费 5000 元/吨(前值 5500 元/吨),铜价均为 68000 元/吨,铜精矿加工费 88 美元/吨,得到公司 2023/2024/2025 年营收分别为 781/842/963 亿元,同比增速 41.1/7.8/14.4%,归母净利润分别为 12.74/14.06/22.67 亿元(前值 14.13/14.86/22.08 亿元),同比增速 5.1/10.4/61.3%,摊薄 EPS 分别为 0.34/0.38/0.61 元。当前股价对应 PE 分别为 14.7/13.3/8.2x。公司是国内铅锌采选冶头部生产企业,拥有凡口铅锌矿等优质铅锌

矿山，已探明的铜锌铅等有色金属资源总量近千万吨，公司通过并购东营方圆铜冶炼厂，正式进军铜产业链，上半年铜冶炼业务增收增利，配套铜矿山将于明年建成，进一步打开成长空间，维持“增持”评级。

证券分析师： 刘孟峦（S0980520040001）、焦方冉（S0980522080003）

◆ 中国石油(601857.SH) 财报点评:上半年业绩再创历史新高，天然气价格弹性可观

2023 年上半年业绩再创历史新高。2023 年上半年公司实现营收 14799 亿元，同比-8.35%；归母净利润 853 亿元，同比+4.47%。其中二季度单季度实现营收 7474 亿元，环比+2.04%；归母净利润 416 亿元，环比-4.55%。公司经营效果优异，上半年实现净经营现金流 2217 亿元，自由现金流首次突破千亿元，中期拟向全体股东每股派发现金红利人民币 0.21 元（含税），创历史同期最好水平。

勘探开发板块：降本增效效果显著。2023 年上半年公司实现原油产量 4.74 亿桶，同比增长 5.0%；可销售天然气产量 2.52 万亿立方英尺，同比增长 6.7%。成本端公司单位油气操作成本为 10.82 美元/桶，同比下降 6.8%。虽然上半年公司平均实现原油价格为 74.15 美元/桶，同比下降 21.7%，但是在销量增长及成本下降的带动下，公司上游板块经营利润同比增长 3.7%。

炼化板块：承压较大。2023 年上半年公司实现原油加工量 6.73 亿桶，同比增长 12.6%；生产成品油 5,885.6 万吨，同比增长 14.3%；化工产品商品量 1,728.6 万吨，同比增长 8.4%。公司炼油单位现金加工成本为人民币 220.71 元/吨，同比增长 5.3%。由于油品利润收窄以及化工市场低迷，公司炼化板块经营利润同比下降 23.7%。

销售板块：大幅提升。2023 年上半年公司实现成品油销量 8,066.8 万吨，同比增长 12.9%，其中国内销量同比增长 17.9%。公司努力提升成品油市场份额和销售价格到位率，积极推进非油品销售业务盈利能力，销售板块效益持续改善，经营利润同比增长 28.4%。

天然气销售板块：弹性逐步显现。2023 年上半年公司销售天然气 1,303.52 亿立方米，同比基本持平，其中国内销售天然气 1,086.46 亿立方米，同比增长 4.8%。在海外天然气价格下行的背景下，公司天然气销售和经营利润同比增长，国内气价弹性逐步显现。未来随着天然气顺价机制的不断推动，公司国内天然气售价有望持续提升，带动公司业绩增长。

风险提示：油价大幅波动风险；需求复苏不达预期；国内气价上涨不达预期。

投资建议：维持“买入”评级。

维持 2023-2025 年归母净利润预测 1707/2050/2390 亿元，摊薄 EPS=0.93/1.12/1.31 元，当前股价对应 PE=8.3/6.9/5.9x，下半年随着国际油价的走高以及国内气价的上涨，公司油气板块利润弹性可观，维持“买入”评级。

证券分析师： 杨林（S0980520120002）、刘子栋（S0980521020002）

◆ 华鲁恒升(600426.SH) 财报点评:2023Q2 业绩环比改善，新项目增量可期

公司 2023Q2 业绩环比改善。公司 2023 年上半年实现营业收入 123.59 亿元（同比-25.3%），归母净利润 17.10 亿元（同比-62.1%）；其中，2023Q2 营业收入 63.06 亿元（同比-25%），归母净利润为 9.28 亿元（同比-55%，环比+19%）。2023Q2 销售毛利率为 21.5%（同比-10.9pct，环比+1.3pct），销售净利率为 14.7%（同比-10.0pct，环比+1.8pct）；销售、管理、研发、财务费用率分别为 0.20%、1.09%、2.44%、0.11%，总费用率 3.84%（同比+1.1pct，环比-0.5pct）。2023 年上半年，化工行业景气下行，市场呈现下游需求偏弱、产能过剩、同质竞争加剧等状况，压缩企业效益空间。公司部分产品价格同比下降幅度较大，业绩同比降低，但环比有所改善。

成本端压力或逐步缓解，部分产品景气上行。2023 年上半年主要原材料原料煤、苯、丙烯价格范围分别为 805-1270、6460-8850、6240-8210 元/吨，受市场供需等因素影响，价格均同比上涨。主要产品己二酸、己内酰胺、DMF、尿素、醋酸价格范围分别为 9200-12700、11330-13360、9400-16110、2320-3200、3100-5400 元/吨，其中己二酸、尿素价格同比上涨，己内酰胺、DMF 价格波动较大，醋酸价格同比下降。据 Wind 数据，进入三季度以来，纯苯/烟煤（坑口价，Q6500）/丙烯平均价格分别约为 7272/857/5708

元/吨（环比+7%/-7%/-4%），成本端或将进一步降低，看好公司盈利修复。

项目进展顺利，新产能逐渐开始提供新增量。公司继续推动项目建设，高端溶剂、尼龙 66 高端新材料、等容量替代建设锅炉等项目顺利推进；截至报告期，荆州基地一期项目主体安装基本完成，水电汽等公用工程管线相继投用，部分工序进入试车、调试阶段。公司荆州基地合成气综合利用项目主要产品包含 100 万吨/年尿素、100 万吨/年醋酸、15 万吨/年混甲胺、15 万吨/年 DMF 等。预计该项目今年将顺利投产并实现达产，据公司公告，项目投产后，预计年均实现营业收入 59.68 亿元，利润总额 6.26 亿元。园区气体动力平台项目主要建设煤气化平台和公用工程，为基地后续项目供应合成气，为整个园区提供蒸汽支持。

风险提示：项目投产不及预期；原材料价格上涨；产品价格下跌；下游需求不及预期；政策风险等。

投资建议：考虑公司目前盈利水平，我们维持公司 2023-2025 年归母净利润预测为 45.2/58.6/76.9 亿元，对应 EPS 为 2.13/2.76/3.62 元，对应当前股价 PE 为 15/12/9X，维持“买入”评级。

证券分析师： 杨林（S0980520120002）

联系人： 余双雨

◆ 森麒麟(002984.SZ) 财报点评:23H1 业绩大幅提升，看好远期成长空间

2023 年上半年业绩大幅提升。2023 年上半年公司实现营业收入 35.37 亿元，同比+11.96%；归母净利润 6.06 亿元，同比+26.9%。其中二季度单季度营收 18.79 亿元，环比+13.34%；归母净利润 3.56 亿元，环比+42.31%。今年以来，轮胎行业持续改善，公司上半年毛利率达到 22.4%，同比+0.4pct，二季度环比提升 0.11pct。

轮胎销量稳步提升，海外工厂保障长期成长。2023 年上半年完成轮胎销售 1,368.12 万条，同比增长 21.35%，其中半钢胎销量 1,339.81 万条，同比增长 20.06%；全钢胎销量 28.31 万条，同比增长 146.17%。公司拟定增 28 亿投资建设西班牙工厂，分两期建设 1200 万条半钢条，有望在 2025-2026 年逐步建成投产。公司计划投资 2.97 亿美元建设摩洛哥工厂，建设 600 万条高性能半钢胎，有望在 2024-2025 年逐步建成投产。公司持续贯彻执行“833plus”战略，未来产能有望稳步增长。

轮胎上游原材料价格同比显著下降。2023 年上半年轮胎上游原材料价格同比下降，其中天然橡胶均价 12120 元/吨，同比-9.58%；丁苯橡胶/顺丁橡胶均价 11366/10889 元/吨，同比-8.54%/-21.62%；炭黑均价 9322 元/吨，同比-0.82%；促进剂/防老剂均价 21343/31887 元/吨，同比-13.99%/-27.44%。整体来看，轮胎上游原材料在 2023 年显著下降，后市并不具备大幅涨价的基础，预期未来有望稳定在合理区间。

反倾销税初裁税率大幅降低。美国商务部披露对泰国乘用车和轻卡轮胎的反倾销复审调查的初裁结果，森麒麟复审初裁单独税率为 1.24%，预计终裁结果将于 2024 年一季度公布，如果终裁结果维持，则公司税率大幅下降 15.82%。公司盈利能力有望提升，估算由于税率变化导致的退税收益约 2-3 亿元，并且公司产品在海外市场竞争力有望进一步提升。

风险提示：轮胎销量不达预期；新产能投产不达预期；反倾销税终裁不确定性等。

投资建议：维持“买入”评级。

预计 2023-2025 年归母净利润为 13/17/18 亿元，摊薄 EPS=2.05/2.67/2.79 元，当前股价对应 PE=15.9/12.2/11.6x，维持“买入”评级。

证券分析师： 杨林（S0980520120002）、刘子栋（S0980521020002）

◆ 联泓新科(003022.SZ) 财报点评:二季度业绩环比改善，新材料项目多管齐下

化工产品景气下降，上半年业绩同比下滑，二季度业绩环比改善。公司发布 2023 年中报，2023 年上半年营收 32.1 亿元，同比-18.6%，归母净利润 3.3 亿元，同比-28.6%；其中单二季度营收 16.3 亿元，同比-31.5%，环比+3.2%，归母净利润 1.8 亿元，同比-48.8%，环比+21.5%。公司 2023 年上半年毛利率为 16.4%，同比下降 6.8pcts，主要由于公司化工产品景气度与盈利能力下滑，单二季度毛利率 16.6%，

环比提高 0.5pcts。公司 2023 年上半年三费率 7.8%，同比上升 0.5pcts，研发费用率 4.6%，同比上升 0.6pcts，净利率为 10.3%，同比下降 1.4pcts。

EVA 维持高毛利，PP、E0/E0D、甲醇等景气下滑拖累业绩。分板块来看，EVA 上半年产量同比增加 33%，营收 28.4 亿元，同比降低 22.4%，毛利率达到 42.9%，同比降低 11.2pcts；公司聚丙烯聚焦于高附加值的高端专用料方向，营收 8.0 亿元，同比降低 17.0%，毛利率为 0.7%，同比降低 4.0pcts；环氧乙烷衍生物营收 4.0 亿元，同比降低 3.9%，毛利率为 9.1%，同比降低 9.1pcts，表面活性剂销量同比增长 32%，其中特种表面活性剂产品销量同比增长 103%，光伏切割用特种表面活性剂销量同比增长 35%。

新材料项目稳步推进，新建 30 万吨/年 POE 项目。公司 2023 年下半年投产项目包括 9 万吨/年 VA 项目、2 万吨/年 UHMWPE 项目、10 万吨/年乳酸及 4 万吨/年 PLA 项目、1 万吨/年电子级高纯特气项目、3000 吨/年锂电添加剂 VC 项目，装置投产后将降低 EVA 生产成本，同时增加公司高毛利产品品类，增强公司整体盈利能力。此外公司“新能源材料和生物可降解材料一体化项目”、5 万吨 PPC 项目计划于 2025 年建成投产。公司与惠生中投设立合资公司联泓惠生（江苏）新材料有限公司，规划建设 30 万吨/年 POE 项目，一期规划产能 10 万吨/年，预计于 2025 年建成投产，二期规划产能 20 万吨/年，进一步丰富公司光伏胶膜料原材料矩阵。公司持股 51%与北京卫蓝新能源合资成立联泓卫蓝，开展固态电池、半固态电池等新型电池关键功能材料的开发、生产、销售，完善公司新能源业务布局。

风险提示：宏观经济系统性风险，新项目投产进度低于预期的风险，产品价格下跌幅度超预期，新进入者竞争加剧等市场风险。

投资建议：由于下游需求恢复较弱，公司产品价差收窄，我们下调公司 2023-2025 年归母净利润至 6.4/8.8/11.0 亿元（原值为 11.1/15.0/19.5 亿元），同比增速-25.8%/37.1%/24.4%；摊薄 EPS 为 0.48/0.66/0.82 元，当前股价对应 PE 为 42.7/31.1/25.0x，下调至“增持”评级。

证券分析师： 杨林（S0980520120002）、薛聪（S0980520120001）

◆ 华熙生物(688363.SH) 财报点评: 护肤品业务阶段性调整承压，医疗终端业务增长较好

营收平稳增长，归母净利润承压。公司 2023 上半年实现营收 30.76 亿元，同比+4.77%，归母净利润 4.25 亿元，同比-10.27%，扣非归母净利润 3.61 亿元，同比-12.69%。二季度看，公司营收同比+5.35%，归母净利润同比-18.05%，扣非归母净利润同比-8.91%。公司整体收入取得平稳增长，利润受公司护肤品业务组织调整及终端需求趋弱影响而表现承压。

医美业务复苏增长强劲，功能性护肤品业务短期调整承压。分业务看，公司功能性护肤品业务收入同比-7.56%至 19.66 亿元，收入占比 63.92%。主要受到公司主动降速、重新梳理品牌及组织架构调整影响。医疗终端业务收入同比+63.11%至 4.89 亿元，收入占比 15.9%，其中皮肤类医疗产品实现收入 3.26 亿元，同比+56.76%，受益医美产品线逐步完善及疫后线下诊疗复苏；此外骨科注射液产品“海力达”受益带量采购的落地执行，收入同比+40%至 0.97 亿元。原料业务收入同比+23.2%至 5.67 亿元，收入占比 18.45%，受益于医药级原料及化妆品级原料增长。

毛利率同比下降，销售费用率改善。公司 2023 上半年毛利率 73.8%，同比-3.63pct，其中功能性护肤品业务毛利率下降 4.25pct 至 74.49%。销售费用率同比-1.07pct 至 46.18%，管理费用率/研发费用率分别同比+0.72pct/-0.04pct 至 6.68%/6.07%，总体基本稳定。存货周转效率有所放缓，存货周转天数增加 34 天至 261 天。现金流方面，公司上半年实现经营性现金流净额 1.86 亿元，同比-22.16%。

风险提示：电商增速不及预期；营销费用优化不及预期；新品推广不及预期

投资建议：公司短期业绩受护肤品业务重新梳理品牌结构、组织架构调整等影响，不过中长期看，公司旗下业务矩阵不断完善壮大，功能性护肤品牌积极优化渠道结构及开拓新品类、新产品，仍有较大成长空间，并随着渠道运营效率的提升有望实现盈利能力的稳步上升。医疗终端业务把握线下消费场景复苏机遇，优化并聚焦优势医美产品，持续扩大机构覆盖的广度和深度。考虑到公司短期对功能性护肤品业务进行重新梳理定位，及组织架构调整和渠道变化带来的影响，我们下调公司 2023-2025 年归母净利润预测为 10.73/12.7/15.08 亿元（前值分别为 13/16.85/21.23 亿元），对应 PE 分别为 42/35/30 倍，维持“增持”评级。

证券分析师： 张峻豪（S0980517070001）、柳旭（S0980522120001）

◆ 百联股份(600827.SH) 财报点评:上半年归母净利扭亏为盈，奥莱业态表现亮眼

公司为华东零售龙头公司，上半年归母净利润扭亏为盈。公司上半年实现营收 163.32 亿元/yoy-4.54%；归母净利润 3.28 亿元，去年同期亏损 1.16 亿元，实现扭亏转盈。受益于疫后线下消费场景复苏，公司业绩修复不断加快。

分业态来看，综合百货业态高速增长：百货/购物中心/奥特莱斯上半年分别实现营收 7.21/10.60/6.99 亿元，同比+42.22%/+46.62%/+56.36%，是公司业绩恢复的主要驱动因素；主营超市业态的下属子公司联华超市上半年实现营收 129.11 亿元/yoy-11.94%，净利润亏损 6734 万元，去年同期盈利 6321 万元，主要由于去年疫情期间超市类必选消费表现突出，整体基数相对较高。

毛利率不断上行，费用整体管控良好。公司上半年毛利率/净利率分别为 26.56%/1.95%，同比+3.23pct/+2.48pct，主要由于综合百货业态毛利率改善显著，其中百货/购物中心/奥特莱斯上半年毛利率分别同比+4.85pct/16.00pct/10.54pct，毛利率较高且仍处在上升通道，带动公司整体毛利率加速上行。费用率方面，公司销售费用率/管理费用率/研发费用率分别同比+0.13pct/+0.10pct/0.01pct，整体管控良好。

营运能力和现金流表现稳定。公司上半年存货周转天数同比增加 3 天；应收账款周转天数同比降低 2 天，均保持保持稳定。上半年经营性现金流量净额为 19.13 亿元，同比增加 18.35%，现金流情况良好。

积极推进资产证券化运作。公司 2023 年 7 月 13 日发布公告称将 100%持股的上海市杨浦区上海又一城购物中心项目作为基础设施项目开始进行公募 REITs 的申报发行工作。若本次公募 REITs 产品成功发行，一方面将打通公司“投融管退”渠道，助力公司真正实现由传统的重资产运营模式向轻资产发展模式的转变；另一方面有助于公司在资本市场搭建创新融资平台，实现上市公司+公募 REITs 平台双轮驱动。

风险提示：业绩恢复不及预期、行业竞争加剧风险、转型升级不及预期。

投资建议：上半年公司继续推进百货与购物中心的精细化运营，而折扣零售业态趋势也带动奥莱快速增长，叠加去年低基数影响，综合百货业态业绩实现大幅提升。未来公司将不断推进全国性奥莱业态的布局，紧抓消费趋势变革推进存量业态转型，同时积极推进资产证券化运作，进一步激活公司经营潜力。我们维持公司 2023-2025 年归母净利润 7.02/9.18/11.34 亿元，对应 PE 分别为 30/23/19x，维持“增持”评级。

证券分析师： 张峻豪（S0980517070001）

联系人： 孙乔容若

◆ 上海家化(600315.SH) 财报点评:二季度归母净利扭亏为盈，护肤品类实现积极恢复

公司二季度营收同比基本持平，归母净利同比扭亏为盈。公司上半年实现营收 36.29 亿元/yoy-2.30%，归母净利润 3.01 亿元/yoy+90.90%，扣非归母净利 2.62 亿元/yoy+30.72%，其中交易性金融资产公允价值变动产生收益 4165 万元。单 Q2 营收同比微增 3.26%；归母净利润 0.71 亿元，实现扭亏为盈。

分品类：护肤品类营收实现恢复性增长，个护家清类保持稳健。护肤品类上半年实现营收 8.71 亿元/yoy+7.16%，单 Q2 营收增速约 27%，公司加大品牌端投入，通过新品+代言人+IP 种草等方式，实现品类整体收入的稳步恢复，其中玉泽品牌表现最为优异，单 Q2 营收同比增长 53%。个护家清类上半年实现营收 17.24 亿元/yoy-0.5%，表现相对稳健，收入占比 47.59%。母婴品类上半年实现营收 9.11 亿元/yoy-10.91%，主要由于海外业务受英国通胀压力大导致居民消费意愿下降，同时英国婴童市场整体下滑。

分渠道：国内业务依托线上渠道带动增长。上半年公司整体线上业务同比+6%，国内电商同比+13%，其中抖快等兴趣电商增速超 200%，同时特渠上半年经过调整后已实现正增长，同比+2%；线下渠道营收下滑 6.6%，主要由于线下零售还处于恢复阶段，但其中新零售业务快速增长，同比+34%，占国内线下业务比重约 26%，创历史新高。

毛利率有所上行，整体费用率管控良好。公司上半年毛利率为 60.25%，同比+0.34pct，高毛利护肤品类

收入增长改善产品结构带动毛利率增长；销售费用率/管理费用率/研发费用率同比+0.27pct/-0.25pct/+0.37pct，公司增加品牌投放同时控制促销力度，精细化运营进一步成熟，整体费用率管控良好。

法规改稿和激励费用影响短期营运能力。上半年公司存货周转天数同比上升13天，主要系国内法规改稿库存备货增加；营性现金流量净额同比-84.91%，主要由于本期向海外子公司管理人员支付股权激励行权现金约2807万英镑。

风险提示：宏观环境风险，新产品推出不及预期，行业竞争加剧。

投资建议：二季度以来公司逐步调整经营策略，持续加大品牌投放与线上渠道营销，定位高毛利率的护肤品类大幅增长，带动营收增长并优化毛利结构。未来随着公司不断优化海外与线下业务，同时持续坚持降本增效，整体业绩有望不断回升。考虑到海外市场的压力，以及线下渠道恢复情况的不确定性，我们下调23-25年归母净利润至6.62/7.95/9.03（原值为8.05/9.45/0.68）亿元，对应PE分别为27/23/20x，维持中长期“买入”评级。

证券分析师：张峻豪（S0980517070001）

联系人：孙乔容若

◆ 奥普特(688686.SH) 财报点评:下游需求承压导致收入增速放缓，加大研发投入布局新技术

2023年上半年营业收入同比增长3.04%，归母净利润同比下滑11.16%。公司2023年上半年实现营收6.19亿元，同比增长3.04%；归母净利润1.74亿元，同比下滑11.16%；扣非归母净利润1.58亿元，同比下滑11.63%。单季度来看，2023年第二季度实现收入3.69亿元，同比下滑3.64%；归母净利润1.08亿元，同比下滑18.31%；扣非归母净利润1.00亿元，同比下滑18.73%。公司二季度收入小幅下滑，主要系3C和新能源行业需求承压，锂电行业资本开支增速放缓影响。盈利能力来看，公司2023年上半年毛利率/净利率/扣非净利率分别为67.26%/28.05%/25.59%，同比变动-0.73/-4.48/-4.25pct，毛利率基本保持稳定，净利率下滑主要系加大费用投入。费用端来看，公司2023年上半年公司销售/管理/研发/财务费用率17.21%/3.15%/16.87%/-1.54%，同比变动+1.13/+0.74/+1.94/-0.19pct，其中研发费用增长较多，主要系研发人员同比增长9.51%，以及新产品和新项目的研发费用增加。公司2023年上半年经营性现金流净额0.55亿元，同比大幅增长，主要系上半年回款增加，提升资金使用效率。

3C电子和锂电收入增速放缓，加大研发投入布局新技术，驱动长期增长。分行业来看：1）3C电子行业：2023年上半年收入同比增长4.10%，公司在行业需求压力较大的情况下实现增长，主要系持续向客户更多产品线渗透，此外客户品质管控前移、模组及关键零部件生产自动化程度提升带来新增需求；2）新能源行业：2023年上半年收入同比增长0.87%，主要系锂电行业整体资本开支增速放缓所致。公司与行业龙头持续深化合作，积极开拓新客户业务，长期来看仍有较好前景；3）半导体和汽车行业：公司积极推进半导体、汽车等行业的布局，立足于行业大客户的合作突破，持续加大业务的拓展力度。公司持续加大研发投入，2023年上半年研发费用为1.04亿元，同比增长16.41%，成立深度学习（工业AI）应用开发团队，支持核心大客户的外观缺陷检测等项目开发，此外公司基于自研算法推出第三代深度学习产品，已广泛应用于3C电子和锂电等行业。

风险提示：锂电需求不及预期；新领域拓展不及预期；毛利率下滑。

投资建议：公司是国内机器视觉解决方案龙头，卡位好竞争优势显著，长期受益于产业升级及国产替代。考虑到下游3C和新能源行业短期需求承压，并且公司持续增加费用投入，我们小幅下调盈利预测至2023-2025年归母净利润为3.85/4.93/6.21亿元（原值为4.31/5.64/7.23亿元），EPS为3.15/4.03/5.08元，对应PE为37/29/23倍，维持“买入”评级。

证券分析师：吴双（S0980519120001）、田丰（S0980522100005）

◆ 怡合达(301029.SZ) 财报点评:上半年收入同比增长31%，盈利能力提升，光伏业务快速增长

2023 年上半年收入同比增长 31.23%，归母净利润同比增长 34.40%。公司 2023 年上半年实现营收 15.27 亿元，同比增长 31.23%；归母净利润 3.46 亿元，同比增长 34.40%；扣非归母净利润 3.45 亿元，同比增长 41.08%。单季度看，二季度实现营收 8.24 亿元，同比增长 21.77%；归母净利润 1.85 亿元，同比增长 18.23%；扣非归母净利润 1.85 亿元，同比增长 25.48%。公司上半年收入业绩保持较快增长，主要系 3C 业务保持稳定、新能源及光伏业务快速增长，二季度收入增速放缓，主要系锂电行业需求承压。2023 年上半年毛利率/净利率/扣非净利率分别 41.02%/22.67%/22.61%，同比变动+0.55/+0.53/+1.58 个 pct，盈利能力提升。费用端管控良好，2023 年上半年公司销售/管理/研发/财务费用率为 4.02%/5.60%/3.89%/-0.23%，同比变动-0.48/-0.65/+0.26/+0.21 个 pct，费用率整体有所下降。2023 年上半年公司经营性现金流净额 0.34 亿元，同比大幅提升，主要系资金回笼增加。

3C 业务保持稳定，新能源和光伏行业收入快速增长。分行业来看：1) 新能源行业：2023 年上半年收入 6.07 亿元，同比增长 64.04%，收入占比 39.71%，毛利率 37.87%，同比提升 2.61 个 pct。2) 3C 行业：2023 年上半年收入 2.97 亿元，同比下滑 1.94%，收入占比为 19.48%，毛利率 41.04%，同比下滑 1.19 个 pct，主要系 3C 手机行业需求承压。3) 光伏行业：2023 年上半年收入 1.53 亿元，同比增长 140.02%，收入占比 10.01%，毛利率 38.44%，同比提升 2.67 个 pct。短期来看通用自动化行业弱复苏，锂电和 3C 行业需求承压，造成公司短期收入业绩增长放缓。长期来看公司持续拓宽下游应用领域和客户覆盖面，光伏、汽车、工业机器人、半导体、医疗等行业成长空间广阔，长期发展趋势向好。公司是国内 FA 零部件龙头，目前已开发涵盖 150 余万个 SKU 的丰富产品体系，具备较强的供应链管理和平台化运营优势，以一站式服务能力构建较强竞争壁垒。公司持续拓宽下游应用领域，“线下+线上”相结合进一步拓宽客户覆盖面，持续加强客户粘性。公司作为国内 FA 零部件龙头有望在产业升级和工业自动化普及大趋势下迎来长期发展机遇。

风险提示：下游需求不及预期；行业竞争加剧；盈利能力下滑。

投资建议：

公司是国内 FA 零部件龙头，一站式服务能力构建较强竞争壁垒，长期受益产业升级和智能制造大趋势。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 6.91/9.27/11.93 亿元，对应 EPS 为 1.20/1.60/2.06 元，对应 PE 为 31/23/18 倍，维持“增持”评级。

证券分析师： 吴双（S0980519120001）、田丰（S0980522100005）

◆ 奕瑞科技(688301.SH) 财报点评:上半年收入同比增长 33%，加大研发投入积极拓展新核心部件

2023 年上半年营业收入同比增长 32.83%，扣非归母净利润同比增长 25.86%。公司 2023 年上半年实现营收 9.57 亿元，同比增长 32.83%；归母净利润 3.25 亿元，同比增长 17.43%；扣非归母净利润 3.46 亿元，同比增长 25.86%。单季度看，2023 年第二季度实现营收 5.17 亿元，同比增长 31.22%；归母净利润 1.88 亿元，同比增长 7.05%；扣非归母净利润 1.99 亿元，同比增长 22.04%。公司收入维持高增长，主要得益于探测器收入保持稳健增长，高压发生器及其他核心部件等新产品收入实现快速增长。

毛利率保持较高水平，公允价值变动损益和转债利息费用对利润端造成短期压力。公司上半年利润增速略慢于收入增速，主要系公司上半年因持有联影医疗和珠海冠宇股票、以及冠宇转债，产生公允价值变动损益-0.63 亿元，此外公司可转债产生利息费用 0.14 亿元，均对利润造成压力。盈利能力方面，2023 年上半年公司毛利率/净利率/扣非净利率分别为 58.25%/33.28%/36.14%，同比变动-0.28/-5.12/-2.00 pct，2023 年第一季度/第二季度毛利率分别为 57.04%/59.28%，相比 2022 年的 57.34%仍有提升。费用端，2023 年上半年销售/管理/研发/财务费用率为 4.20%/4.43%/12.49%/-2.33%，同比变动-0.78/-0.95/-2.14/+2.26 个 pct。

加大研发投入，推出多款高端探测器新产品，布局射线源形成解决方案能力。1) 研发投入方面：公司 2023 年上半年研发费用 1.20 亿元，同比增长 13.39%，新增发明专利授权 9 项，研发人员 440 人，占总人数的 37.7%，同比增长 31.34%，其中涉及新核心部件业务的研发人员超过 50 人。2) 高端新产品方面：公司完成首款超高速 TDI 探测器、微焦点射线源等产品的研发中试，以及 CT 探测器核心部件的开发及送样，医用高端闪烁陶瓷材料已进行送样。公司推出用于高端 DSA 的 CMOS 平板探测器、超大尺寸动态

探测器、新型线阵探测器等多款新产品，为公司未来发展提供充足成长动力。公司是全球领先的数字化 X 射线探测器供应商，基于平台型研发体系，掌握底层核心技术，不断拓展产品线及下游应用领域，以探测器起家并逐步拓展至高压发生器、组合式射线源、球管等新核心部件领域，有望成长为全球领先的数字化 X 线核心部件及综合解决方案供应商。

风险提示：行业竞争加剧；新业务拓展不及预期；技术被赶超风险。

投资建议：公司是国内数字化 X 射线探测器龙头，卡位上游核心零部件环节，掌握底层核心技术，快速拓展产品线及应用领域，在国产替代大趋势下成长空间广阔。我们维持盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润为 8.30/10.56/13.67 亿元，对应 PE 为 30/24/18 倍，维持“买入”评级。

证券分析师： 吴双（S0980519120001）、田丰（S0980522100005）

◆ 信测标准(300938.SZ) 财报点评:汽车及电子电气检测领先企业,23H1 归母净利润同比+45.80%

2023H1 营收/归母净利润同比+31.58%/+45.80%。公司 2023H1 实现营收 3.30 亿元，同比增长 31.58%；归母净利润 0.82 亿元，同比增长 45.80%；扣非归母净利润 0.74 亿元，同比增长 50.55%。单季度看，23Q1/Q2 公司实现营收 1.50/1.79 亿元，同比变动+30.69%/+32.34%；归母净利润 0.31/0.51 亿元，同比变动+40.69%/+49.17%；扣非归母净利润 0.29/0.45 亿元，同比变动+51.46%/+49.97%。

盈利能力稳中有升，现金流情况明显改善。盈利能力方面，2023H1 公司毛利率/净利率分别为 59.76%/26.96%，同比变动+0.91/+3.59 个 pct。公司盈利能力持续优化。期间费用方面，2023H1 销售/管理/财务/研发费用率分别为 15.74%/8.34%/-0.48%/7.77%，同比变动-1.48/-1.63/+0.51/-1.05 个 pct，整体期间费用率为 31.36%，同比变动-3.65 个 pct。现金流方面，公司经营性现金净额 0.82 亿元，同比增长 69.39%，现金流情况大幅改善。

主要业务收入高速增长，试验设备业务同比+60%。分业务看，2023H1 公司汽车领域检测/电子电气产品检测/试验设备收入分别为 1.30/0.81/0.76 亿元，同比+42.42%/+11.60%/+59.96%，毛利率分别为 73.46%/59.11%/45.92%，同比分别变动+1.27/-1.93/+3.33 个 pct。

IP0 项目达到预定可使用状态，产能释放有望增长提速。2023 年 7 月 1 日，公司 IP0 募投迁扩建华东检测基地项目、广州检测基地汽车材料与零部件检测平台建设项目已实施完毕并达到预定可使用状态，未来公司产能将显著提升。公司在电子电器领域与汽车领域具有较大的市场份额和较强的市场影响力，尤其是在汽车零部件及子系统功能可靠性测试领域，具有可持续的竞争优势和较高的市场地位，IP0 项目投产有望助力公司业绩持续高增。

风险提示：公信力受不利事件影响；下游需求不及预期；行业竞争加剧。

投资建议：公司是小而美的综合性检测公司，在汽车检测与电子电气检测具备领先优势，且拓展至食品/环境检测等领域，有望受益新建产能释放及新业务拓展加速成长。我们预计公司 23-25 年归母净利润为 1.57/2.12/2.74 亿元，对应 PE30/22/17 倍，维持“买入”评级。

证券分析师： 吴双（S0980519120001）、李雨轩（S0980521100001）

◆ 伊之密(300415.SZ) 财报点评:上半年业绩同比+4.73%，注塑机行业下行周期仍稳健增长

2023H1 营收/归母净利润同比+2.14%/+4.73%。公司 2023H1 实现营收 19.61 亿元，同比增长 2.14%；归母净利润 2.51 亿元，同比增长 4.73%；扣非归母净利润 2.42 亿元，同比增长 9.92%。公司在注塑机、压铸机行业相对疲软情况下通过推出新产品、改变销售策略、优化供应链管理等策略积极应对，整体仍保持了稳健增长。单季度看，23Q1/Q2 公司实现营收 8.55/11.07 亿元，同比变动-4.89%/+8.31%；归母净利润 0.90/1.61 亿元，同比变动-18.76%/+24.86%；扣非归母净利润 0.82/1.61 亿元，同比变动-18.78%/+34.02%。

盈利能力稳中有升，期间费用率整体稳定。盈利能力方面，2023H1 公司毛利率/净利率为 32.63%/13.25%，

同比变动+2.23/+0.50 个 pct。公司盈利能力稳中有升。期间费用方面，销售/管理/财务/研发费用率分别为 9.34%/4.56%/-0.51%/4.88%，同比变动+0.88/-0.01/-0.52/+0.61 个 pct，整体期间费用率为 18.27%，同比变动+0.96 个 pct。

主要业务保持增长，橡胶机业务同比+37%。分业务看，2023H1 公司注塑机/压铸机/橡胶机/高速包装系统与模具/机器人自动化系统收入分别为 14.69/3.08/0.79/0.39/0.21 亿元，同比+2.07%/+5.74%/+36.73%/-33.16%/+1.65%，注塑机/压铸机毛利率分别为 31.54%/34.36%，同比分别变动+1.22/+5.89 个 pct。行业疲软情况下公司不断提升运营效率，加大销售力度，投入研发推出新产品，增强自身行业竞争力，市场份额进一步提升，总体收入具有较强稳定性。23H1 原材料价格逐步下降，带动公司产品毛利率同比提升。

销售网络全球布局，服务体系不断完善。公司坚持全球化经营策略，持续加强销售网络布局。目前，公司已拥有超过 40 多个海外经销商，业务覆盖 70 多个国家和地区。海外业务收入占比近四分之一。截至 2023 年 8 月，伊之密美国俄亥俄生产工厂扩建正逐步推进，德国研发中心、越南技术服务中心相继落地。公司海外布局稳步推进，全球综合竞争力服务能力进一步提升。

风险提示：下游行业需求大幅下滑；行业竞争加剧；原材料价格上涨。

投资建议：公司是国内领先的模压成型设备供应商，自身阿尔法注塑机业务有望稳健增长，一体化成型压铸机已突破，压铸机将有更大弹性空间。考虑到伴随行业景气度修复、原材料成本回落、费用管控加强等公司经营有望改善，我们预计公司 2023-25 年归母净利润为 5.24/7.30/9.34 亿元，对应 PE 值 17/12/10 倍，维持“买入”评级。

证券分析师： 吴双（S0980519120001）、李雨轩（S0980521100001）

◆ 川仪股份(603100.SH) 财报点评:上半年收入同比增长 18%，石油化工与新能源业务快速增长

2023 年上半年收入同比增长 17.85%，归母净利润同比增长 39.02%。公司 2023 年上半年实现营收 35.94 亿元，同比增长 17.85%；归母净利润 3.53 亿元，同比增长 39.02%；扣非归母净利润 2.98 亿元，同比增长 26.79%。单季度看，2023 年第二季度实现营收 20.34 亿元，同比增长 19.10%；归母净利润 2.14 亿元，同比增长 46.65%；扣非归母净利润 1.74 亿元，同比增长 22.47%。上半年公司主力产品智能流量仪表、智能调节阀、智能压力变送器等收入同比增长 24.97%-65.24%，石油化工、装备制造、工程配套、新能源行业收入快速增长。盈利能力来看，2023 年上半年公司毛利率/净利率分别为 33.98%/9.87%，同比变动-0.99/+1.50 个 pct，盈利能力基本稳定。费用端来看，上半年销售/管理/研发/财务费用率为 12.69%/5.67%/7.02%/-0.25%，同比变动-0.40/-0.32/-0.48/-0.23 个 pct，费用管控良好。上半年公司经营性现金流净额 0.20 亿元，同比大幅提升，主要系加大资金管控力度，支付现金流出减少。

石油化工与新能源行业收入快速增长，下游多领域市场拓展成效显著。分业务板块来看：1) 工业自动化仪表及装置：2023 年上半年收入 32.04 亿元，同比增长 22.94%；毛利率 34.83%，同比降低 1.43 个 pct，主要系产品结构原因。一方面公司上半年石油化工行业收入同比增长 39.43%，继续巩固石油化工行业领先地位，大力开拓精细化工、化工新材料等细分市场，万华化学、三宁化工等重点客户的订单份额不断提升；另一方面，公司精耕细作冶金市场，积极承接攀钢、大冶有色、华飞镍钴、力勤资源等客户项目订单；此外，公司加快开发新能源等新兴市场，上半年新能源市场收入同比增长 169%，在新能源/硅材料市场订单分别同比增长 95%/224%，签订天齐锂业、广州天赐等系列订单，市场拓展成效显著。2) 复合材料：2023 年上半年收入 2.73 亿元，同比下滑 17.27%；毛利率 19.59%，同比减少 3.16 个 pct。收入下滑主要系消费电子行业需求承压影响；3) 电子器件：2023 年上半年收入 0.78 亿元，同比增长 1.48%。毛利率 38.24%，同比提升 2.00 个 pct。4) 进出口业务：2023 年上半年收入 0.18 亿元，同比下滑 0.16%。毛利率 16.18%，同比提升 3.59 个 pct。

风险提示：市场竞争加剧；下游需求不及预期；产能不及预期。

投资建议：公司是国内综合型工业自动化仪表龙头，下游行业广泛且景气度较好。公司在技术和产品竞争力处于国内领先地位，加快拓展新型领域以及提升中高端领域渗透率，未来有望实现长期稳健较快增长。我们维持盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润为 6.49/7.81/9.48 亿元，EPS 为 1.64/1.98/2.40

元，对应 PE 20/16/13 倍，维持“增持”评级。

证券分析师： 吴双（S0980519120001）、田丰（S0980522100005）

◆ 捷佳伟创(300724.SZ) 财报点评:2023H1 归母净利润同比+52.39%，多领域持续取得突破

2023 年上半年收入同比增长 52.39%，归母净利润同比增长 48.00%。公司 2023 年上半年实现营收 40.83 亿元，同比增长 52.39%；归母净利润 7.52 亿元，同比增长 48.00%。单季度来看，2023 年第二季度实现营收 21.52 亿元，同比增长 63.43%；归母净利润 4.15 亿元，同比增长 76.92%。2023 年上半年公司毛利率/净利率分别为 26.45%/18.41%，同比变动+0.98/-0.49 个 pct；2023 年第二季度毛利率/净利率分别为 29.75%/19.30%，同比变动+5.99/+1.53 个 pct，盈利能力稳中有升。费用端，2023H1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.76%/1.45%/5.29%/-2.58%，同比变动-0.33/-5.57/-0.02/1.61 个 pct。

在手订单高增支撑公司未来业绩增长。截止 2023 年 6 月 30 日，公司合同负债 118.33 亿元，同比增长 216.98%，环比增长 51.98%，合同负债大幅增长预示公司订单高增，支撑公司未来业绩快速增长。

拟发行可转债，加大钙钛矿设备布局。2023 年 7 月 3 日，公司公告向不特定对象发行可转换公司债券，本次发行募集资金总额不超过 9.61 亿元，其中 6.86 亿元拟用于在常州市建设“钙钛矿及钙钛矿叠层设备产业化项目”，主要建设内容包括生产场地建设、生产研发设备购置安装和软件购置等。项目建设周期拟定为 2.5 年，项目建成完全达产后可实现年产 160 台磁控溅射镀膜设备（PVD）、119 台反应式等离子镀膜设备（RPD）及 60 台真空蒸镀设备（MAR），提升公司钙钛矿及钙钛矿叠层电池核心设备生产能力和技术优势。

全面布局光伏技术，积极向半导体领域拓展。光伏领域，公司具备 TOPCon 整线交付能力，PE-POLY 市场份额不断提高，公司订单快速增长；HJT 方面，公司已中标全球头部光伏企业量产型 HJT 整线订单，公司板式 PECVD 的射频（RF）微晶 P 高速率高晶化率沉积工艺取得突破；钙钛矿方面，公司已具备钙钛矿及钙钛矿叠层 MW 级量产型整线装备供应能力，并向多家客户提供钙钛矿设备。半导体领域，公司拥有 4-12 吋槽式及单晶圆刻蚀清洗湿法工艺设备，能够满足第三代半导体、微机电、后端封装、集成电路 IDM 和晶圆代工厂所需的湿法工艺需求。成功研制出碳化硅高温热处理设备，已发往国内半导体 IDM 某头部企业。

风险提示：新增装机不及预期；TOPCon 扩产不及预期；新技术拓展不及预期。

投资建议：考虑 TOPCon 扩产加速，公司合同负债高增，我们上调 2023-25 年归母净利润至 16.74/27.68/38.33 亿元（前值为 15.26/21.40/28.56 亿元），对应 PE 18/11/8 倍，维持“买入”评级。

证券分析师： 吴双（S0980519120001）

联系人： 年亚颂

◆ 国茂股份(603915.SH) 财报点评:业绩略有承压，行业底部企稳有望复苏向上

23H1 收入同比下降 0.59%，归母净利润同比下降 4.99%。23H1 实现营收 13.39 亿元，同比下降 0.59%；归母净利润 1.71 亿元，同比下降 4.99%。单季度看，Q2 实现营收 7.13 亿元，同比下降 3.25%；归母净利润 0.91 亿元，同比下降 21.35%。在宏观经济低迷、减速机下游客户需求承压的背景下，公司整体经营保持稳健。公司 2023H1 毛利率/净利率分别为 26.48%/12.74%，同比变动+0.44/-0.56 个 pct，23H1 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.19%/3.87%/4.88%/-0.93%，同比变动+0.22/+0.01/-0.06/-0.43 个 pct。

减速机下游行业分布广泛，整体承压背景下公司保持稳健。1) 从下游行业看，光伏、海工、石油开采等行业较为景气；与房地产相关的建材、砂石骨料行业持续低迷。2) 从产品系列看，a、公司模块化减速机、工业齿轮箱产品在市场承压的环境下展现出韧性，市场份额稳步提升，发货额同比均有所增加；b、硬齿面减速机因与房地产行业市场需求的关联度较大，发货额同比下滑幅度较大；c、摆线针轮减速机受中小客户需求疲软的因素影响，发货额同比下滑较为明显；d、工程机械事业部受益于新产品、新业务的顺利拓展，其生产的各系列行星减速机发货总额同比快速增加，为公司带来新的业务增量；e、

重载事业部通过技术攻关及工艺改进，其生产的中大型非标类减速机以优异的品质在冶金、石油开采等行业不断取得新增订单，销售同比亦有较快增长；f、精密传动业务尚处于市场拓展前期阶段，报告期内出货量未有显著增长。

通用减速机主业稳步发展，增量业务持续拓展。1) 通用减速机业务：以降本增效为目的，以精益管理为手段，持续夯实经营质量。2) 捷诺传动业务：定位为通用减速机领域的高端品牌，上半年已顺利搬迁至 6.2 万平方米的新工厂，在机器人领域 ABB 联合开发的变位齿轮箱新品样机等，为未来机器人业务蓄能，在锂电、港机等领域业务实现突破。3) 工程机械传动业务：是公司由通用减速机向专用减速机领域延伸发展的重要举措，传统塔机领域公司份额持续提升，在海工领域针对性的新产品放量明显，截至目前已获得千万级的增量订单，同时针对欧式起重机开发的减速机新品目前已批量出货，在客户端逐步替换某外资品牌。4) 其他：工业齿轮箱业务以显著的价值优势，受到中联重科、罗斯（无锡）、河南矿机等知名客户认可，精密传动业务按计划完成场地搬迁，并顺利完成人员安置及新车间规整工作。

风险提示：宏观经济下滑风险；行业竞争加剧；原材料价格上涨。

投资建议：我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 4.84/6.05/7.48 亿元，对应 PE 为 24/19/15 倍，维持“买入”评级。

证券分析师： 吴双（S0980519120001）、王鼎（S0980520110003）

◆ 奥特维(688516.SH) 财报点评:2023H1 归母净利润同比+66.41%，多业务取得突破

2023 年上半年收入同比增长 66.41%，归母净利润同比增长 74.76%。公司 2023 年上半年实现营收 25.17 亿元，同比增长 66.41%；归母净利润 5.23 亿元，同比增长 74.76%。单季度来看，2023 年第二季度实现营收 14.78 亿元，同比增长 66.52%；归母净利润 3.01 亿元，同比增长 56.64%。2023 年上半年公司毛利率/净利率分别为 36.64%/20.46%，同比变动-2.44/+1.23 个 pct；2023 年第二季度毛利率/净利率分别为 36.67%/20.21%，同比变动-2.74%/-1.13 个 pct。费用端，2023 年上半年销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.35%/4.35%/5.16%/0.21%，同比变动-0.99/-2.13/-1.32/-1.22 个 pct。

新签订单高速增长，持续加大研发投入。订单方面，2023H1 公司新签订单 57.80 亿元（含税），同比增长 76.76%。截止 2023 年 6 月 30 日，公司在手订单 101.63 亿元（含税），同比增长 77.21%。单季度看，2023Q2 公司新签订单 31.60 亿元（含税），同比增长 72.68%，环比增长 20.61%。研发费用方面，2023 年上半年公司研发费用 1.30 亿元，同比增长 32.59%。

串焊机龙头，持续向平台化发展。1) 串焊机：公司是全球串焊机龙头，2023 年上半年，公司推出的 SMBB 逐步成为 TOPCon、HJT 的主流技术之一，市场份额持续提升，此外公司 OBB、IBC 设备在客户端验证效果良好，未来有望进一步放量；2) 单晶炉：公司单晶炉产品 2022 年开始量产出货，已获得天合光能、晶科能源、合盛硅业等客户的复购，市占率逐步提升。2023 年公司针对应用于 Topcon 的硅片因氧含量高所产生的同心圆等情况，研发出性价比较高的低氧单晶炉，已取得龙头客户的订单；3) 电池片设备：公司丝网印刷线在 2022 年推出市场后，已获得龙头客户的订单。此外，2023 年 8 月，公司公告拟以 2.70 亿元收购普乐新能源 100%股权，普乐新能源具备 LPCVD 等光伏电池真空镀膜设备的设计和工艺能力，此次收购进一步拓展公司在电池片领域设备；4) 半导体键合机：目前用于半导体封测的铝线键合机主要依赖进口，公司持续推动国产替代，目前已取得通富微电、华润安盛、中芯集成等企业的小批量订单；5) 锂电方面：公司应用于锂电池储能的模组/PACK 生产线公司已取得阿特斯、天合光能、晶科能源等客户的订单。

风险提示：光伏新增装机不及预期；行业竞争加剧；原材料价格波动风险。

投资建议：公司是光伏串焊机龙头，光伏领域拓展至硅片、电池片设备，同时向半导体、锂电领域拓展。2023 年上半年公司新增订单保持高增，我们预计公司 2023-25 年归母净利润为 11.61/16.25/21.07，对应 PE22/16/12 倍，维持“买入”评级。

证券分析师： 吴双（S0980519120001）

联系人： 年亚颂

◆ 保利发展(600048.SH) 财报点评:业绩回升,经营稳健

归母净利润同增 12.7%, 优于业绩快报。2023 上半年公司实现收入 1370 亿元, 同比增长 23.7%; 实现归母净利润 122 亿元, 同比增长 12.7%, 略好于此前公布的业绩快报。上半年公司毛利率下降 4.26pct 至 21.29%, 但由于结转规模提升和结转权益比提升, 公司归母净利润取得正增长。

销售稳增, 做优投资。2023 上半年公司实现销售面积 1383 万平方米, 同比增长 5.8%, 实现销售金额 2368 亿元, 同比增长 12.7%, 市场占有率提升 0.4pct 至 3.8%。公司始终聚焦核心城市, 重点 38 城的销售金额占比 87%, 同比提升 8pct; 25 个城市销售排名第一, 46 个城市排名前三。2023 上半年, 公司共获取 41 个项目, 总地价 709 亿元, 同比增长 17%; 容积率面积 385 万平方米, 同比下降 7%。在公司上半年拓展的项目中, 住宅业态占比 95%, 税前成本利润率平均超过 15%, 收益率良好, 投资确定性强。截至 2023 上半年末, 公司拥有总土储约 6900 万平方米, 可以满足公司未来三年的销售需求。

财务稳健, 负债结构优。截至 2023 上半年末, 公司净负债率 63.1%, 剔除应收账款后的资产负债率 65.3%, 现金短债比 1.38, “三道红线”指标处于绿档。公司融资成本优势明显, 综合融资成本约 3.73%, 较年初下降 19bp。公司债务期限结构合理, 一年内到期的债务占有息负债比重为 18.6%, 较年初下降 2.7pct; 银行贷款与直接融资比重为 86%。2023 上半年, 公司实现回笼金额 2273 亿元, 同比增长 13.9%, 回笼率 96%, 同比提升 1.1pct。

风险提示: 公司销售、结算进度不及预期, 结算项目利润率不及预期。

投资建议: 公司作为经营稳健的央企龙头, 业绩探底回升, 我们看好公司长期价值。预计 23-24 年公司归母净利润分别为 204/230 亿元, 对应 EPS 分别为 1.70/1.92 元, 对应 PE 分别为 8.7/7.7X, 维持“买入”评级。

证券分析师: 任鹤(S0980520040006)、王粤雷(S0980520030001)、王静(S0980522100002)

◆ 金地集团(600383.SH) 财报点评:业绩承压,坚持聚焦核心城市

2023 上半年业绩持续承压: 2023 上半年公司营业收入为 369 亿元, 同比+31%; 归母净利润 15 亿元, 同比-22%。公司整体毛利率为 16.4%, 较上年末下降 4.3pct; 归母净利率为 4.2%, 较上年末下降 0.9pct。除了毛利率下滑之外, 公司上半年投资收益同比减少也是业绩承压的原因之一。

销售有韧性, 投资审慎: 2023 上半年公司实现销售金额 858 亿元, 同比-15%; 销售面积为 471 万平方米, 同比+12%, 销售韧性较好。上半年公司继续以“量入为出”的原则进行投资, 并进一步加强了对一二线城市的投资布局, 连续在上海、杭州、南京、西安、东莞等城市获取了优质的土储资源, 新获取项目总投资额约 119 亿元, 新增总土地储备约 85 万平方米。截至 2023 上半年末, 公司拥有总土储 4878 万平方米, 权益土储 2194 万平方米, 其中一二线城市占比 73%, 较为充裕的土地储备确保了公司在投资节奏上能够保留一定的灵活性, 也为公司中长期的平稳发展打下基础。

负债规模和融资成本保持合理: 2023 上半年, 公司剔除预收账款后的资产负债率为 62.9%, 净负债率为 53.5%。截至 2023 上半年末, 公司持有货币资金 460.8 亿元。公司持续通过项目合作、拓宽融资渠道、保持良好的债务结构和资金状况来确保公司经营的安全稳定。公司始终将负债规模和融资成本保持在合理水平, 截至 2023 上半年末公司计息负债余额为 1096 亿元, 债务融资加权平均成本为 4.39%。

投资建议: 公司营收增长但利润承压, 随着下半年一二线主力产品持续推出和已售未结项目的持续竣工, 预计公司全年的销售和业绩将会保持韧性。预计公司 2023-2024 年归母净利分别为 60/62 亿元, 对应最新股本的 EPS 分别为 1.33/1.38 元, 对应最新股价的 PE 分别为 5.9/5.7 倍, 维持“买入”评级。

风险提示: 公司开发物业销售、结算不及预期, 行业基本面下行超预期, 政策支持不及预期。

证券分析师: 任鹤(S0980520040006)、王粤雷(S0980520030001)、王静(S0980522100002)

◆ 国联证券(601456.SH) 财报点评:增速优于同业,基金收购落地

国联证券发布 2023 年半年度报告。2023 年上半年, 公司实现营业收入 18.07 亿元, 增长 41.9%; 实现归母净利润 6.00 亿元, 同比增长 37.3%, 对应 EPS 0.21 元, 同比增长 40%; ROE 为 3.48%, 上升 0.85pct。

业绩上升的主要原因一是债券融资业务承销规模增长，投资银行业务手续费净收入增加；二是实现投资收入 9.62 亿元，增幅超六成，主要系处置衍生金融工具取得的收益增加。

自营投资走势向好，衍生品业务引领创新。2023 年上半年，公司实现投资业务收入 9.62 亿元，同比增长 68.47%。权益类投资收益跑赢沪深 300 指数；股权衍生品业务持续推进模式创新，场外衍生品业务有望受益于资格扩容。

经纪及财富业务稳中向好。2023 年上半年，公司实现经纪业务收入 2.61 亿元，同比下降 1.13%。2023 年上半年，公司客户总数 168.61 万户，同比增长 13.47%；金融产品销售规模 112.49 亿元，同比增长 14.95%。客户增长带动信用业务，上半年公司实现信用业务收入 0.88 亿元，同比增长 25.40%；信用账户开户总数 2.62 万户，同比增长 6.20%。两融余额 103.41 亿元，同比增长 9.57%；业务规模市占率 6.51%，同比增长 10.60%，呈现良好增长态势。基金投顾业务签约总户数 28.18 万户，对应 AUM 约 70 亿元，整体稳定。

投行业务保持前行。2023 年上半年，公司实现投行业务收入 2.81 亿元，同比增长 14.92%。华英证券完成 IPO 项目 2 单，承销金额 14.71 亿元，IPO 保荐家数首次位列行业第 18 名；完成再融资项目 2 单，承销金额 15.88 亿元，合计承销金额 30.59 亿元，同比增长 194.70%。此外，另有已过会项目 3 单，申报在审项目 5 单，辅导项目 11 单，股权业务实现良性循环。

收购国联基金 75.5%的股权，开启公募业务新征程。2023 年上半年，公司实现资管业务收入 0.84 亿元，同比增长 11.80%。2023 年上半年，公司资产管理业务受托资金规模 1,114.33 亿元，同比增长 7.18%。公司完成收购国联基金 75.5%股权实现绝对控股，有助于启动公募资管业务。

风险提示：盈利预测偏差较大的风险；权益市场大幅波动风险；市场竞争加剧的风险；创新推进不及预期等。

投资建议：基于资本市场的波动，对公司未来三年的盈利预测分别下调 2.25%/9.31%/16.11%，预计 2023-2025 年公司净利润分别为 10.35 亿元、12.63 亿元、14.92 亿元，同比增长 34.9%/22.0%/18.1%，当前股价对应的 PE 为 30.3/24.8/21.0x，PB 为 1.8/1.7/1.6x。展望下半年，随着市场改革持续，公司各项业务优势有望延续，同时，公司有望在公募业务的加持下实现综合实力和 ROE 的持续提升。我们对公司维持“买入”评级。

证券分析师： 孔祥（S0980523060004）、陈莉（S0980522080004）

◆ 新华保险(601336.SH) 财报点评:人均产能翻倍，聚焦长期转型

持续践行“一体两翼，科技赋能”发展战略。新华保险自 2019 年以来推行“1+2+1”战略，即坚实寿险主业，辅以财富管理、康养产业和科技赋能的转型策略。受新会计准则调整的影响，2023 年上半年公司实现营业收入 489 亿元，同比下降 4.7%；归母净利润 99.8 亿元，同比上升 8.6%，增速高于同业平均水平；内含价值 2664.7 亿元，较年初上升 4.3%；包含储蓄型保险在内的传统型保险总保费收入 613 亿元，同比增长 81.3%。

个险聚焦产品长期化转型，人均产能翻倍。作为公司主要的价值来源，个险渠道坚持以人力转型为核心，叠加产品结构的持续优化，推动渠道长期稳定发展。上半年个险渠道总保费收入 692 亿元，同比下降 0.5%；长期险首年期交保费 79.4 亿元，同比提升 6.6%，二季度长期险首年期交保费较去年高增 99.7%至 40.4 亿元；代理人规模 17.1 万人，已基本实现筑底；月人均产能达 8013 元，实现 111.0%的增速，改革成果初见成效；渠道上半年新业务价值 19.9 亿元，同比下降 5.2%，预计二季度开始新业务价值增速已有所改善。公司将加大代理人渠道的投入，实现代理人的优增优育，建设绩优团队。

银保 NBV 价值贡献显著提升。银保渠道持续推动业务向期交化及长期化转型，上半年实现保费收入 368 亿元，同比上升 18.1%；其中，长期险首年期交保费 95 亿元，同比上升 100.0%，占渠道总长期险首年保费的；上半年渠道新业务价值 7 亿元，同比提高 202.6%，成为拉升上半年公司整体新业务价值增速的主力。下半年公司将进一步通过丰富产品体系、提升综合产能、完善渠道经营和优化投产效益等方面实现银保的长期化价值转型。

资管受托第三方规模扩张，投资收益承压。公司资管实力不断提升，2023 年上半年公司受托第三方资产

管理规模突破 6240 亿元，较去年同期提高 45%，组合类保险资管产品规模达 5804 亿元，同比上涨 52.5%。受金融投资利息、股息和分红收入不及预期和投资资产买卖价差等因素的影响，公司上半年分别实现总投资收益率和净投资收益率 3.7% 和 3.4%，同比下降 1.2pt 和 0.5pt。其中，非标类资产占比下降至 14.6%，主要投资领域分布在大型非银金融、基础设计建设、商业地产项目、央企、一二线城市核心国企等，整体风险可控。

投资建议：未来公司将继续坚持代理人团队绩优转型及渠道稳健长期发展的战略，结合服务国家战略，实现稳中有升的竞争格局。我们预计 2023 至 2025 年新华 EPS 为 4.68/6.97/8.63 元，P/EV 为 0.68/0.62/0.0.57 倍，维持“增持”评级。

风险提示：公司改革成效不及预期；权益市场的持续波动；利率中枢下行等。

证券分析师：孔祥（S0980523060004）

◆ 中信证券(600030.SH) 财报点评:增速下滑，杠杆提升有空间

中信证券发布 2023 年半年度报告。2023 年上半年，公司实现营业收入 315.00 亿元，同比下降 9.70%；实现归母净利润 113.06 亿元，同比增长 0.98%；EPS 为 0.75 元，同比下降 1.32%；ROE 为 4.27%，同比下降 0.37pct。业绩下滑主因市场波动下资管与财富代销业务下滑，同时公司资产处置等非经常性损益、期货子公司并表贸易收入下滑。证监会近期表示优化证券公司风控指标计算标准，提升资本运用效率，公司将受益。

持续扩表中，投资收入增长两成。2023 年上半年，公司实现投资业务收入 115.39 亿元，同比增长 21.95%。公司股票自营业务坚持去敞口化，加大非方向性投资布局。公司自营规模为 6593.99 亿元，同比增长 8.02%，其中交易性金融资产为 5880.49 亿元，同比增长 5.76%；其他债权投资为 711.92 亿元，同比增长 5.76%。

投行业务逆势上行。2023 年上半年，公司实现投行业务收入 38.24 亿元，同比增长 10.74%。境内股权融资方面，2023 年上半年公司完成 A 股主承销项目 66 单，主承销规模人民币 1,588.42 亿元（现金类及资产类），同比下降 3.71%，市场份额 23.97%，排名市场第一。当前 IPO 储备项目 217 个，其中已审核通过 41 个，已受理 31 个，后续投行业务仍有较高韧性。

国内经纪下滑，夯实财富，拓展海外。2023 年上半年，公司实现经纪业务收入 52.90 亿元，同比下降 10.14%。境内创新财富管理服务模式，为客户提供涵盖“人-家-企-社”全生命周期综合金融解决方案。客户数量累计超 1,350 万户；托管客户资产规模保持人民币 10 万亿级，同比增长 7%。境外推出新加坡财富管理平台，伴随客户规模增加，海外财富收入同比增长 178%。

第一大股东变更为中信金控，协同优势持续凸显。公司原第一大股东中信有限和一致行动人中信股份，向中信金控无偿划转其持有股份。中信系协同效应提升，后续有望持续围绕“一个中信、一个客户”，发力多条线协同能力。

风险提示：盈利预测偏差较大的风险；权益市场大幅波动风险；市场竞争加剧的风险；创新推进不及预期等。

投资建议：基于资本市场的波动，对公司未来三年的盈利预测分别下调 11.9%/15.4%/20.8%，预计 2023-2025 年公司净利润分别为 231.89 亿元、260.10 亿元、279.80 亿元，同比增长 4.6%/12.2%/7.6%，当前股价对应的 PE 为 15.5/13.9/12.9x，PB 为 1.3/1.2/1.1x。展望下半年，随着市场改革持续，市场活跃度改善，龙头券商在资本实力、客户资源、风险定价能力等方面协同优势明显，ROE 水平行业持续领先，我们对公司维持“买入”评级。

证券分析师：孔祥（S0980523060004）、陈莉（S0980522080004）

◆ 招商证券(600999.SH) 财报点评:业绩符合预期，双轮驱动见成效

招商证券发布 2023 年上半年报告。2023 年上半年公司实现营业收入 107.94 亿元，同比上涨 1.63%；实现归母净利润 47.27 亿元，同比上涨 10.14%。2023 年上半年加权平均净资产收益率为 4.33%，同比上涨 0.34pct。基本每股收益为 0.51 元/股，同比上涨 10.87%。业绩上涨的主因在于公司推进转型变革成效

显现，赋能财富管理转型与机构业务发展、数字化转型等取得明显进展。

“机构业务+财富管理”带动市场份额持续提升。财富管理方面，2023年上半年，公司托管客户资产规模达3.80万亿元；股基交易量市场份额提至5.24%，创历史新高；股票+混合与非货币市场公募基金保有规模分别为726、800亿元，券业排名前五。机构业务方面，托管外包规模达3.56万亿元，较2022年末增长2.77%；私募基金产品托管数量市场份额自开展业务以来持续排名行业第一。预计下半年，随着互联网导流新规落地，公司经纪业务与财富产品份额有望保持上升态势。

发展中性投资策略，自营稳健增长。2023年上半年，公司实现投资收益和公允价值变动收益46.88亿元，同比增长19.70%。截至2023年6月末，公司金融资产规模3334.25亿元，同比上涨5.76%。后续有望持续扩大衍生品等代客属性业务，实现传统自营投资与机构业务互动。

投行业务持续承压。2023年上半年，公司投行业务收入4.47亿元，同比下跌44.3%。股权融资方面，在IPO审核持续趋严的情况下，市场股票融资总规模下降。公司受到IPO高撤回率与储备项目下降的影响，公司股权主承销数量与规模行业排名均下滑至第14，IPO储备项目排名第10。

招商资管获批公募基金管理资格，持续发展公募产品线。上半年，公司资管业务净收入3.72亿元，同比下降13.23%；公司资管总资产管理规模2,720.12亿元，较2022年末下降14.23%。2023年，招商资管成为第13家获批公募资格的券商资管，公司有望持续发挥机构业务优势，全面布局公募产品线。

投资建议：基于公司佣金率下调、私募监管政策新规等对公司业务的短期冲击，我们下调2023-2025年公司净利润分别为101.3亿元、115.02亿元、135.55亿元，同比增长25.4%/13.5%/17.9%，当前股价对应的PE为12.6/11.1/9.4x，PB为1.0/1.0/0.9x。在市场活跃度改善的情况下，公司核心业务优势继续保持，展现出良好的发展韧性，对公司维持“增持”评级。

风险提示：估值的风险；盈利预测偏差较大的风险；二级市场大幅波动风险；证券业务面临监管政策变动风险；资本市场全面深化基础性制度改革推进不及预期的风险。

证券分析师： 孔祥（S0980523060004）、林珊珊（S0980518070001）

◆ 东方证券(600958.SH) 财报点评:二季度增速收敛，机构业务增长强劲

东方证券发布2023年半年度报告。2023年上半年，公司实现营业收入86.95亿元，同比增长19.18%；实现归母净利润19.01亿元，同比增长193.72%；基本每股收益为0.21元，同比增两倍；ROE为2.44%，同比上升1.58pct。

自营业绩靓丽，机构优势提升。2023年上半年，公司实现投资业务收入15.19亿元，同比增长270.19%，但自营业绩主要体现在一季度权益市场反转。机构业务保持扩张，上半年公司银行间现券交易量同比增长28.7%，交易所债券交易量同比增长81.9%，利率互换交易量同比增长71.8%；场外期权交易规模达到737.58亿元，同比增七成；收益互换交易规模接近200亿元。

经纪业务同比下滑，基金投顾发力。2023年上半年，受交易量下行影响，公司实现经纪业务收入14.68亿元，同比下降5.73%。同期证券经纪业务收入市占率1.66%，行业排名第20名；基金投顾业务推出了“悦”系列和“钉”系列两个产品体系，存续服务客户14.7万人，累计服务客户19.6万人，客户留存率达75%，复投率达73%，逐步提升客户获得感以实现长期财富陪伴。

投行项目过会实现大满贯。2023年上半年，公司实现投行业务收入7.34亿元，同比下降14.56%。2023年上半年，东方投行IPO项目2家，主承销规模29.07亿元；再融资项目3家，主承销金额28.18亿元；协助6家企业通过上市审核委员会审议，过会率达100%，其中包括3家IPO和3家可转债。

资管板块推动国际化进程。2023年上半年，公司实现资管业务收入11.43亿元，同比下降18.02%，同期东证资管管理规模2,632.92亿元，其中公募基金管理规模近2000亿元，主动优势明显。联营企业汇添富基金国际化战略推进，其中在美子公司开业，新加坡子公司获证监会批准。

风险提示：盈利预测偏差较大的风险；权益市场大幅波动风险；市场竞争加剧的风险；创新推进不及预期等。

投资建议：基于资本市场的波动，对公司未来三年的盈利预测分别下调22.2%/15.2%/9.4%，预计2023-2025年公司净利润分别为43.78亿元、53.94亿元、63.55亿元，同比增长45.4%/23.2%/17.8%，

当前股价对应的 PE 为 20.1/16.3/13.8x, PB 为 1.1/1.0/1.0x。展望下半年,随着市场改革持续,公司各项业务优势有望延续,公司综合实力和 ROE 将持续提升。我们对公司维持“买入”评级。

证券分析师: 孔祥(S0980523060004)、陈莉(S0980522080004)

◆ 华泰证券(601688.SH) 财报点评:科技赋能财富,经纪份额领先

华泰证券公布 2023 年上半年报告。2023 年上半年,公司实现营业收入 183.69 亿元,同比提升 13.63%;实现归母净利润 65.56 亿元,同比提升 21.94%;扣除非经常性损益后的净利润为 70.17 亿元,同比提升 32%,对应 EPS0.70 元,同比增长 20.69%;ROE 为 4.23%,同比增加 0.54pct。业绩上涨主要因机构与国际业务,投资收益持续增长。公司有望持续围绕数字化、平台化、生态化理念,探索“AI 智能提升”、“科技赋能平台”等业务赋能机会,后续科技赋能零售尤其是财富管理空间进一步扩大。

经纪份额稳居第一,科技赋能财富管理。上半年,受交易量下滑影响,经纪业务收入同比下降 11.27%;同时公司股基交易量 19.59 万亿元,市场份额达 12%,持续居行业第一。公司持续优化财富管理平台,持续升级理财及交易服务体系,提升客户粘性。截至 6 月底“涨乐财富通”累计注册下载量逾 7,200 万,平均月活数为 885.23 万,居证券公司类 APP 第一;客户账户总资产规模达 5.19 万亿元;“股票+混合”与非货币市场公募基金保有规模分别为 1297、1517 亿元,仅次于中信排券业第二,基金投顾业务有望持续发力。

权益项目储备丰富,后续并购业务将体现弹性。2023 上半年,在 IPO 审核持续趋严的情况下,市场股票融资总规模下降,同期公司实现投行业务收入 16.1 亿元,同比下降 4.77%。公司上半年股权承销金额 724.28 亿元,同比增长 65.54%;债券承销金额 5649.02 亿元,同比增长 12.64%,公司股权承销规模持续增长。当前公司 IPO 储备项目为 84 单,排名行业第五。

加大债券配置,投资收益稳健。上半年公司积极推进 FICC 量化交易战略转型,加大债券配置,投资规模和收益率增长驱动投资收入大幅提升,公司实现投资业务收入(含公允价值变动)58.18 亿元,同比增长五成。

夯实资管业务,海外业务发力。上半年资管业务实现净收入 20.85 亿元,同比提升 24.9%;AUM 达 4570 亿元,比 2022 年末下降 4.71%。境外方面上半年公司国际业务收入达 38.75 亿元,同比增长 1.54%。截至 2023 年第一季度末,AssetMark 在美国 TAMP 行业中的市场占有率为 11.9%,排名第二。

风险提示:盈利预测偏差较大的风险;二级市场大幅波动风险;资产管理业务面临监管政策变动风险;资本市场全面深化基础性制度改革推进不及预期的风险;投资收益的大幅波动风险;境外监管风险。

投资建议:我们预测 2023-2025 年公司净利润分别为 131.7 元、151.2 亿元、179.9 亿元,同比增长 15.9%/14.8%/19.0%,当前股价对应的 PE 为 11.7/10.2/8.6x, PB 为 0.9/0.8/0.8x。在三方导流政策重启背景下,公司将凸显互联网优势和产品优势,对公司维持“买入”评级。

证券分析师: 孔祥(S0980523060004)、林珊珊(S0980518070001)

◆ 森马服饰(002563.SZ) 财报点评:上半年收入同比减少 1%,库存同比下降 17%

上半年折扣率改善带动毛利率提升。森马旗下拥有以森马品牌为代表的成人休闲服饰和以巴拉巴拉品牌为代表的儿童服饰。2023 上半年公司收入同比-1.4%至 55.6 亿元;归母净利润同比+393.94%至 5.2 亿元。通过全域零售、控制折扣,毛利率同比提升 3.5 个百分点,其中主要品类和主要渠道的毛利率均有提升。费用率明显改善,总费用率降低 3.9 个百分点。

库存明显下降,盈利质量较高。资产减值损失较去年同期改善,占收入比例从 5.1%下降至 2.4%,主要受益于本期库存减少;存货周转效率提升,存货周转天数同比减少 12 天至 205 天。盈利质量高,净利率同比提升 7.4 个百分点;经营性现金流较去年同期改善,净现比维持在较高水平。

二季度收入增长转正,毛利率净利率大幅提升。在去年低基数下,二季度公司收入同比+9.7%至 25.6 亿元,归母净利润同比+295.8%至 2.0 亿元。一方面受益于全域零售策略下经营效率优化,以及折扣率持续改善;另一方面受正向经营杠杆驱动,毛利率同比提升 6.0 个百分点,整体费用率大幅改善,进而带动

净利率提升 13.0 百分点。

分品类：儿童服饰表现更优。受益于巴拉巴拉作为童装龙头的强品牌力，以及公司获得 Asics Kids 和 PUMA KIDS 授权，儿童运动赛道景气度高，公司儿童服饰收入同比+6.3%至 38.2 亿元，毛利率提升 4.3 百分点；休闲服饰收入同比-15.1%至 16.8 亿元，毛利率提升 1.5 百分点。

分渠道：直营渠道表现亮眼。上半年直营及加盟渠道收入分别同比+22.0%和 7.4%；线上及联营渠道收入分别同比-6.4%和-65.6%。除联营渠道外，其他三大渠道毛利率均有 3.4~4.5 百分点提升。预计下半年随秋冬库存去化，年底库存结构将进一步改善，明年毛利率有望持续提升。

风险提示：品牌形象受损；存货大幅减值；市场竞争加剧。

投资建议：看好短期库存改善后的业绩弹性，中长期有望保持稳健增长。公司休闲装稳健发展，童装赛道景气，二季度终端零售趋势向好、去库存进展顺利，随着库存去化、新品推出，下半年业绩有望得到较大改善。考虑到在全域零售及折扣率改善推动下，毛利率提升明显，我们上调盈利预测，预计公司 2023-2025 年净利润分别为 10.3/12.8/14.5 亿元（前值为 9.3/11.5/13.4 亿元），同比增长 62.0%/24.3%/12.7%。基于盈利预测上调，对应上调合理估值区间至 6.7-7.1 元，对应 2024 年 PE 14-15x，维持“增持”评级。

证券分析师： 丁诗洁（S0980520040004）、刘佳琪（S0980523070003）

联系人： 关竣尹

◆ 申洲国际(02313.HK) 财报点评:上半年收入减少 15%，毛利率受产能利用率影响较大

上半年收入减少 15%，现金流充沛。上半年公司收入下滑 15%至 116 亿元，其中销量下降 19%，人民币单价提升 5%，美金单价下跌 1%，体现了市场需求疲软和品牌客户去库存影响。毛利率微幅下降至 22.4%，主要由于产能利用率不足及新工厂处于爬坡期。剔除政府补贴和汇兑影响的净利润比去年同期增加 1.3 亿元，由于费用控制和利率上升利息收入增加。净利率同比提升 1 百分点至 18.4%，净利润下降 10%至 21.3 亿元。

上半年公司有效税率下降至 9.4%，主要由于国内子公司所得税率高于海外子公司，而上半年国内工厂产能利用率比海外工厂较低，利润贡献减少。上半年经营性现金流净额 27 亿元，净现比大于 1；目前公司账面有 98 亿元自由现金，比去年底增加 16 亿元。上半年派息率小幅提升至 62%。

日本和中国销售占比提升，欧美客户压力较大。分品类，休闲和内衣品类均有正增长，休闲增长 10%，而运动品类下降 20%；分客户，来自耐克、阿迪、PUMA 的收入下滑幅度在 20%-30%，优衣库增长 5%，其他客户持平；分地区，中国和日本销售占比均有提升，欧盟和美国销售平均下降 30%左右。增长结构变化反映上半年欧美运动品牌订单压力较大，日本及中国市场相对较好。

下半年预期订单回暖改善产能利用率，新客户、新面料为未来增长蓄力

需求端：1. 核心品牌客户库存持续改善，目前看压力最大时候已过，订单逐步回升，预计三季度降幅收窄，四季度实现双位数增长；2. 开拓梭织和经编新面料，同时加大国内运动品牌、LULU 等高成长品牌合作拉动订单增长。

供给端：1. 棉价回落至低位，内外棉价差转正，成本端负面影响明显减少；2. 今年资本开支放缓，同时柬埔寨和越南新工厂产能爬坡带来效益提升；3. 中长期看海外产能扩张、国内效率爬坡，未来海外比重进一步提升至 65%。

风险提示：原材料价格波动；汇率波动；贸易政策风险；系统性风险。

投资建议：看好产能利用率回升后的盈利弹性，需求拓展和海外产能扩张打开成长空间。公司订单拐点已现，下半年至明年产能利用率恢复将带来较大利润弹性。从中长期看，海外产能持续扩张、新客户和新品类将带来业绩增量。考虑到品牌去库存影响较大，下调盈利预测，预计公司 2023~2025 年净利润分别为 46/55/66 亿元（原 48/63/73 亿元），同比增长 1.5%/19.4%/19.1%，我们看好公司盈利质量和未来增长空间，维持公司合理估值区间 91.9-99.9 港元，估值对应 2024 年 PE 22x-24x，维持“买入”评级。

证券分析师： 丁诗洁（S0980520040004）

联系人： 关竣尹

◆ 牧高笛(603908.SH) 财报点评:上半年收入基本持平，自主品牌业务增长 24%

上半年收入基本持平，自有品牌占比提升致销售费用率增长。公司主营业务包括户外产品的自主品牌业务与 OEM/ODM 业务两大板块。上半年收入同比-0.8%至 8.6 亿元，主要受到自有品牌业务，尤其是大牧品牌装备业务带动；自主品牌收入占比较去年同期提升。毛利率同比提升 1.1 个百分点，主要系外销业务受汇率波动影响；销售费用率同比提升 3.2 个百分点，主要因自主品牌业务占比提升、营销投入加大；归母净利润同比-14.3%至 0.97 亿元。

二季度收入下滑，净利润降幅收窄。二季度收入同比-4.3%至 5.2 亿元，主要因自主品牌去年同期基数高，收入增速较一季度放缓；代工业务持续下滑，但下滑幅度已较一季度收窄。毛利率受益于汇率波动同比提升 1.3 百分点；销售费用率延续上升趋势；归母净利润同比-10.8%至 0.7 亿元。经营性现金流同环比均有所改善，同比+62.7%至 2.3 亿元。

自主品牌业务：随着国内露营市场回归理性、增速放缓，公司自有品牌收入仍实现稳健增长。主要基于公司把握行业从精致露营到多样化应用场景的变化，制定了扩品类、扩人群、扩渠道、扩产品的发展战略，在新品类、新渠道的带动下，自主品牌收入同比+23.6%至 4.3 亿元，预计未来仍有望保持较快的增速。毛利率和产品单价有所下降，一方面由于市场竞争加剧、价格竞争激烈，另一方面由于品类拓展、价格带拓宽、入门级产品占比提升。

OEM/ODM 业务：代工业务以海外客户为主，受海外市场环境较差影响，收入同比下滑 16.5%至 4.3 亿元。我们预计下半年海外市场环境仍不容乐观，公司有望通过新客户拓展，以及新品开发一定程度上抵御海外市场下滑。毛利率有所提升，主要受汇率波动影响；剔除外汇影响毛利率较为稳定。

风险提示：品牌形象受损；海外市场波动；市场竞争加剧。

投资建议：看好公司自主品牌长期成长空间。上半年公司面临海外市场环境差、通胀压力大、出口疲软，以及国内露营市场增速放缓的双重压力，但在公司积极把握行业趋势，通过自主品牌扩品类、扩渠道，实现了自主品牌的快速增长和公司整体较为稳健的业绩。我们预计下半年海外市场仍存在较大压力，国内市场较为乐观，公司自主品牌仍处于快速成长期，我们看好公司自主品牌下半年以及未来长期成长空间。考虑到自主品牌业务长期成长性较高，我们上调 2024-2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年净利润为 1.4/1.9/2.3 亿元（2024-2025 前值为 1.6/1.9 亿元），同比+2.1%/33.1%/ 20.4%。维持“增持”评级和 46.5-49.0 元的合理估值区间，对应 2024 年 16-17xPE。

证券分析师： 丁诗洁（S0980520040004）、刘佳琪（S0980523070003）

联系人： 关竣尹

◆ 零跑汽车(09863.HK) 海外公司深度报告:聚焦高性价比市场，核心技术全域自研

管理团队研发背景深厚，核心技术重自研。零跑汽车于 2015 年成立，联合创始人朱江明和傅利泉（持股比例分别为 8.10%/7.98%，两人为大华股份的共同创始人）。朱江明在电子及人工智能领域拥有近 30 年的研发从业经验。零跑汽车依托于大华股份在视觉图像算法与电子制造领域的积累，自主研发智能电动汽车核心软硬件，已推出 Leapmotor Power 电驱动系统、Leapmotor OS 智能座舱系统、Leapmotor Pilot 智能驾驶算法，并陆续发布落地了 CTC 电池底盘一体化技术、四叶草中央集成式电子电气架构等。

聚焦高性价比市场，中高端车型销量占比显著提升。零跑在售车型主要包括 T03（微型车，5.99-9.95 万元）、C01（C 级轿车，14.98-28.68 万元）、C11（B 级 SUV，14.98-23.98 万元）。零跑汽车于 2023 年 7 月的销量为 14335 台，平均售价超过 15 万元的 C 平台车型的销量占比已经达到 85%。根据我们的测算，零跑汽车主打的 10-25 万元之间的高性价比市场，是新能源汽车内部销量占比最高的细分市场，销量占比大约为 60%。零跑汽车未来计划以每年 1-3 款车型的速度，于 2025 年底前推出 7 款全新车型，进一步扩大在高性价比市场的份额。2023 年 1-7 月，公司累计销量为 6 万辆，我们预计公司全年销量为 15 万辆，同比增长 38%。

收入规模增速较快，盈利能力持续改善。2023 上半年，零跑汽车总交付量为 44,502 辆，营业总收入为

58.69 亿元，同比增长 15.47%，单车营业收入为 13.18 万元；净利润为-22.76 亿元，上一年同期为-24.44 亿元；毛利率和净利率分别为-5.88%/-38.78%，相较于上一年同期分别增长了 20/9 个百分点。随着交付规模的大幅增长，公司的盈利能力不断改善，负毛利率逼近转正，负净利率的规模明显收窄。2023 年一季度，由于公司正处于车型过度叠加行业淡季，单季度销量与收入同环比下滑，二季度新车型导入完成促进销量回升，财务环比向好。我们预计 2023 全年的毛利率/净利率有望做到-4%/-30%。

行业变革期，优质的技术有更多机会被市场充分认可。2023 年 7 月，零跑汽车在四叶草架构发布会上确认，已经有两家车企与零跑签署了电子电气架构授权的 MOU 谅解备忘录，一个下车体级别的技术授权与一个整车级别的技术授权，迈出了技术资产变现的第一步。

风险提示：行业竞争激烈，导致车型价格下降、毛利下滑的风险；新能源汽车行业增速放缓的风险；宏观经济承压导致居民购买力削弱的风险。

盈利预测与估值：我们预计 2023/2024/2025 年，公司的销售收入为 220/450/720 亿元，对应 PS 为 1.8/0.9/0.6 倍，净利润分别为-50/-46/11 亿元。首次覆盖，给予“买入”评级。

证券分析师： 唐旭霞（S0980519080002）、余晓飞（S0980523060001）

◆ 伯特利(603596.SH) 财报点评:智能电控销量同比增长 78%，2023 年第二季度毛利率环比提升

2023 年上半年归母净利润同比增长 46%。2023 年上半年伯特利实现营收 30.94 亿元，同比+46%；归母净利润 3.56 亿元，同比 27%。单季度看，2023 年第二季度公司实现营业收入 15.94 亿元，同比+45%，环比+6%；实现归母净利润 1.84 亿元，同比+29%，环比+6%。分产品看，公司 23 年上半年智能电控产品销量 151 万套（+78%），盘式制动器销量 122 万套（+31%），轻量化制动零部件销量 380 万套（+16%），机械转向产品销量 109 万套。

23Q2 毛利率环比提升 1.25pct。23Q2 公司销售毛利率为 22.75%，同比+0.95pct，环比+1.25pct。销售/管理/研发费用率分别 1.13%/3.07%/6.27%，同比分别 -0.05/+0.25/-2.18pct，环比分别 +0.13/+0.47/+0.07pct，公司研发费用同比提升 7%，研发费用率显著下降，主要得益于主要产品销售收入大幅增长。23Q2 公司归母扣非净利率为 10.53%，同比+1.17pct，环比持平。23 年上半年公司在研项目 409 项，定点项目 145 项，量产项目 96 项，随新品研发的稳步推进及量产，公司业绩有望持续上行。

在手订单充足，持续投产产能。23 上半年公司盘式制动器/轻量化 / EPB / ESC / WCBS / EPS / ADAS / 机械转向产品分别新增 47/21/22/3/30/6/5/7 个定点；公司持续提升产能，截至 2023 年 6 月，新增年产 20 万套固定式卡钳生产线开始建设；第四、五条线控制动产线于今年上半年投产，第六条线控制动产线、新增 30 万套 EPS 产线、30 万套 EPS-ECU 产线将于下半年开始建设；国内轻量化生产基地正在进行三期项目建设，主要满足汽车副车架、空心控制臂等轻量化产品生产。配合北美客户需求，墨西哥新增年产 50 万套电子驻车制动系统（EPB）卡钳生产线开始筹建；墨西哥年产 400 万件轻量化零部件建设项目产线将于今年 9 月投产；今年 6 月，公司提出向全资子公司芜湖伯特利墨西哥公司借款、增资暨投资 1.65 亿美元建设年产 550 万件铸铝转向节、170 万件控制臂/副车架、100 万件电子驻车制动钳（EPB）、100 万件前制动钳等产品产能，项目建设地点位于墨西哥。

风险提示：终端需求不及预期；产品技术研发不及预期。

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。公司是国产制动系统龙头企业，考虑今年行业竞争加剧，部分车企销量承压，我们略微下调公司盈利预测，预计伯特利 23/24/25 年归母净利润为 8.6/12.0/16.1 亿元（原 23/24/25 年预计 9.7/13.3/16.7 亿元），对应 PE 为 37/27/20 倍，维持“买入”评级。

证券分析师： 唐旭霞（S0980519080002）

◆ 拼多多(PDD.O) 海外公司财报点评:收入利润表现亮眼，主站收费能力不断提升

营收：2023Q2 公司营业收入 523 亿元，同比增长 66%，其中广告营销收入 379 亿元，yoy +51%；支付通道收入 143 亿元，yoy +131%，主要由多多主站和 TEMU 快速增长拉动。分拆看，广告收入主要为站广

告收入，据我们测算，Q2 公司主站 GMV 增速约 35%，广告增速超 GMV 增速体现主站变现能力不断加强，受外部竞争影响有限，多多 Q2 收入增速显著超越国内其他电商平台，阿里 2023Q2 电商业务 CMR yoy +10%，京东零售收入 yoy +5%，唯品会收入 yoy +14%，除了受益于消费降级趋势外，也与平台的高质量发展战略初见成效有关；支付通道收入包含主站、多多买菜与 TEMU 收入，我们认为支付通道收入的快速增长主要由 TEMU 拉动，据测算，TEMU Q2 GMV 近 30 亿美元，按 30%计入收入，贡献约 65 亿人民币收入。

利润：本季度公司 non-GAAP 净利润 153 亿元，yoy+42%，non-GAAP 净利率 29%，净利率同比下降 5pct，我们认为净利率下滑主要原因是 TEMU 亏损以及主站加大营销投入。2023Q2 公司毛利率 64%，同比下降 11pct，主要由于 TEMU 模式较重，跨境履约费用（TEMU 物流费用计入成本）较高拉低毛利率；规模效应下各项费率显著下降，本季度公司销售费用同比提升 55%，销售费率同比下降 2pct 至 34%，费用提升主要受主站 618 投放大量优惠券促进消费和海外业务投入影响；管理费用同比下降 28%，管理费率同比下降 1.5pct 至 1.1%，研发费用同比上升 5%，研发费率同比下降 3.1pct 至 5.2%，公司费用投放更加高效。值得一提的是，本季度公司利息收入 22.9 亿，同比提升 208%。

投资建议：维持“买入”评级。SOTP 估值下，我们给予多多买菜 P/GMV 0.2x，拼多多目前隐含 2023 年主站 PE 11.8 倍，公司国内电商业务市场地位稳固，收费能力逐步提升，海外业务快速发展带动支付通道收入高速增长。我们调整 2023-2025 年收入至 2224/2953/3833 亿元，调整幅度为 +12.2%/+8.6%/+8.3%，主要为了反映公司国内业务格局稳定、收费能力不断提升以及海外业务的快速增长，调整 2023-2025 年经调整净利润至 652/845/1077 亿元，调整幅度为 +33%/+28%/+27%，主要反映主站盈利能力持续提升。我们维持公司目标价 136-143 美元，距当前上升空间为 46%-53%，继续维持“买入”评级。

风险提示：美国证券交易委员会监管风险，疫情反复风险，电商竞争格局加剧的风险等。

证券分析师： 谢琦（S0980520080008）

联系人： 王颖婕

◆ 英伟达(NVIDIA) (NVDA.O) 海外公司财报点评:AI 高景气度驱动业绩强劲增长，持续推出新品满足市场需求

财务表现：大模型快速发展驱动公司需求高景气度，英伟达 FY24Q2 整体财务表现及指引强劲。①整体：英伟达 FY24Q2 收入 135.1 亿美元（同比+101%，环比+88%），高于公司此前 110（±2%）亿美元的指引范围。GAAP 毛利率 70.1%（同比+26.6pcts，环比+5.5pcts），GAAP 净利润同比+843%至 61.9 亿美元。②分业务：在 GAAP 下，数据中心业务收入 103.2 亿美元（同比+171%，环比+141%），游戏业务收入 22.4 亿美元（同比+22%，环比+11%），专业可视化收入 3.8 亿美元（同比-24%，环比+28%），汽车业务营收 2.5 亿美元（同比+15%，环比-15%）。③财务指引：展望 FY24Q3，公司营收预计为 160 亿美元（±2%），GAAP 和 Non-GAAP 毛利率指引分别为 71.5%和 72.5%（±50 个基点），显著优于市场预期，GAAP 和 Non-GAAP 营运费用分别指引 29.5 亿美元和 20 亿美元。

业务亮点：①数据中心业务：收入同比近两倍，产能持续扩充有望带动业绩进一步放量。数据中心业务同比+171%，Hopper 和 Ampere 架构的 HGX 平台需求旺盛，AWS、Google Cloud、Azure、Oracle Cloud 等云厂商以及 AI 初创公司持续加码投入。后续随着台积电等供应商 CoWoS 产能的提升，有望进一步释放业绩；②游戏业务：环比持续恢复，五个季度首次实现同比正增长。受弱 PC 需求周期、挖矿需求下滑、渠道库存积压影响，游戏显卡业务此前出现较大下滑，而本季度游戏业务同比+22%，库存逐步出清。③汽车业务：基于 Drive Orin Soc 的自动驾驶平台需求强劲。受益于智能驾驶功能持续渗透，本财季收入同比+15%。④专业可视化业务：降速放缓，持续推出新品。营收同比-24%，环比+28%。

公司情况：全球加速计算芯片龙头，AI 浪潮最大卖水者。①高性能 AI 计算芯片需求旺盛：随着人工智能与大模型浪潮的来临，AI 应用的落地对算力提出更高的要求，生成式 AI、大语言模型的飞速发展驱动英伟达 HGX 等高端 GPU 订单量强劲增长。②英伟达持续推出新品，巩固 AI 计算领域龙头地位：公司新推出的 L40 GPU、GH200 Grace Hopper 平台、DGX GH200 人工智能平台适用于各类高性能计算任务，有望进一步释放生产力，强化公司在 AI 计算领域的竞争优势。

投资建议：我们预计 2024-2026 财年公司收入为 566/849/927 亿美元，净利润 250/418/470 亿美元，考

虑公司出色的产品力与 AI 带来强劲需求，给予目标价中值 582 美元，对应 2025 财年 PE 35x，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：下游 AI 应用发展低于预期；AI 芯片竞争加剧；宏观与地缘风险。

证券分析师： 谢琦（S0980520080008）

◆ 兴业银行(601166.SH) 财报点评：息差降幅收窄，资产质量向好

收入利润降幅收窄。公司 2023 年上半年实现营业收入 1110 亿元，同比下降 4.1%，降幅较一季报收窄 2.6 个百分点；其中利息净收入 719 亿元，同比下降 0.8%，降幅较一季度收窄 5.4 个百分点；2023 年上半年实现归母净利润 427 亿元，同比下降 4.9%，降幅较一季报收窄 4.0 个百分点。2023 年上半年年化加权平均 ROE12.0%，同比下降 1.6 个百分点。

资产规模增长稳健。2023 年二季度末总资产同比增长 10.1%至 9.9 万亿元，保持了较为稳定的增长速度。其中存款同比增长 10.8%至 5.2 万亿元，贷款同比增长 9.4%至 5.2 万亿元。二季度末核心一级资本充足率较年初下降 0.52 个百分点至 9.29%。

净息差降幅收窄。公司披露的 2023 年上半年日均净息差 1.95%，同比下降 20bps。上半年生息资产收益率同比下降 15bps 是净息差下降的主要影响因素，生息资产收益率降低主要是因为 LPR 重定价等因素影响，其中贷款收益率同比降低 26bps；上半年计息负债付息率同比上升 3bps，其中存款付息率同比仅上升 1bp。不过公司净息差降幅在收窄，上半年净息差降幅较一季度收窄 9bps。

财富管理及投行相关手续费同比增加。公司上半年实现非息收入 392 亿元，同比下降 9.8%，其中手续费净收入同比下降 30.3%，降幅较大，但主要是因为存量理财老产品规模压降以及资本市场波动，理财老产品可兑现收益同比减少。剔除相关因素影响，公司非息净收入同比基本持平。公司上半年财富管理相关收入同比增加，其中理财新产品收入同比增长 4.0%，财富代销收入同比增长 21.7%，此外，投行业务收入同比增长 14.5%。

资产质量边际向好。公司二季度末不良率 1.08%，环比降低 1bp；关注率 1.35%，环比下降 9bps；逾期率 1.43%，较年初下降 24bps，边际改善。我们测算的上半年年化不良生成率 1.26%，同比下降 2bps，边际生成保持稳定。公司二季度末拨备覆盖率 246%，较年初提高 9 个百分点，风险抵补能力进一步增强。

投资建议：我们根据中报信息小幅调整盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润 894/908/927 亿元，同比增速-2.2/1.6/2.1%；摊薄 EPS 为 4.30/4.37/4.46 元；当前股价对应 PE 为 3.7/3.6/3.5x，PB 为 0.5/0.4/0.4x，维持“增持”评级。

风险提示：宏观经济形势走弱可能对银行资产质量产生不利影响。

证券分析师： 陈俊良（S0980519010001）、王剑（S0980518070002）

◆ 工商银行(601398.SH) 财报点评：息差有所回落，资产质量改善

业绩增速变化不大。公司于 2023 年 1 月 1 日执行新保险合同准则，并对比较期财务报表进行了调整。2023 年上半年实现营业收入 4475 亿元，可比口径下同比下降 2.4%，降幅较一季报扩大 1.3 个百分点；其中利息净收入 3370 亿元，同比下降 3.9%；2023 年上半年实现归母净利润 1737 亿元，同比增长 1.2%，增速较一季报小幅回升 1.2 个百分点。2023 年上半年加权平均 ROE10.5%，同比下降 0.8 个百分点。

资产延续去年下半年以来的较快增长趋势。2023 年二季度末总资产同比增长 12.7%至 43.7 万亿元，维持了去年下半年以来较快的增长速度。其中存款同比增长 14.0%至 33.4 万亿元，贷款同比增长 13.2%至 25.3 万亿元。由于资产增速较快，资本消耗增多，二季度末核心一级资本充足率较年初下降 0.84 个百分点至 13.20%，不过仍然远高于监管要求。

净息差有所回落。公司披露的 2023 年上半年日均净息差 1.72%，同比下降 31bps，主要原因是存贷款利差收窄，其中贷款收益率同比下降 20bps 至 3.95%，系 LPR 下降以及信贷需求疲弱等引起；存款付息率则同比上升 20bps 至 1.90%，主要是对公存款利率上升较多。从单季数据来看，公司二季度日均净息差 1.67%，较一季度下降 10bps。

资产质量略有改善。公司二季度末不良率 1.36%，环比降低 2bps；关注率 1.79%，较年初下降 16bps；逾期率 1.18%，较年初下降 4bps，均趋于改善。我们测算的上半年年化不良生成率 0.51%，同比下降 21bps，边际生成改善。不过公司依然保持了不低的拨备计提力度，今年贷款减值损失同比增长了 10.9%。公司二季度末拨备覆盖率 219%，较年初小幅提高 9 个百分点。总体来看，公司资产质量略有改善。

投资建议：我们根据中报信息小幅调整盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润 3693/3901/4150 亿元，同比增速 2.4/5.6/6.4%；摊薄 EPS 为 0.99/1.05/1.12 元；当前股价对应 PE 为 4.7/4.4/4.1x，PB 为 0.5/0.5/0.4x，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济形势走弱可能对银行资产质量产生不利影响。

证券分析师： 陈俊良（S0980519010001）、王剑（S0980518070002）

◆ 张家港行(002839.SZ) 财报点评:二季度营收增速回升

二季度营收增速回升。2023 年上半年张家港行实现营收 23.86 亿元，同比增长 1.41%，实现归母净利润 8.66 亿元，同比增长 13.65%。其中二季度单季实现营收 11.94 亿元，同比增长 3.47%，同比增速上升 3.29pct，实现归母净利润 3.57 亿元，同比增长 9.61%，同比增速下降 17.06pct。公司 2023 年上半年加权 ROE 为 5.47%，较上年同期增加 0.27pct，盈利能力增强。

资产规模持续扩张，对公拉动信贷放量。截止 6 月末，全行资产规模 2002.40 亿元，较年初增长 6.78%，存款余额 1560.25 亿元，较年初 11.78%，贷款余额 1216.61 亿元，较年初增长 5.77%。其中贷款规模增长主要由对公贷款拉动，截止 6 月末，公司对公贷款较去年末增加 8.18%，同时零售贷款较去年末增加 2.75%，对公贷款仍然是信贷放量的重要动力。

净息差延续收窄，资产端收益率下行。全行上半年净息差为 2.05%，较 2022 年收窄 20bps，较 2021 年收窄 38bps。2023 年上半年全行平均净息差较一季度的 2.10%下降 5bps，净息差延续边际下滑趋势，可能主要源于 LPR 下调、信贷需求弱复苏等因素影响导致的贷款收益率下行。2023 年上半年，公司资产端收益率为 4.24%，同比减少 22bps。

资产质量保持稳定。我们测算的公司 2023 年上半年不良生成率同比上升 43bps 至 1.29%，同比有一定上升，我们估计主要是受经济下行影响。全行 6 月末不良贷款率 0.88%，较 3 月末下降 3bps，较年初下降 1bps；期末关注率 1.47%，较 3 月末上升 3bps。6 月末公司拨备覆盖率为 510.62%，较 3 月末下降 9.79pct，较年初下降 10.47pct，不过拨备仍处高位，风险抵补能力良好。

投资建议：面对当下利率环境和同业竞争压力，张家港行资产端需求及收益率短期承压，但从长期来看，张家港行坚持深耕本异地市场，增长仍具较大空间，随着其“两小”战略不断深化推进，我们看好其未来持续盈利能力。我们预计 2023-2025 年归母净利润 18.81/20.82/23.05 亿元，同比增速 11.8/10.7/10.7%；摊薄 EPS 为 0.82/0.92/1.02 元；当前股价对应 PE 为 5.7/5.1/4.6x，PB 为 0.67/0.61/0.55x，维持“增持”评级。

风险提示：宏观经济形势走弱可能对银行资产质量产生不利影响。

证券分析师： 王剑（S0980518070002）、陈俊良（S0980519010001）

◆ 中天科技(600522.SH) 财报点评:二季度净利润同比增长 47%，在手订单储备充足

二季度净利润同比增长 47%。2023 年上半年，公司实现营收 201.4 亿元，同比+0.5%；实现归母净利润 19.5 亿元，同比+7.2%；实现扣非归母净利润 14.6 亿元，同比-18.4%。单季度来看，二季度公司实现营业收入 118.7 亿元，同比+10.4%；实现归母净利润 11.9 亿元，同比+46.7%；实现扣非归母净利润 9.3 亿元，同比+23.7%。总体来看，公司各业务板块在手订单充足，推动上半年平稳增长；二季度受益于海洋板块推进节奏一定修复，同环比实现明显增长。

二季度毛利率同比提升，费用管控总体平稳。受益于上游大宗等原材料价格影响，二季度毛利率同比提升 0.55pct 至 16.4%。费用端，三项费用率总体平稳，二季度销售/管理/研发费用率合计 7.4%，同比降低 0.1pct；财务费用受益于利息收入增加，同比增加收益 0.54 亿元。除此以外，二季度公司投资光迅

科技等实现投资净收益 3.35 亿元，产生正贡献。

能源网络领域在手订单充足，海洋板块持续突围海外市场。截至 8 月 28 日，公司能源网络领域在手订单合计约 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。海洋板块陆续中标海内外项目，上半年公司中标如国华半岛南 U2 场址海上风电项目、惠州港口二 PA、PB 海上风电项目等国内项目以及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海外项目。

光纤光缆稳步交付，持续推进光模块业务。光纤光缆领域，公司在运营商集采中份额领先，公司自主研发的超低损耗 G.654.E 光纤以第一名中标中国电信 2023 年干线光缆建设工程（第一批）。光模块领域，公司以第一名成绩中标中国电信通用光模块的集采项目，同时成功开发 400G 系列高速光模块，并积极部署下一代 5G 前传光模块和 800G 高速光模块的研发工作。深耕运营商市场基础上，公司馈线和数据中心等产品突破华为、中兴、中航富士达等新客户。

风险提示：原材料价格上涨；海上风电装机不及预期；光纤光缆价格下降。

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。

由于海风推进节奏以及宏观经济环境等影响，下调 2023-2024 年盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润分别由 44/52/61 亿元下调至 38/48/61 亿元，当前股价对应 PE 分别为 13/10/8 倍。海风海缆长期景气趋势有望维持，看好公司海洋板块壁垒及新能源业务弹性，公司将持续聚焦线缆及新能源领域，综合实力持续增强，维持“买入”评级。

证券分析师： 马成龙（S0980518100002）、朱锟旭（S0980523060003）

◆ 申菱环境(301018.SZ) 财报点评:旧厂房拆除影响短期业绩，新能源业务批量交付

上半年归母净利润下降 16%。2023 年上半年，公司实现营收 11.49 亿元，同比增长 6.3%；实现归母净利润 0.87 亿元，同比下降 16%；实现扣非归母净利润 1.0 亿元，同比增长 12.6%。单季度来看，23Q2 公司实现营业收入 6.87 亿元，同比+6.3%；实现归母净利润 0.46 亿元，同比下降 31%；实现扣非归母净利润 0.65 亿元，同比增长 8.6%。公司上半年营收稳健增长，利润同比下降主要受旧厂房拆除（计提损失 2212 万元）和股份支付费用（计提 2611 万元）影响，若剔除上述影响，上半年公司归母净利润同比增长 25.2%。

原材料成本压力缓解，毛利率回暖。受益于铜等上游原材料成本压力缓解，公司总体毛利率回暖。2023 年上半年，公司毛利率为 29.0%，同比提升 1.7pct。费用端，由于股权激励费用和固定资产折旧影响，上半年公司管理费用率显著提升 2.1pct 至 7.9%；销售费用率和研发费用率同比基本持平。叠加旧厂房拆除计提损失影响，上半年公司净利率同比下降 2.1pct 至 7.6%。

分版块来看：（1）数据服务板块稳健增长，上半年营收同比增长 13.5%，随着 AI 发展，算力中心建设有望加速液冷应用。公司液冷产品可用于冷板式和浸没式系统，截至 2022 年底，累计交付规模超过 500MW，前瞻布局。（2）新能源业务批量交付，工业板块增长显著。公司工业板块营收同比增长 51.3%，其中新能源业务实现营收 1.75 亿元，同比增长 23.7 倍。新能源业务批量交付，有望受益下游需求高景气。（3）特种板块受交付节奏影响，上半年公司特种板块营收同比下降 35.2%，主要原因是由于项目交付和确认收入进度较慢，预计下半年交付和确认收入进度加快。（4）热储制造基地已于 2023 年 6 月份正式投产，有望带动公建及商用空调板块增长。

风险提示：新能源发展不及预期；液冷技术应用不及预期；行业竞争加剧。

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。

考虑到公司厂房拆除影响非经常性损益，部分业务板块受交付节奏影响，基于此，下调此前盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别由 3.4/4.8/6.6 亿元下调至 2.4/3.2/4.0 亿元，对应当前 PE 分别为 31/23/18 倍。长期来看，公司积淀了较强的特定场景解决方案能力，已布局的数据中心、新能源等领域具有较高成长性，维持“买入”评级。

证券分析师： 马成龙（S0980518100002）

联系人： 钱嘉隆

◆ 恺英网络(002517.SZ) 财报点评:净利润表现良好, 关注新品表现及 AIGC/VR 布局

上半年归母净利润保持较高增速。1) 公司披露 23 年半年报, 上半年实现营业收入 19.76 亿元、归母净利润 7.24 亿元, 同比分别增长-1.65%、15.35%, 对应全面摊薄 EPS 0.35 元; 实现扣非归母净利润 6.76 亿元, 同比增长 13.31%; 2) Q2 单季度实现营业收入 10.22 亿元、归母净利润 4.34 亿元, 同比分别增长 4.2%、14.6% (Q1 分别为-7.2%、16.7%), 对应 EPS 0.20 元; 3) 上半年公司毛利率提升 12.2 个 pct 至 84.0%, 从而带动净利润率提升 2.3 个 pct 至 42.7%; 销售费用率、管理费用率则同比分别提高 4.1、4.6 个 pct 至 23.7%、17.7%。

传奇、奇迹品类表现稳健, 新品拓展打开未来成长空间。1) 上半年移动游戏业务实现营业收入 16.98 亿元, 同比下滑-3.01%; 得益于《原始传奇》、《热血合击》、《蓝月传奇》、《天使之战》、《永恒联盟》等产品稳定表现, 毛利率同比提升 12.99 个 pct 至 83.92%, 保障了公司业绩稳定增长; 2) 新品方面, 《石器时代觉醒》、《全民江湖》、《纳萨力克之王》等产品 Q3 开始陆续上线、《仙剑奇侠传》、《归隐山居图》、《龙神八部之西行纪》等产品已取得版号, 《斗罗》《盗墓》《妖怪正传 2》等产品正在稳步推进, 有望推动持续高成长并打开公司在传奇/奇迹品类之外的新成长空间。

IP 矩阵不断扩充, 布局 VR 及 AIGC 着眼未来。1) IP 方面公司积累了“传奇世界”、“热血系列”、“刀剑神域”、“魔神英雄传”、“机动战士敢达系列”、“OVERLORD”、“西行纪”、“封神系列”、“倚天屠龙记”、“仙剑奇侠传”、“盗墓笔记”、“斗罗大陆”等知名 IP, 同时近期“传奇”IP 争端告一段落也有助于公司传奇品类发展的稳定性; 2) 公司于 2022 年初成立 VR 游戏团队, 并有一款 VR 游戏已在研发中, 未来公司将持续加强在 VR 游戏、虚拟场景等 VR 内容领域的布局和投入; 3) AIGC 方面, 与复旦大学合作利用 AIGC 与 AINPC 相结合推进人工智能、虚拟现实、增强现实等领域新技术研发与应用; 近期公告拟筹建恺英网络数字经济研发中心, 提升公司在游戏研发、人工智能、VR/AR、数字化转型等方面的能力。

风险提示: 新游戏不及预期; 政策监管风险等。

投资建议: 考虑到控股子公司浙江盛和剩余少数股权并表贡献, 我们上调公司 2023-25 年归母净利润至 14.91/20.14/23.79 亿元 (前值分别为 13.75/16.67/19.59 亿元); 摊薄 EPS=0.69/0.94/1.11 元, 当前股价对应 PE=24/18/16x。我们公司游戏新品拓展以及 AIGC、VR 等领域前瞻布局, 继续维持“增持”评级。

证券分析师: 张衡 (S0980517060002)

◆ 视觉中国(000681.SZ) 财报点评:营收及净利润恢复向上, 关注需求复苏与 AIGC 场景落地

上半年营收与净利润同比向上。1) 公司披露 23 年半年报, 上半年实现营业收入 3.71 亿元、归母净利润 0.91 亿元, 同比分别增长 6%、66%, 对应全面摊薄 EPS 0.13 元; 经营性现金流净额 0.47 亿元, 同比增长 35%; 2) Q2 单季度实现营业收入 2.39 亿元、归母净利润 0.34 亿元, 同比分别增长 22%、41%, 对应 EPS 0.05 元, 持续改善。

KA 客户保持高粘性, 中小微强化运营能力。1) 上半年公司 KA 大客户继续保持了高粘性, 年度销售额 10 万元以上的客户续约率继续保持在 80%以上; 客户构成上来看, 党政媒体、广告营销、互联网平台、品牌企业四类客户收入占比分别为 29%、19%、20%、32%; 2) 中小企业市场, 公司采用包括搜索营销、内容营销、新媒体营销等数字营销手段定向高效获取新客户, 并通过运营手段提升用户留存与复购; 公司推出针对性满足目标客户群需求及预算的标准化产品, 提供高效简单的自助化程度高的电商交易服务平台。上半年成都光厂实现收入超 9000 万, 同比增长 47%; 3) 小微企业与个人长尾市场, 通过 API 开放平台强化同互联网平台的战略合作针对不同的内容使用场景。

确立“AI+内容+场景”战略, AIGC 赋能崭露头角。1) AI 智能搜索已经在公司旗下网站 VCG.com、veer.com、Vjshi.com 先后上线支持图片、视频搜索; 2) 利用 AIGC 技术赋能 B 端客户。目前公司的

开放平台可以提供“内容资源”和“AI 智能”两类 API 服务，其中 AI 智能搜索、智能配图等应用产品为媒资管理、版权应用、营销工具、创作工具等业务场景提供更加高效、精准、专业的 AI 智能搜索/配图等智能服务；3) 内容数据方面，与百度正式签署战略合作协议、7 月与华为云等单位联合成立华为云大模型高质量数据联盟，优质数据价值正在不断凸显并有望实现多元化变现。

风险提示：宏观经济波动；监管政策风险；新技术落地不及预期等。

投资建议：维持盈利预测，看好 AIGC 赋能下公司基于内容和场景优势实现版权价值放大可能，维持“买入”评级。

我们维持盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 1.64/2.17/2.26 亿元，同比增长 65.1%/32.3%/4.3%；摊薄 EPS=0.23/0.31/0.32 元，当前股价对应 PE=68/51/49x。在 AIGC 时代，公司具备版权运营、数据、创作者生态优势，具备资源价值重估与商业模式再造可能；广告市场复苏背景下营收及利润亦有望持续修复，维持“买入”评级。

证券分析师： 张衡 (S0980517060002)

◆ 姚记科技(002605.SZ) 财报点评:上半年业绩高增长，关注游戏及新业务表现

上半年业绩实现高增长。1) 公司披露 23 年半年报，上半年实现营业收入 23.46 亿元、归母净利润 4.08 亿元，同比分别增长 23.58%、113.87%，对应全面摊薄 EPS 0.98 元；实现扣非归母净利润 3.96 亿元，同比增长 117.96%；2) Q2 单季度实现营业收入 11.58 亿元、归母净利润 2.09 亿元，同比分别增长 30.3%、111.9%，对应 EPS 0.51 元；3) 上半年毛利率基本稳定 (37.18%)，销售费用率改善明显 (从 17.2%下降至 6.42%)，从而带动净利润增速显著高于营收增长表现。

游戏及数字营销业务高增长，扑克牌业务同比下滑。1) 上半年扑克牌实现营业收入 5.15 亿元、同比下滑 9.22%；毛利率同比提升 3.88 个百分点至 26.03%；2) 游戏业务实现营收 7.05 亿元，同比增长 21.04%；毛利率基本稳定，同比下滑 0.53 个 pct 至 95.63%；数字营销业务实现营业收入 11.02 亿元，同比增长 54.68%，毛利率略提升 0.21 个 pct 至 4.33%。

休闲游戏优势明显，关注球星卡等新兴产业布局。1) 公司国内游戏产品主要有《捕鱼炸翻天》、《指尖捕鱼》、《姚记捕鱼 3D 版》、《大神捕鱼》、《捕鱼新纪元》、《小美斗地主》、《齐齐来麻将》等休闲类游戏，其中《捕鱼炸翻天》、《指尖捕鱼》和《姚记捕鱼 3D 版》具有很强的玩家粘性。海外游戏产品主要有《Bingo Party》、《Bingo Journey》、《Bingo Wild》、《黄金捕鱼场》、《fish box》、《捕鱼派对》等，其中《Bingo Wild》、《Bingo Journey》是目前国内出海休闲竞技类游戏单品排名靠前的游戏，有望持续受益休闲游戏市场景气度向上；2) 公司已战略投资卡淘进军体育文化收藏卡球星卡业务；卡淘下设 DAKA (国内最大的卡片 IP 发行商) 与 Card Hobby (国内最大的二手收藏卡交易平台)，Card Hobby 在国内球星卡二手交易平台占到 70%-80% 份额，具有绝对龙头地位；目前体育卡片收藏行业北美二手交易市场超 100 亿美元，而中国正处于起步期，未来有望迎来爆发并成为公司重要利润增长来源；球星卡之外，公司 2022 年亦获得宝可梦卡牌代理，卡牌业务有望加速发展。

风险提示：新业务不及预期；政策监管风险；游戏流水不及预期等。

投资建议：考虑到上半年游戏业务表现，我们上调盈利预测，预计公司 2023-25 年归母净利润分别为 7.7/9.6/10.7 亿元 (前值分别为 6.58/7.86/9.12 亿元)；摊薄 EPS=1.91/2.37/2.64 元，当前股价对应 PE=16/13/12x。我们看好休闲游戏市场景气度以及球星卡、AIGC 等新业务、新科技推动之下的成长机遇，继续维持“增持”评级。

证券分析师： 张衡 (S0980517060002)

◆ 汤姆猫(300459.SZ) 财报点评:广告需求疲弱拖累上半年业绩，AI 产品进展顺利

公司上半年收入下降 19%，主要由于广告需求疲弱。1) 2023 上半年，公司收入 6.9 亿元，同比下降 19.3%，主要由于互联网客户广告需求疲弱，分产品看，广告/游戏发行/新商业服务业务的收入分别为 5.2/0.8/0.6 亿元，分别同比 -21%/-12%/+32%；归母净利润 1.9 亿元，同比下降 35.8%；2) 单看第二季度，公司收入 3.5 亿元，同比下降 10.6%；归母净利润 0.9 亿元，同比下降 22.0%，降幅环比收窄 22 个

百分点。3) 第二季度, 公司的毛利率/净利率分别为 90.7%/24.3%, 分别同比-4.5/-3.7 个百分点; 费用率整体下降 2.1 个百分点至 65.2%。

游戏核心产品保持稳健, 汤姆猫 IP 影响力强。1) 线上游戏业务方面, 公司旗下《种地勇者》《汤姆猫小小勇士》《沼泽激战 2》《山海进化路》等产品已取得版号, 其中 RPG 游戏《种地勇者》于 4 月上线, 登上 APP Store 游戏免费榜(模拟品类)首位, 并连续多日位居 TapTap 游戏热门榜前列。存量游戏方面, 公司对《我的汤姆猫 2》等开展重大玩法和经济系统更新, 促进长线表现, 核心产品均保持千万级人次的月活用户数。2) 动漫影视方面, 公司主要获取动画作品的特许权授权和广告分成等收入, 截至 2023 年 6 月末汤姆猫家族 IP 系列动画作品全球累计播放量已超过 1000 亿次。3) 线下方面, 国内亲子消费回暖, 上半年公司开设多家汤姆猫亲子主题乐园, 江西、江苏盐城店自 1 月开业以来, 接待家庭均突破 3 万组。

AI 产品进展顺利, 应用场景广阔。AI 应用方面, 上半年公司启动了“会说话的汤姆猫”向“会聊天的汤姆猫”的迭代升级, 并完成汤姆猫 AI 交互产品功能原型的封闭测试, 在 AI 交互产品中加入语音识别、性格设定、内容过滤等功能, 初步实现了语音交互连续对话等产品性能; 成本方面, 预设数据库将帮助公司产品提升用户智能交互速度、优化交互内容, 并有效降低交互成本。目前, 海外团队研发的首款 AI 产品《Talking Ben AI》已开始在斯洛文尼亚、塞浦路斯和南非等国家进行初期测试; 国内团队已初步实现 AI 识物、AI 读图、AI 绘图、情境对话、英语口语启蒙等产品功能, 主要可以应用于教育领域。

风险提示: 广告需求低于预期; 应用商业化不及预期; 国际政治经济风险等。

投资建议: 公司具备稀缺头部游戏 IP, 线上下布局完善, AIGC 产品研发进度与商业化落地场景良好, 我们维持盈利预测, 预计 2023-2025 年归母净利润分别为 6.9/8.1/9.9 亿元, 同比增速 55.9%/18.6%/22%; 摊薄 EPS=0.2/0.23/0.28 元, 当前股价对应 PE=29x/24x/20x, 维持“增持”评级。

证券分析师: 张衡 (S0980517060002)

◆ 中国交建(601800.SH) 财报点评: 海外订单回暖, 特许经营业务持续减亏

营收增长 0.5%, 扣非归母净利高增 33.6%。上半年公司实现营业收入 3657.9 亿元, 同比+0.5%, 实现归母净利润 114.0 亿元, 同比+2.7%, 实现扣非归母净利润 109.5 亿元, 同比+33.6%。去年同期公司发行公募 REITs 处置项目公司, 非经常性的非流动资产处置损益较高(去年上半年计入 24.2 亿元, 本期为 4.6 亿元), 故扣非净利润保持高增长, 反映公司基建主业盈利能力持续增强。

新签合同额稳健增长, 路桥港航优势领域发力。公司上半年新签合同额 8019 亿元, 同比+10.6%, 其中基建建设/基建设计/疏浚业务/其他分别新签合同额 7892.7/267.9/622.4/84.0 亿元, 同比+11.9%/-8.5%/+3.6%/+12.6%。基建建设新签合同中城市建设/道路与桥梁建设/港口建设/铁路建设/境外工程分别占比 49.2%/26.1%/5.6%/2.4%/16.8%, 境外工程占比相比去年提升 1.2 个百分点, 公司优势领域路桥/港口新签合同额分别同比增长 15.1%/14.3%。

“一带一路”基建龙头率先发力, 海外业务明显回暖。公司上半年实现海外新签合同额 1327.0 亿元, 同比+20.6%, 恢复至 2017 年上半年的水平。上半年, 公司海外营收占比 15.4%, 与去年同期持平, 海外新签合同额占比 15.0%, 较上年同期提升 1.3 个百分点。公司在全球 139 个国家和地区开展业务, 连续十七年荣膺 ENR 全球最大国际承包商中国企业第一名, 仅次于法国万喜公司和西班牙 ACS/霍赫蒂夫集团, 将有望率先受益于“一带一路”峰会催化下海外基建需求回暖。

保持基础设施投资强度并优化投资结构, 特许经营业务持续减亏。上半年公司权益口径投资类项目确认投资额 1198 亿元, 较上年同期+40.4%, 其中预计建安金额 877.1 亿元, 同比+10.1%, BOT/政府付费项目/城市综合开发分别+901.3%/-13.9%/+22.2%。上半年公司实现特许经营类运营收入 39.1 亿元, 同比+14.6%, 净亏损 5.1 亿元, 同比大幅减亏 7.9 亿元。

风险提示: 宏观经济下行风险, 国际经营风险, 国企改革推进节奏不及预期的风险, 设计资产重组上市进展不及预期的风险。

投资建议: 维持盈利预测, 维持“买入”评级。公司海外业务持续回暖, 逆势保持一定的投资强度, 适当缩减政府付费项目占比, 持续布局 BOT 业务和城市综合开发业务, 高速公路运营持续减亏。预计公司

23-24 年归母净利 218/248 亿元，每股收益 1.35/1.54 元，对应当前股价 PE 为 6.95/6.09X，维持“买入”评级。

证券分析师：任鹤（S0980520040006）

联系人：朱家琪、卢思宇

◆ 龙源电力(001289.SZ) 财报点评:盈利能力提升，新能源业务持续推进

营业收入有所下降，归母净利润实现增长。2023H1，公司实现营收 198.52 亿元（-8.40%），归母净利润 49.58 亿元（+14.45%），扣非归母净利润 48.96 亿元（+14.83%）。其中，第二季度单季营收 99.92 亿元（-11.18%），归母净利润 26.24 亿元（+26.21%）。公司营业收入同比下降的原因在于煤炭平均销量及平均采购价格下降导致煤炭销售收入减少 27.30 亿元，煤炭收入同比大幅下降 64.44%；公司归母净利润同比增长的原因在于公司风光新能源装机规模提升使得发电量增加，电力业务收入增长，2023H1 公司发电量 397.47 亿千瓦时（+9.48%），电力业务收入 175.76 亿元（+5.43%）。

新能源建设持续推进，项目资源储备较为充足。2023H1，公司新增投产 36 个项目，控股装机容量 515.41MW，其中风电、光伏控股装机容量分别为 125.20、390.21MW。截至 2023H1，公司控股装机容量为 31.62GW，其中风电、光伏控股装机容量分别为 26.32、3.43GW。同期内，公司持续拓展新能源项目资源，新签订开发协议 29.34GW（+77.94%），其中风电 15.32GW、光伏 14.02GW，均位于资源较好地区；累计取得开发指标 4.01GW，其中通过平竞价取得开发指标 3.07GW，包括风电 1.58GW，光伏 1.49GW。公司新能源项目资源储备较为充足，未来储备的项目资源逐步投运将驱动公司业绩持续稳健增长。

碳资产管理日趋完善，拓展业绩新增量。2023H1，公司积极参与碳市场建设，深度参与中电联牵头的分布式可再生能源发电和海上风电两个方法学的编制工作，并自主申报可再生能源制氢减排方法学。同时公司按照碳排放、碳交易管理工作“四统一”原则，积极开发 CDM、CCER、VCS、绿色电力证书等项目，落实碳排放、碳交易计划，高效开展多笔绿证交易，目前已申领绿证约 172 万张，拓展增量业绩来源。

风险提示：用电量下滑；电价下滑；新能源项目投运不及预期；市场竞争加剧；行业政策变化。

投资建议：维持盈利预测，预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 85.0/94.9/103.3 亿元，分别同比增长 66.4%/11.6%/8.8%；EPS 分别为 1.01/1.09/1.18 元，当前股价对应 PE 为 19.2/17.9/16.4X。给予公司 2024 年 18-19 倍 PE，对应公司合理市值为 1708-1803 亿元，对应 20.38-21.52 元/股合理价值，较目前股价有 5%-11%的溢价空间，维持“增持”评级。

证券分析师：黄秀杰（S0980521060002）、郑汉林（S0980522090003）

◆ 华电国际(600027.SH) 财报点评:经营业绩持续改善，盈利有望进一步提升

营业收入稳步提升，归母净利润同比大幅增长。2023H1，公司实现营收 594.50 亿元（+19.99%），归母净利润 25.82 亿元（+55.91%），扣非归母净利润 23.10 亿元（+77.76%）。其中，第二季度单季营收 273.71 亿元（+32.53%），归母净利润 14.48 亿元（+40.79%）。公司营业收入同比增长主要系是发电量及煤炭贸易量增加的影响，2023H1 公司发电量 1075.93 亿千瓦时（+7.72%），上网电量 1007.31 亿千瓦时（+7.71%）。公司归母净利润大幅增长主要系煤价下降影响，2023H1 公司入炉标煤单价为 1092.78 元/吨（-7.38%）。

煤价维持低位，煤电盈利仍有进一步改善空间。2023 年上半年，国内煤炭供应保持高位水平，进口煤供应量同比大幅增长，非电用煤需求不及预期，库存处于历史高位水平，煤炭供需关系从紧平衡向宽松转变，煤炭价格波动下行。当前，国内港口及电厂电煤库维持在较高水平，煤价处于低位，有助于公司煤电盈利进一步提升。

煤电装机容量持续提升，促进公司业绩稳步增长。2023H1，公司新增湖南平江 1000MW、广东汕头 1360MW 以及天津 170MW 等燃煤发电机组，合计新增煤电装机容量 2530MW。截至 2023H1，公司控股装机容量为 57.28GW，其中煤电 46.23GW，气电 8.59GW，水电 2.46GW。

公司与华电集团再次签订购买（供应）燃料、设备及服务框架协议，保障燃料供应。2023 年 8 月，公司发布公告，拟与华电集团签署《关于购买（供应）燃料、设备及服务框架协议》，延续原燃料、设备及

服务采购（供应）框架协议，并将该协议项下燃料采购的原有年度上限由 140 亿元上调至 180 亿元，协议有效期为 2024-2026 年。

风险提示：用电量下滑；电价下滑；煤价上涨；火电项目投运不及预期；行业政策变化。

投资建议：由于煤电项目投运较快，上调盈利预测，预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 52/63/68 亿元（原预测值分别为 50/60/65 亿元），分别同比增长 5077%/22%/8%；EPS 分别为 0.51、0.61、0.66 元，当前股价对应 PE 为 10.1/8.3/7.7X。给予公司 2023 年 11-12xPE，公司合理市值为 568-620 亿元，对应 5.56-6.06 元/股合理价值，较目前股价有 9%-19%的溢价空间，维持“买入”评级。

证券分析师： 黄秀杰（S0980521060002）、郑汉林（S0980522090003）

◆ 三峡能源(600905.SH) 财报点评:成本提升致盈利下降，新能源项目资源储备充足

营业收入稳健增长，归母净利润有所下降。2023H1，公司实现营收 137.03 亿元（+12.98%），归母净利润 45.17 亿元（-10.10%），扣非归母净利润 44.17 亿元（-11.43%）。其中，第二季度单季营收 68.51 亿元（+8.04%），归母净利润 20.83 亿元（-15.53%）。公司营业收入同比增加的原因在于投产运营的风电、光伏机组增加，发电量、上网电量增加较多，2023H1 公司发电量 280.90 亿千瓦时（+14.71%），上网电量 273.06 亿千瓦时（+14.55%）。公司归母净利润同比下降的原因在于营业成本同比显著增加，2022 年应用《企业会计准则解释第 15 号》后新能源项目试运行期间不计提折旧，2023 年陆续出试运行进入运营期后固定资产折旧及项目运营成本增加；同时，2022 年底境内发电企业开始执行《企业安全生产费用提取和使用管理办法》，正常计提安全生产费用使得营业成本有所增加。受以上因素影响，2023H1 公司营业成本 56.43 亿元（+34.67%）。

新能源项目建设持续推进，在建项目规模较大。2023H1，公司新增风光新能源装机容量 148.98 万千瓦，其中风电 84.16 万千瓦（其中海上风电 7.10 万千瓦），光伏 64.82 万千瓦。截至 2023H1，公司累计装机容量为 28.30GW，其中风电 16.76GW（其中海上风电 4.95GW），光伏 10.93GW。同时，截至 2023H1，公司在建项目计划装机容量合计为 13.15GW，其中风电 3.64GW，光伏 9.51GW，公司在建项目逐步投运将驱动公司业绩持续稳健增长。

海陆共进获取优质资源，保障新增装机目标有效落地。公司抢抓国家千万千瓦级新能源大基地政策机遇，不断优化发展布局，积极推进国家大型风电光伏基地项目策划申报和地方常规项目竞配等工作；同时，推动海上风电资源获取，规划布局海上风电基地。2023H1 公司新增核准/备案项目的计划装机容量为 5.52GW，其中风电 0.96GW，光伏 3.97GW。

风险提示：用电量下滑；电价下滑；新能源项目投运不及预期；市场竞争加剧；行业政策变化。

投资建议：由于公司营业成本同比显著增加，下调盈利预测，预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 86/102/113 亿元（原预测值分别为 91/110/126 亿元），分别同比增长 19.9%/18.9%/11.2%；EPS 分别为 0.30/0.36/0.40 元，当前股价对应 PE 为 16.7/14.1/12.6X。给予公司 2024 年 17-18 倍 PE，对应公司合理市值为 1735-1837 亿元，对应 6.06-6.42 元/股合理价值，较目前股价有 21%-28%的溢价空间，维持“买入”评级。

证券分析师： 黄秀杰（S0980521060002）、郑汉林（S0980522090003）

◆ 粤电力 A(000539.SZ) 财报点评:盈利持续改善，火电盈利有望进一步提升

量价齐升驱动营收增长，归母净利润实现扭亏为盈。2023H1，公司实现营收 283.41 亿元（+25.34%），归母净利润 8.57 亿元（+162.44%），扣非归母净利润 8.49 亿元（+160.83%）。其中，第二季度单季营收 152.95 亿元（+36.29%），归母净利润 7.68 亿元，同比实现扭亏为盈。公司营业收入同比增长的原因在于发电量、上网电量和上网电价同比增加，2023H1 公司发电量 565.51 亿千瓦时（+15.20%），上网电量 534.57 亿千瓦时（+15.34%），售电均价（含税）591.86 元/MWh（+9.05%）；公司归母净利润实现扭亏为盈主要系煤价下降及电价上浮影响。

煤价维持低位，煤电盈利仍有进一步改善空间。2023 年以来，国内煤炭供应保持高位水平，进口煤供应量同比大幅增长，非电用煤需求不及预期，库存处于历史高位水平，煤炭供需关系从紧平衡向宽松转变，

煤炭价格波动下行。当前，国内港口及电厂电煤库维持在较高水平，现货煤和进口煤价格均处于低位，有助于公司煤电盈利进一步提升。

新能源建设持续推进，在建项目规模较大，项目资源储备较为充足。2023H1，公司新增新能源装机 6.75 万千瓦，均为光伏发电项目，截至 2023H1，公司风电、光伏等新能源累计投运装机容量为 258.90 万千瓦，其中海上风电、陆上风电、光伏分别为 120、114.5、24.41 万千瓦。在建项目方面，目前公司在建阳江青洲一、二海上风电项目、新疆莎车光伏项目等合计装机容量约 442 万千瓦；同时，公司持续拓展新能源项目资源，截至 2023H1，公司取得备案及核准的新能源项目 1180 万千瓦。公司在建项目规模较大，且新能源项目资源储备较为充足，未来在建项目及储备项目逐步投运将驱动公司业绩稳步增长。

风险提示：用电量下滑；电价下滑；新能源项目投运不及预期；煤价上涨；行业政策变化。

投资建议：维持盈利预测，预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 20.6/29.2/40.7 亿元/，EPS 为 0.39/0.56/0.77 元，当前股价对应 PE 为 16.1/11.4/8.2x，对应 PB 为 1.5/1.4/1.2x。给予公司 2023 年 1.6-1.7 倍 PB，对应 6.80-7.22 元/股合理价值，较目前股价有 7%-14%的溢价空间，维持“买入”评级。

证券分析师： 黄秀杰（S0980521060002）、郑汉林（S0980522090003）

◆ 科顺股份(300737.SZ) 财报点评:减值计提拖累业绩，盈利能力和质量有待修复

Q2 收入增速略有放缓，减值计提拖累业绩承压。2023H1 公司实现营收 43.4 亿元，同比+4.7%，归母净利润 0.61 亿元，同比-75.2%，扣非归母净利润 0.53 亿元，同比-69.8%，EPS 为 0.05 元/股；其中 Q2 单季度实现营收 24.7 亿元，同比+2.7%，归母净利润 0.03 亿元，同比-98.3%，扣非归母净利润 0.12 亿元，同比-87.0%。收入增长总体稳健，Q2 增速略有放缓，主要受市场需求不振以及竞争加剧影响，同时减值损失大幅增加显著拖累业绩，2023H1 计提资产减值和信用减值合计 1.61 亿元，同比+59.4%。

盈利能力有所下滑，费用率小幅提升。2023H1 实现综合毛利率 21.1%，同比-1.65pp，其中 Q1、Q2 单季度毛利率分别为 21.6%/20.8%，同比-4.2/+0.1pp，受竞争加剧以及原材料沥青价格仍处于相对高位影响，毛利率有所下滑；分产品看，防水卷材/防水涂料/防水工程施工毛利率分别为 19.9%/20.5%/3.9%，同比-1.9/+0.4/-8.1pp，预计随着下半年原材料价格进一步回落以及公司成立降本专项小组，加大降本考核力度，强化降本增效有效降低成本，毛利率有望回归良性态势。2023H1 期间费用率 15.0%，同比+0.98pp，其中销售/管理/财务/研发费用率分别+0.67/+0.07/+0.02/+0.22pp，销售费用率提升主因加大 C 端市场投入所致。

现金流仍待修复，全面加强应收账款管理。2023H1 公司实现经营活动净现金流-7.5 亿元，较上年同期净流出增加 0.76 亿元，收现比/付现比分别为 0.83/1.03，上年同期为 0.81/0.99，现金流仍有待修复。截至 2023H1 应收票据及应收账款合计 57.3 亿元，较上年同期增加 1.2 亿元，应收款项同比略有增加，部分应收款项账龄变长，导致坏账准备计提增加，公司已将原有的应收管理小组升级成为应收账款管理中心，加大回款考核力度并加快存量协议工抵房的去化处理，预计有望提升应收账款周转率、降低减值风险。

风险提示：地产复苏不及预期；原材料价格大幅上涨；应收账款风险

投资建议：优化收入结构+降本控费发力，盈利能力有望修复，维持“买入”

公司持续加大经销商客户的开发和培育，有效提高经销占比，提升下沉市场覆盖率，并加大 C 端市场开拓，不断丰富产品类别，优化收入结构。目前，可转债已顺利发行上市，有望巩固防水领域领先地位。考虑到短期减值计提扰动和需求恢复缓慢，下调盈利预测，预计 23-25 年 EPS 为 0.32/0.52/0.68 元/股（前值 0.52/0.75/0.99 元/股），对应 PE 为 25.2/15.5/11.9x，随着增长逐步回归正轨，叠加降本控费发力，盈利能力有望修复，业绩弹性依旧可期，维持“买入”评级。

证券分析师： 陈颖（S0980518090002）、冯梦琪（S0980521040002）

◆ 兔宝宝(002043.SZ) 财报点评:兔宝宝(002043.SZ)——2023 年中报点评-上半年归母净利润同比+8.3%，现金流大幅改善

Q2 收入小幅增长，投资收益增厚业绩。2023H1 公司实现营收 32.6 亿元，同比-12.6%，归母净利润 2.9 亿元，同比+8.3%，扣非归母净利润 2.2 亿元，同比+1.9%，EPS 为 0.35 元/股；其中 Q2 单季度营收 21.5 亿元，同比+2.2%，归母净利润 2.1 亿元，同比+24.7%，扣非归母净利润 1.6 亿元，同比+17.0%。收入有所承压主要受地产需求持续低迷影响，报告期投资收益 4792 万元主因转让江苏德华兔宝宝、德兴兔宝宝两家子公司股权收益及债务重组收益贡献，剔除投资收益影响 2023H1 归母净利润同比-3.8%，Q2 单季度同比+3.6%。

板材业务加快下沉和小 B 渠道拓展，全屋定制逆势增长。2023H1 装饰材料/定制家居业务分别实现营收 25.4/6.7 亿元，同比-11.2%/-19.2%，其中装饰材料业务中的板材/板材品牌使用费/其他装饰材料收入分别为 15.0/2.5/7.9 亿元，同比-20.0%/+28.1%/+0.3%，品牌使用费大幅提升主因加快外围区域空白市场拓展，不断下沉至县级市场和乡镇市场，同时大力拓展家具厂渠道，截至 2023H1 合作家具厂客户达 14000 多家；定制家居业务中全屋定制/裕丰汉唐收入分别为 2.46/2.53 亿元，同比+17.54%/-43.93%，全屋定制逆势增长，裕丰汉唐同比继续下降，主因公司控制风险主动缩减地产精装定制业务规模。

盈利能力同比提升，现金流大幅改善。2023H1 综合毛利率 20.4%，同比+1.6pp，其中装饰材料/定制家居业务分别为 19.8%/21.0%，同比+3.1pp/-3.3pp，期间费用率 9.8%，同比-0.4pp，其中销售/管理/财务/研发费用率+0.26pp/-0.31pp/-0.39pp/+0.05pp，管理费用率降低主因加强内部成本费用管控职工薪酬减少，同时股权激励费用同比减少，财务费用率降低主因短期借款同比减少对应利息支出减少。2023H1 经营性现金流净额 5.0 亿元，上年同期-0.12 亿元，收现比/付现比 1.08/0.92，上年同期 0.99/0.96，主因公司加强营运资金管控，截至 2023H1 应收票据及账款 12.3 亿元，同比-14.7%，合同资产 0.58 亿元，同比-23.6%，应付票据及账款 14.0 亿元，同比+11.8%。

风险提示：地产复苏不及预期；原材料价格大幅上涨；渠道拓展不及预期

投资建议：多渠道策略持续推进，转型升级加速，维持“买入”评级

公司作为板材龙头，品牌、产品、供应链等优势明显，并加速渠道下沉，大力拓展家具厂和家装公司等小 B 渠道，多渠道布局持续完善，看好外围区域稳步拓展以及小 B 渠道对板材业务的拉动，以及依托板材优势下定制家居业务的持续增长。考虑到地产需求低迷，下调盈利预测，预计 23-25 年 EPS 为 0.83/1.02/1.20 元/股（前值 0.84/1.10/1.31 元/股），对应 PE 为 13.2/10.9/9.2x，维持“买入”评级。

证券分析师： 陈颖（S0980518090002）、冯梦琪（S0980521040002）

◆ 天德钰(688252.SH) 财报点评:二季度收入环增 12.6%，预计 AMOLED 驱动芯片明年贡献营收

二季度收入环比增长 12.6%，盈利能力环比改善。公司 1H23 实现收入 5.02 亿元 (YoY -22.57%)，归母净利润 0.47 亿元 (YoY -67.89%)，扣非归母净利润 0.42 亿元 (YoY -70.76%)。其中 2Q23 营收 2.66 亿元 (YoY -25.9%，QoQ +12.6%)，归母净利润 0.36 亿元 (YoY -59%，QoQ +239%)，扣非归母净利润 0.32 亿元 (YoY -64%，QoQ +211%)。从盈利能力看，上半年毛利率同比下降 15.7ct 至 21.08%，净利率下降 13.1pct 至 9.28%；2Q23 毛利率为 21.66%(YoY -12.2pct, QoQ +1.2pct)，净利率为 13.53%(YoY -11.0pct, QoQ +9.0pct)。

上半年 TDDI 出货量同比增长 60%，预计 AMOLED 驱动芯片明年贡献营收。上半年公司显示驱动芯片产品线实现收入 4.13 亿元，同比减少 12.33%，收入占比 82.44%，主力产品 TDDI 出货量同比增长 60%。公司 TDDI 技术先进，获得了三星、VIVO、OPPO 等全球主流手机品牌的认可，预计下半年出货将持续提升。公司重点布局的 AMOLED 手机显示驱动芯片已经跟终端客户和显示屏厂在验证过程中，预计 2023 年下半年完成产品验证，2024 年贡献营收。

电子价签显示驱动芯片走出谷底，预计下半年收入持续提升。上半年公司电子价签显示驱动芯片产品线实现收入 5883 万元，同比减少 61.67%，收入占比 11.75%。电子价签去年上半年市场库存较高，下半年开始去库存，公司相关收入去年第四季度降到最低，今年上半年逐季转好，预计今年下半年将持续向上提升。2023 年电子价签从三色全面转入四色电子价签，公司较早实现四色电子价签驱动芯片量产，进一步增强公司在该领域的市场竞争力。

上半年快充协议芯片和音圈马达驱动芯片收入均同比增长。上半年公司快充协议芯片和音圈马达驱动芯片收入为 2018 万元和 891 万元，分别同比增长 18.36%和 17.58%。公司闭环式音圈马达驱动芯片 Close loop 类型的 OIS 驱动 IC 已经量产，为国内第一家实现该产品量产的公司，预计将带动音圈马达驱动芯片收入的增长。快充协议芯片方面，公司今年新产品主要是单 C 口最优成本 PD 方案，外围零件最少，单芯片可做多口 1A1C-20W 产品。

投资建议：下游需求逐渐恢复，给予“增持”评级

我们预计公司 2023-2025 年归母净利润 1.08/1.57/2.14 亿元，同比增速-17.1/+45.7/+36.2%；EPS 为 0.26/0.38/0.52 元，对应 2023 年 8 月 29 日股价的 PE 分别为 67/46/34x。公司下游需求逐渐恢复，盈利能力逐渐改善，给予“增持”评级。

风险提示：需求不及预期，产品研发不及预期，客户导入不及预期。

证券分析师： 胡剑（S0980521080001）、胡慧（S0980521080002）、周靖翔（S0980522100001）、叶子（S0980522100003）

联系人： 詹浏洋、李书颖、连欣然

◆ 卓胜微(300782.SZ) 财报点评:二季度收入同比环比均实现增长

二季度收入同比环比增长，毛利率环比微升。公司 1H23 实现收入 16.65 亿元 (YoY -25.49%)，归母净利润 3.67 亿元 (YoY -51.26%)，扣非归母净利润 3.67 亿元 (YoY -51.56%)。其中 2Q23 营收 9.54 亿元 (YoY +5.4%，QoQ +34.0%)，归母净利润 2.50 亿元 (YoY -14.6%，QoQ +115%)，扣非归母净利润 2.49 亿元 (YoY -15.7%，QoQ +111%)。从盈利能力看，上半年毛利率同比下降 3.5pct 至 49.06%，净利率下降 11.6pct 至 21.99%，研发费用同比增长 50.8%至 2.54 亿元，研发费率同比提高 7.7pct 至 15.24%；2Q23 毛利率为 49.23% (YoY -3.5pct, QoQ +0.4pct)，净利率为 26.23% (YoY -6.1pct, QoQ +9.9pct)。

上半年射频模组收入占比提高至 32%，集成自产滤波器的模组产品逐步放量。上半年公司射频分立器件收入 11.03 亿元 (YoY -27.24%)，占比 66%，毛利率 49.61% (-3.90pct)；射频模组收入 5.33 亿元 (YoY -22.54%)，占比同比提高 1.2pct 至 32%，毛利率 48.00% (-3.21pct)。上半年射频前端芯片产业链仍然处于去库存进程中，受到全球宏观经济低迷等因素影响，消费电子需求依旧不及预期，但随着行业库存的持续去化，下游终端及公司自身库存有所改善，叠加二季度国内手机市场的消费促销活动以及集成自产滤波器的 DiFEM、L-DiFEM 等产品在客户端出货逐步放量，二季度收入环比提升。

双工器和四工器已在个别客户量产导入，并成功研发 L-FEMiD 产品。射频滤波器及其模组产品方面，上半年公司交付的 DiFEM、L-DiFEM 及 GPS 模组等产品中集成自产的滤波器超 1.6 亿颗；双工器和四工器已在个别客户实现量产导入；推出单芯片多频段滤波器产品，包括双接收通道、三接收通道的滤波器分立产品，已进入量产阶段；成功研发 L-FEMiD 产品，助推高端模组更全面的产品覆盖。射频功率放大器及其模组产品方面，公司持续加大应用于 5G NR 频段的主集收发模组 L-PAMiF 产品在客户端的渗透与覆盖，同时推出 MMB PA 模组产品并处于向客户送样推广阶段。

投资建议：射频前端产品平台型企业，维持“买入”评级

我们预计公司 2023-2025 年归母净利润 10.1/13.3/16.1 亿元，同比增速-5.8/+32.1/+21%；EPS 为 1.89/2.49/3.02 元，对应 2023 年 8 月 29 日股价的 PE 分别为 67/51/42x。公司已形成射频前端产品平台，维持“买入”评级。

风险提示：新产品研发不及预期，需求不及预期，竞争加剧的风险。

证券分析师： 胡剑（S0980521080001）、胡慧（S0980521080002）、周靖翔（S0980522100001）、叶子（S0980522100003）

联系人： 詹浏洋、李书颖、连欣然

◆ 芯朋微(688508.SH) 财报点评:上半年收入同比增长 2%，新能源领域收入超 2500 万元

上半年收入同比增长 2%，二季度收入同比环比均增长。公司 1H23 实现收入 3.84 亿元 (YoY +2.36%)，归母净利润 0.48 亿元 (YoY -17.59%)，扣非归母净利润 0.33 亿元 (YoY -26.81%)。其中 2Q23 营收 1.97 亿

元 (YoY +3.66%, QoQ +5.40%), 归母净利润 2760 万元 (YoY +12%, QoQ +35%), 扣非归母净利润 2191 万元 (YoY +41%, QoQ +94%)。从盈利能力看, 上半年毛利率同比下降 2.6pct 至 38.94%, 净利率下降 3.3pct 至 12.12%, 研发费率同比持平为 23.44%; 2Q23 毛利率为 38.79% (YoY -2.7pct, QoQ -0.3pct), 净利率为 13.75% (YoY +0.9pct, QoQ +3.3pct)。

上半年家电类芯片收入同比增长, 标准电源类芯片收入同比下降。在家电市场, 公司以国产替代为目标, 2017 年开始布局白电, 2020 年下半年量产, 产品品类持续丰富, 目前在空调/冰箱/洗衣机领域均已进入到国内相关领域标杆厂商, 包括美的、海尔、海信、格力、奥克斯、博世等, 上半年进一步扩大白电和黑电市占率, 相关芯片收入同比增长 25% 左右。由于上半年消费电子需求较弱, 客户在备货策略上更为保守, 新产品的推出时间也有一定程度的后延, 公司标准电源类芯片收入同比减少 35% 左右。

上半年新能源领域收入超 2500 万元, 车规级功率芯片合作客户不断丰富。工控功率市场, 虽然上半年传统基站业务出现收缩, 但得益于公司前期大力投入研发推出的全系列功率芯片新品, 上半年以“光伏逆变和储能”为代表的新能源领域实现收入超 2500 万元, 带动工控功率类芯片收入同比增长约 10%。公司已从家电品牌厂商的主流高压电源和驱动芯片提供商延伸至新能源领域的领先国产功率芯片提供商, 未来将继续扩充至服务器、新能源车等领域, 目前已有多款产品通过 AEC-Q100 可靠性认证。虽然上半年车规级功率芯片收入尚未突破千万, 但合作客户群体不断丰富。截至 6 月底, 公司有效产品型号超过 1700 个。

投资建议: 公司新能源领域拓展顺利, 维持“买入”评级

我们预计公司 2023-2025 年归母净利润 1.32/2.12/3.00 亿元, 同比增速 +47%/+61%/+41%; EPS 为 1.16/1.87/2.65 元, 对应 2023 年 8 月 29 日股价的 PE 分别为 47.5/29.6/20.9x。公司新能源领域拓展顺利, 维持“买入”评级。

风险提示: 新产品研发不及预期; 客户验证不及预期; 需求不及预期。

证券分析师: 胡剑 (S0980521080001)、胡慧 (S0980521080002)、周靖翔 (S0980522100001)、叶子 (S0980522100003)

联系人: 詹浏洋、李书颖、连欣然

◆ 圣邦股份(300661.SZ) 财报点评: 二季度收入环比增长 24%, 新增 300 余款产品

二季度收入环比增长 24%, 毛利率承压。公司 1H23 实现收入 11.48 亿元 (YoY -30.46%), 归母净利润 0.90 亿元 (YoY -83.40%), 扣非归母净利润 0.49 亿元 (YoY -90.79%)。其中 2Q23 营收 6.35 亿元 (YoY -27.5%, QoQ +23.7%), 归母净利润 0.59 亿元 (YoY -79%, QoQ +97%), 扣非归母净利润 0.43 亿元 (YoY -85%, QoQ +588%)。从盈利能力看, 上半年毛利率同比下降 8.3pct 至 51.51%, 净利率下降 24.9pct 至 7.47%, 研发费用增长 34% 至 3.49 亿元, 研发费率同比提高 14.6pct 至 30.39%; 2Q23 毛利率为 50.58% (YoY -8.4pct, QoQ -2.1pct), 净利率为 9.12% (YoY -22.5pct, QoQ +3.7pct)。

电源管理和信号链芯片收入占比分别为 62% 和 38%, 毛利率均同比下降。公司产品包括电源管理芯片和信号链芯片两大类, 上半年电源管理芯片收入 7.10 亿元 (YoY -35.48%), 占比 62%, 毛利率 45.95% (-11.27pct); 信号链产品收入 4.39 亿元 (YoY -19.89%), 占比 38%, 毛利率 60.51% (-4.25pct)。

继续加大研发投入, 上半年推出 300 余款新产品。截至 6 月 30 日, 公司研发人员 909 人, 占总员工的 70.96%, 其中从事集成电路行业 10 年及以上的人员有 311 人。在持续的研发投入下, 上半年共推出 300 余款新产品, 包括高精度电压基准、具有负输入电压能力的高速低边栅极驱动器、高效同步降压芯片、高隔离度高带宽双通道差分模拟开关、双向电荷泵、基于自主研发 AHP-COT-FB 架构的 DC-DC 降压芯片、四通道 AMOLED 屏电源芯片、同步 DC-DC 升压芯片、PWM 控制线性调光 LED 驱动器、输入电压 60V 同步 BUCK 控制器、高精度电流检测放大器、30KV 双向 ESD 保护器件、8 通道 14 位 1MSPS 低功耗 ADC 等, 目前拥有 30 大类 4600 余款可供销售产品。

发布 2023 年股票期权激励计划, 首次授予对象 1112 人。8 月 28 日晚, 公司发布 2023 年股票期权激励计划 (草案), 拟授予股票期权数量 1032.50 万份, 约占总股本的 2.21%。其中首次授予 826.00 万份, 涉及 1112 人, 行权价格为 66.00 元/份。

投资建议：模拟芯片平台企业，维持“买入”评级

我们预计公司 2023-2025 年归母净利润 2.58/4.79/7.53 亿元，同比增速-71/+86/+57%；EPS 为 0.55/1.02/1.61 元，对应 2023 年 8 月 29 日股价的 PE 分别为 136/73/46x。虽然短期业绩承压，但我们看好公司作为模拟芯片平台企业的长期成长能力，维持“买入”评级。

风险提示：产品研发不及预期，客户导入不及预期，竞争加剧的风险。

证券分析师： 胡剑（S0980521080001）、胡慧（S0980521080002）、周靖翔（S0980522100001）、叶子（S0980522100003）

联系人： 詹浏洋、李书颖、连欣然

◆ 唯捷创芯(688153.SH) 财报点评:二季度收入环比增长 80%，预计 L-PAMiD 下半年大规模出货

二季度收入环比增长 80%，毛利率承压。公司 1H23 实现收入 8.91 亿元 (YoY -32.07%)，归母净利润-0.70 亿元 (YoY -364%)，扣非归母净利润-0.64 亿元 (YoY -735%)。其中 2Q23 营收 5.73 亿元 (YoY +25.9%，QoQ +80.2%)，归母净利润 1239 万元 (YoY +222%，QoQ +115%)，扣非归母净利润 1955 万元 (YoY +178%，QoQ +123%)。从盈利能力看，上半年毛利率同比下降 1.8pct 至 28.69%，净利率下降 9.9pct 至-7.88%，研发费率同比提高 5.4pct 至 23.81%；2Q23 毛利率为 27.53% (YoY -4.1pct, QoQ -3.3pct)，净利率为 2.16% (YoY +4.4pct, QoQ +28.1pct)。

新一代低压版 L-PAMiF 实现小批量出货，L-PAMiD 在头部品牌客户批量销售。上半年射频功率放大器模组实现收入 7.97 亿元，占比 89%，其中 5G PA 模组收入 3.22 亿元。新产品方面，上半年公司向市场推出新一代低压版本 L-PAMiF 产品，已经通过国内品牌厂商的验证并实现小批量出货，该产品降低了手机对升压电源管理芯片的需求，从系统整体方案上优化了成本，下半年公司将进一步提升该产品的市场份额；另外，公司自主研发的 L-PAMiD 产品在国内率先实现向头部品牌客户批量销售，在智能手机产品中实现了国产射频前端高集成度模组的突破，预计下半年实现大规模出货。此外，公司的车规级射频芯片也已通过客户验证，正在汽车和模块厂商处推广，预计将在 2024 年实现大规模出货。

新产品 DRx 和 DiFEM 模组预计年末正式推出，第一代 Wi-Fi 7 已正式推广。上半年接收端模组实现收入 9298 万元，占比 10%。公司销售的接收端模组产品包括 LNA Bank、L-FEM 及开关等产品，其中第三代 LNA Bank 产品已正式量产出货，第四代产品也在研发设计中；L-FEM 的成熟产品处于大规模量产阶段，新一代产品已在研发验证中；新产品 DRx 和 DiFEM 模组的研发、验证和推广正按计划进行，预计将在年末正式推出。Wi-Fi 射频前端模组方面，公司的第一代 Wi-Fi 7 已正式开始推广，适配二代平台的 Wi-Fi 7 产品预计将于年末推向市场。

投资建议：射频前端模组产品布局日益完善，给予“增持”评级

我们预计公司 2023-2025 年归母净利润 0.16/2.04/3.71 亿元，EPS 为 0.04/0.49/0.89 元，对应 23 年 8 月 30 日股价的 PE 分别为 1945/156/86x。公司射频前端模组产品布局日益完善，给予“增持”评级。

风险提示：新产品研发不及预期；客户验证不及预期；需求不及预期。

证券分析师： 胡剑（S0980521080001）、胡慧（S0980521080002）、周靖翔（S0980522100001）、叶子（S0980522100003）

联系人： 詹浏洋、李书颖、连欣然

金融工程

◆ 金融工程专题报告:基金投资价值分析-把握“纯正”而“稀缺”的超小盘投资利器——华泰柏瑞中证 2000ETF 投资价值分析

“纯正”而“稀缺”的超小盘投资利器

随着 A 股市场的不断扩容，A 股上市公司的市值中枢在近年来持续下移，市场迫切需要一只能够表征小

微盘股票走势的宽基指数，以延展现有指数体系的触角，而中证 2000 指数的出现正好弥补了这一空白。截至 2023 年 8 月 25 日，在中证 2000 指数的成分股中，有约 71% 的股票市值不足 50 亿，27% 的股票市值介于 50-100 亿元之间；对比中证 1000 指数，其成分股主要集中在 50-100 亿以及 100-200 亿的区间。中证 2000 指数的市值中枢明显下移，更能够代表 A 股的小微盘股。

2021 年一季度以来，随着小盘行情的持续复苏，主动股基在中证 2000 指数上的持股市值以及占比有着较为明显的提升；而在 2023 年以来，北向资金大幅持续加仓中证 2000 指数成分股。随着小盘行情的推进，公募基金和北向资金均有市值下沉倾向、加大对中证 2000 等小盘股的配置的倾向。

中证 2000 指数投资价值分析

中证 2000 指数（932000.CSI）发布于 2023 年 8 月 11 日，中证 2000 指数从沪深市场中选取市值规模较小且流动性较好的 2000 只证券作为指数样本，与沪深 300、中证 500 和中证 1000 指数共同构成中证规模指数系列，反映沪深市场不同市值规模上市公司证券的整体表现。

中证 2000 指数行业分布较为分散，从指数中信一级行业分布来看，机械权重占比为 12.86%，基础化工权重为 9.17%，计算机权重为 8.69%。从中信二级行业来看，计算机软件、专用机械、电气设备权重分别为 6.19%、5.59%、5.02%。截至 2023 年 8 月 25 日，中证 2000 指数的市盈率为 53.95，市净率为 2.2，均处于均值减一倍标准差以下，为发布日以来最低分位点，具有较高安全边际。中证 2000 指数前十大权重股占比合计为 1.84%，持仓分散，平均市值为 103.79 亿元。自 2014 年以来，中证 2000 指数的年化收益为 8.68%，高于沪深 300、中证 500、创业板指等指数；年化波动率为 26.77%，更具成长弹性。

华泰柏瑞中证 2000ETF 投资价值分析

华泰柏瑞中证 2000ETF（基金认购代码：563303；基金证券代码：563300）是华泰柏瑞基金发行的一只以跟踪中证 2000 指数为目标的 ETF 基金，基金经理为柳军先生和李沐阳先生。该产品将于 2023 年 9 月 1 日至 2023 年 9 月 5 日进行发售。

华泰柏瑞基金 2004 年 11 月 18 日成立于上海，是一家中外合资基金管理公司，拥有丰富的公募基金产品，多只专户和 QFII 投顾账户，产品线已覆盖 ETF、主动量化、主动股票、混合、QDII、债券、货币等类型，能满足投资者的不同需求。截至 2023 年 8 月 28 日，华泰柏瑞基金共管理非货币 ETF 数量 33 只，规模为 1793.05 亿元。

风险提示：市场环境变动风险，统计结果基于客观数据，不构成投资建议。

证券分析师：张欣慰（S0980520060001）

联系人：杨昕宇

◆ 金融工程日报：市场缩量调整，半导体板块走强

市场表现：今日（20230831）大部分指数处于下跌状态，规模指数中上证 50 指数表现较好，板块指数中科创 50 指数表现较好，风格指数中沪深 300 价值指数表现较好。电子、医药、家电、通信、电力公用事业行业表现较好，房地产、综合金融、建材、传媒、消费者服务行业表现较差。光刻胶、长江存储、电子纸、半导体材料、中芯国际产业链等概念表现较好，保障性住房、房地产精选、城中村改造、房屋租赁、新型城镇化等概念表现较差。

市场情绪：今日收盘时有 36 只股票涨停，有 10 只股票跌停。昨日涨停股票今日收盘收益为 1.62%，昨日跌停股票今日收盘收益为-1.84%。今日封板率 73%，较前日提升 11%，连板率 22%，较前日提升 7%。

市场资金流向：截止 20230830 两融余额为 15736 亿元，其中融资余额 14795 亿元，融券余额 941 亿元。两融余额占流通市值比重为 2.2%，两融交易占市场成交额比重为 7.6%。20230831 北向合计净流出 43.0 亿元。

折溢价：20230830 当日 ETF 溢价较多的是互联网 50ETF，ETF 折价较多的是 ESG 建信 ETF。近半年以来大宗交易日均成交金额达到 28 亿元，20230830 当日大宗交易成交金额为 39 亿元，近半年以来平均折价率 4.99%，当日折价率为 6.50%。近一年以来上证 50 股指期货主力合约年化升水率中位数为 2.17%，近一年以来沪深 300 股指期货主力合约年化升水率中位数为 1.85%，近一年以来中证 500 股指期货主力合约年化贴水率中位数为-1.05%，近一年以来中证 1000 股指期货主力合约年化贴水率中位数为-2.38%，

当日上证 50 股指期货主力合约年化升水率为 5.56%，处于近一年来 83%分位点，当日沪深 300 股指期货主力合约年化升水率为 6.96%，处于近一年来 88%分位点；当日中证 500 股指期货主力合约年化升水率为 1.19%，处于近一年来 66%分位点；当日中证 1000 股指期货主力合约年化升水率为 2.35%，处于近一年来 81%分位点。

机构关注与龙虎榜：近一周内调研机构较多的股票是迈瑞医疗、江苏雷利、鱼跃医疗、威高骨科、国芯科技、华菱钢铁、视源股份、博实股份等，迈瑞医疗被 446 家机构调研。20230831 披露龙虎榜数据中，机构专用席位净流入较多的股票是新诺威、锆威特、中贝通信、波长光电、智云股份、司南导航等，机构专用席位净流出较多的股票是城建发展、渝开发、盛邦安全、天健集团、中华企业、威力传动、大豪科技、新疆交建、零点有数、金橙子、中迪投资、中富电路、长青科技、明阳科技等。陆股通净流入较多的股票是天健集团、容大感光、大豪科技、新疆交建、中华企业、新诺威等，陆股通净流出较多的股票是胜利精密、深振业 A、城建发展、鸿达兴业、格林达、华映科技、通化金马、首开股份等。

风险提示：市场环境变动风险；本报告基于历史客观数据统计，不构成投资建议。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）、刘璐（S0980523070004）

【市场数据】

商品期货

商品	收盘价	涨跌幅	商品	收盘价	涨跌幅
黄金	464.48	0.71	ICE 布伦特原油	85.86	0.43
白银	5949.00	0.60	铜	69740.00	0.30
铝	19130.00	1.21	铅	16345.00	0.36
豆一	5279.00	0.47	锌	21175.00	0.47
豆粕	4924.00	0.14	镍	165630.00	-0.08
玉米	2825.00	0.39	锡	215220.00	0.89
螺纹钢	3619.00	1.06	SR309	7189.00	1.85

本月国内重要信息披露

公布日期	项目	本期数据	上期数据	上年同期数据	发布主体
2022/10/31	10月PMI(%)	92.0	92.3	98.2	中国物流与采购联合会
2022/10/31	10月PPI(%)	-2.5	0.64	17.89	PPI
2022/10/31	10月CPI(%)	100.1	99.8	102.1	国家统计局
2022/10/31	10月狭义货币(M1)同比(%)	0.05	0.06	0.02	中国人民银行
2022/10/31	10月狭义货币(M2)同比(%)	0.11	0.12	0.08	中国人民银行
2022/10/31	10月新增人民币贷款(亿元)	4431.0	25686.0	7752.0	中国人民银行
2022/10/31	10月贸易顺差总额(亿美元)	84940.49	84048.99	84856.9	国家商务部
2022/10/31	10月固定资产投资累计同比(%)	0.05	0.01	0.06	国家统计局
2022/10/31	10月工业增加值(%)	0.05	0.06	0.03	国家信息中心
2022/10/31	10月社会消费品零售总额_同比(%)	0.05	0.05	0.06	国家统计局

近期非流通股解禁明细

代码	简称	本次解禁数量(万股)	流通股股本(万股)	流通股增加%	上市日期
603155.SH	新亚强	11667.00	15556.00	100.00	2023-09-01
300879.SZ	大叶股份	10500.00	16000.00	100.00	2023-09-01
300880.SZ	迦南智能	9001.80	16003.20	100.00	2023-09-01
300881.SZ	盛德鑫泰	7350.00	10000.00	100.00	2023-09-01
688711.SH	宏微科技	123.11	8041.87	6.37	2023-09-01
688776.SH	国光电气	77.76	2462.46	1.45	2023-08-31
002260.SZ	*ST德奥	11138.40	37658.40	38.18	2023-08-31
600821.SH	金开新能	25578.08	153635.65	100.00	2023-08-28
688356.SH	键凯科技	2401.24	6000.00	100.00	2023-08-28
002996.SZ	顺博合金	31293.53	43900.00	100.00	2023-08-28
688408.SH	中信博	6267.27	13571.54	100.00	2023-08-28
688786.SH	悦安新材	106.80	5338.45	3.22	2023-08-28
688017.SH	绿的谐波	5356.25	12041.67	100.00	2023-08-28
688215.SH	瑞晟智能	2410.85	4004.00	100.00	2023-08-28
688289.SH	圣湘生物	16164.48	40000.00	100.00	2023-08-28
605123.SH	派克新材	6655.00	10800.00	100.00	2023-08-25

601018.SH	宁波港	263456.95	1580741.73	100.00	2023-08-25
300866.SZ	安克创新	24270.10	39364.11	94.99	2023-08-24
300875.SZ	捷强装备	3912.33	7404.67	93.43	2023-08-24
300869.SZ	康泰医学	18818.92	34152.89	75.74	2023-08-24
300867.SZ	圣元环保	11596.28	27058.02	99.00	2023-08-24
300862.SZ	蓝盾光电	4600.52	13186.99	100.00	2023-08-24
300861.SZ	美畅股份	19839.32	37395.12	88.39	2023-08-24
300860.SZ	锋尚文化	770.27	4964.34	8.10	2023-08-24
300864.SZ	南大环境	6840.00	9120.00	100.00	2023-08-24
300872.SZ	天阳科技	8230.88	22468.20	100.00	2023-08-24
300871.SZ	回盛生物	8280.00	16576.05	99.41	2023-08-24
300870.SZ	欧陆通	6210.32	10120.00	100.00	2023-08-24
300873.SZ	海晨股份	6614.98	13333.33	100.00	2023-08-24
300876.SZ	蒙泰高新	6768.00	9600.00	100.00	2023-08-24
300877.SZ	金春股份	6320.00	11999.89	99.99	2023-08-24
300878.SZ	维康药业	5769.65	8043.90	100.00	2023-08-24
300863.SZ	卡倍亿	3651.00	5523.00	100.00	2023-08-24
300865.SZ	大宏立	6751.33	9568.00	100.00	2023-08-23
688766.SH	普冉股份	36.22	2103.25	2.32	2023-08-23
688379.SH	华光新材	4213.00	8329.75	89.95	2023-08-21
603931.SH	格林达	6003.98	14254.17	100.00	2023-08-21
688596.SH	正帆科技	5328.87	25650.00	100.00	2023-08-21
688393.SH	安必平	3276.84	9334.00	100.00	2023-08-21
605008.SH	长鸿高科	43949.00	64238.04	100.00	2023-08-21

全球证券市场统计

股票市场指数

简称	最新收盘价	1日 涨跌幅(%)	1周 涨跌幅(%)	1个月 涨跌幅(%)	3个月 涨跌幅(%)	12个月 涨跌幅(%)	30天 波动率(%)
道琼斯工业平均指数	34890.24	0.107789	26.96	17.90	18.33	31.56	29.51
德国 DAX 指数	15891.93	-0.244494	21.00	-3.50	-0.10	22.61	30.91
法 CAC40 指数	7364.40	-0.122467	1.62	-1.49	2.14	18.58	40.83
恒生指数	18382.06	-0.545370	0.93	-8.45	0.81	-7.87	89.20
沪深 300 指数	3765.26	-0.613500	1.12	-6.21	-0.87	-7.68	61.05
美国 SP500 指数	4514.87	0.383313	1.77	-1.47	7.35	13.26	33.81
纳斯达克综合指数	14019.31	0.541819	2.17	-2.07	7.69	17.97	41.68
日经 225 指数	32619.34	0.884161	1.02	-1.66	5.60	16.11	不适用

沪深港通资金流入流出 Top10

A 股资金流入流出前十

排序	代码	简称	价格(RMB)	涨跌幅(%)	流入资金 (RMB, 万元)	代码	简称	价格(RMB)	涨跌幅(%)	流出资金 (RMB, 万元)
1	600519.SH	贵州茅台	1847.0000	-0.4849	81166.14	000858.SZ	五粮液	155.9100	-1.2102	107314.59
2	601318.SH	中国平安	48.7900	1.1192	76477.90	300750.SZ	宁德时代	236.5500	-0.4000	60738.33
3	002594.SZ	比亚迪	249.4000	-0.1601	70771.58	600519.SH	贵州茅台	1847.0000	-0.4849	60199.49
4	300750.SZ	宁德时代	236.5500	-0.4000	64347.38	002555.SZ	三七互娱	24.6800	-7.4963	53525.60
5	000858.SZ	五粮液	155.9100	-1.2102	63777.33	600036.SH	招商银行	31.5500	-0.3474	52226.89
6	600030.SH	中信证券	22.2000	-1.5957	56127.65	300760.SZ	迈瑞医疗	270.0000	0.3717	45322.00

7	300760.SZ	迈瑞医疗	270.0000	0.3717	50801.52	601318.SH	中国平安	48.7900	1.1192	44888.02
8	002371.SZ	北方华创	271.2600	1.1598	39620.22	002594.SZ	比亚迪	249.4000	-0.1601	43856.02
9	000651.SZ	格力电器	35.7900	1.9077	36340.56	300059.SZ	东方财富	15.8700	-2.1578	42095.67
10	601398.SH	工商银行	4.6200	0.6536	34776.85	601138.SH	工业富联	21.9100	0.5046	39833.52

港股资金流入流出前十

排序	代码	简称	价格(HKD)	涨跌幅(%)	流入资金 (HKD, 万元)	代码	简称	价格(HKD)	涨跌幅(%)	流出资金 (HKD, 万元)
1	9868.HK	小鹏汽车-W	73.5500	0.00684463	17427.69	0700.HK	腾讯控股	325.0000	-0.00245549	108326.66
2	0388.HK	香港交易所	304.0000	-0.01618123	18371.58	0981.HK	中芯国际	19.7000	0.02497399	61842.71
3	0386.HK	中国石油化工股份	4.5900	0.00437637	26413.34	3690.HK	美团-W	128.5000	-0.04247392	59076.76
4	1797.HK	东方甄选	39.7500	-0.02334152	29080.32	1797.HK	东方甄选	39.7500	-0.02334152	38726.93
5	1398.HK	工商银行	3.6000	0.00840336	31693.44	0941.HK	中国移动	67.1000	0.01512859	30063.09
6	0941.HK	中国移动	67.1000	0.01512859	35176.27	0857.HK	中国石油股份	5.6600	0.00711744	16653.92
7	0883.HK	中国海洋石油	13.3800	0.01363636	44269.35	1024.HK	快手-W	64.2000	-0.01154734	15455.77
8	0700.HK	腾讯控股	325.0000	-0.00245549	58540.14	2007.HK	碧桂园	0.8900	0.01136364	14580.66
9	0981.HK	中芯国际	19.7000	0.02497399	59493.15	0883.HK	中国海洋石油	13.3800	0.01363636	11433.94
10	3690.HK	美团-W	128.5000	-0.04247392	90356.01	9868.HK	小鹏汽车-W	73.5500	0.00684463	9500.43

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032