

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2022-09-04

宏观策略

2022 年 09 月 04 日

宏观深度报告 20220829: 人民币再破“7”的胜负手仍在地产——兼论人民币汇率的分析框架

经济下行、中美政策分化下,“保地产”还是“保汇率”?我们认为当前保地产就是保汇率。如果“金九银十”地产销售不能出现明显的企稳反弹,人民币汇率最早可能在9月就破7。

宏观周报 20220828: 高频数据周报: 政策密集发力下票据利率回升, 经济要好转了吗?

疫情方面,本周我国新增病例有所回落,海南防控形势趋稳,然而新冠疫情多点散发,西藏、重庆等地新增确诊病例仍有上升趋势。国内经济方面,全国交通拥堵指数仍处低位,但在疫情影响下,各地区分化情况加剧;房地产成交情况较上周有所回落,商品房土地供应面积出现上升;受极端高温天气影响,电力更加依赖于火力发电,电厂日均耗煤量依然保持在较高水平;钢厂开工率继续提升,原材料可用天数继续下降,市场观望情绪较强。物价方面,本周蔬菜、鸡蛋价格拉动综合农产品批发价格上升,猪肉价总体稳定。工业品期货价格上升较多,布伦特、WTI原油、动力煤、铁矿石期货价格出现回升。国内流动性方面,受跨月因素影响,周四起资金面情绪指数明显上行,隔夜银行间质押式回购操作量有所下滑,但总体来看资金面依然宽松。本周国股银票转贴现利率自周四开始出现快速上行,抢票行情有所降温。但在当前需求转弱的情况下,这一现象是否意味着信贷结构的改善尚不明朗。

固收金工

固收点评 20220901: 嘉诚转债: 中国跨境物流领先企业

嘉诚转债(113656.SH)于2022年9月1日开始网上申购:当前债底估值为84.1元,YTM为3.13%。当前转换平价为97.08元,平价溢价率为3.00%。转债条款中规中矩,总股本稀释率为12.99%。我们预计嘉诚转债上市首日价格在114.89~128.00元之间,我们预计中签率为0.0020%。广州市嘉诚国际物流股份有限公司是一家为客户提供定制化物流解决方案及全程供应链一体化综合物流的服务商。2017年以来公司营收稳步增长,2017-2021年复合增速为5.25%。公司营业收入构成较为稳定,综合物流和商品销售为主要收入来源。公司销售净利率和毛利率稳定上升,销售费用率波动较大,财务费用率整体上升,管理费用率保持稳定。风险提示:项目进展不及预期风险、违约风险。

行业

汽车行业点评报告: 新势力跟踪之8月销量点评: 8家新势力合计交付环比-2.4%, 多家车企月销创新高

投资建议:继续全面看多汽车板块!板块进一步向上动能正在酝酿:
1) 8/24国常会对地产行业支持进一步明确,助于宏观经济恢复信心,间接助于汽车数据向上。2) 8/25成都车展成功召开,优质供给带动新能源

晨会编辑 曾朵红

执业证书: S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

渗透率持续向上。3) 智能化产业进展加速。关键节点验证: 1) 9 月数据; 2) Q4 龙头新能源品牌应对国补退坡的定价策略变化带来的影响。展望未来 6 个月的配置策略: 零部件优于整车。主线一: 龙头优势依然明确且业绩高增长标的优选【比亚迪+拓普集团+德赛西威】。主线二: 优选三大零部件赛道: 1) 智能化核心部件【华阳集团+经纬恒润+伯特利+炬光科技】; 2) 一体化压铸【爱柯迪+旭升股份+文灿股份】; 3) 舒适性部件【继峰股份+保隆科技+中鼎股份】。主线三: 布局整车向上突围品种:【理想汽车+长城汽车+吉利汽车+长安汽车+华为(江淮汽车)】。附其他覆盖标的: 整车【小鹏汽车+蔚来汽车+广汽集团+上汽集团】, 零部件【星宇股份+福耀玻璃+耐世特+岱美股份+中国汽研+华域汽车】等。风险提示: 需求复苏低于预期, 芯片短缺&原材料涨价影响高于预期。

推荐个股及其他点评

锦欣生殖 (01951.HK): 2022 年中报点评: 业绩稳定增长, 持续深化西南布局, 生殖与妇儿结合卓有成效

事件: 公司 2022 上半年实现主营业务收入 11.38 亿元 (+32.5%, 较 2021 年同期增长 32.5%, 下同), 经调整归母净利润 2.61 亿元 (+17.9%), 经营活动产生的现金净额为 2.73 亿元 (+56.53%)。成都地区业务表现亮眼, 生殖与妇儿结合卓有成效。分地区来看, 2022 年 H1, 成都地区创收 7.01 亿元 (+71.3%), 占总收入的比例提升至 61.6% (+13.9pct, 较 2021 年同期提升 13.9 个百分点, 下同), 其中, ARS 收入 3.55 亿元, 较 2021 年同期基本持平。成都收入的快速提升主要系妇产科医疗服务及相关产品销售提升, 创收 2.81 亿元。生殖与妇儿业务相互协同, 引流效果显著, 成都西囡医院接受 ARS 治疗并成功怀孕的患者转化至锦欣妇女儿童医院建卡的数量同比增长 125%, 反之, 后者为前者引流进行 IVF 的初诊患者增加 108%。2022 年上半年, 成都西囡医院移植患者满意度提升至 96% (+3pct), 同时西囡医院与 83 家医疗机构合作, 有望持续保持在四川省 ARS 市场的领先优势。此外, 深圳业务收入为 1.66 亿元 (-19.9%), 主要系疫情干扰; 海外业务实现营收 2.38 亿元, 较 2021 年同期基本持平。自建+收购扩大服务网络, 产能提升助力增加市场份额。公司继续加强大湾区的产能建设, 公司于 2022 年 2 月收购新产业, 用于扩大深圳中山医院的服务范围, 缓解满负荷运营的的现状, 新产业预计 2024 年初正式投入运营。截至 2022 年 7 月, 公司对云南省九州医院和万家医院的控制权增至 96.5%, 未来公司会利用成都和昆明的医院网络, 继续扩大在四川省和云南省的市场份额, 进一步辐射至贵州省, 带动公司在西南地区的影响力。海外方面, 2022 年 8 月, HRC Fertility 自建的圣地亚哥诊所正式运营, HRC Medical 在美国西部的市场影响力进一步提升。盈利预测与投资评级: 考虑到疫情等因素对业绩的干扰, 我们将对公司 2022-2024 年归母净利润 5.24/6.41/7.81 亿元的预测下调为 4.30/5.31/6.50 亿元, 经调整归母净利润为 5.30/6.26/7.35 亿元, 当前市值对应的 PE 为 20/17/15X, 维持“买入”评级。风险提示: 医院扩张进度或不及预期的风险; 医院盈利提升或不及预期的风险; 医疗事故风险; 疫情反复风险等。

荣昌生物-B (09995.HK): 2022 年中报点评: 业绩符合我们预期, 下半年催化剂密集

盈利预测与投资评级: 公司核心产品销售额稳步增长, 因疫情影响预计 2022-2024 年销售收入从 8.95、14.83、26.89 亿元略微下调至 8.60、13.65、

24.65 亿元，其业绩未来增长空间大，维持“买入”评级。

理想汽车-W (02015.HK): 短期因素影响 8 月交付，期待 L9 持续爆发
我们维持理想汽车 2022~2024 年营业收入为 504/1169/2430 亿元，分别同比+87%/+132%/+108%；归母净利润为-0.5/29.8/95.6 亿元，2024 年同比+221%；2023~2024 年对应 PE 分别为 67/21 倍。看好后续多款新车有望带来销量持续高增长，给予 2022 年 6 倍 PS，年内目标价 169 港币，当前股价 111.1 港币。维持理想汽车“买入”评级。

百普赛斯 (301080): 2022 年半年度报告点评：重组蛋白龙头持续高增长，全球化布局前景乐观

公司为重组蛋白龙头，行业高景气发展，考虑到公司新冠业务下滑，我们将公司 2022-2023 年收入 5.62/7.77 亿元的预期下调至 5.21/7.27 亿元，并预计 2024 年营收 9.98 亿元，对应 2022-2024 年归母净利润分别为 2.37/3.36/4.68 亿元，当前股价对应 PE 分别为 54 X /38X /27X，维持买入评级。

凯伦股份 (300715): 2022 年半年报点评：经营承压，推动光伏与建筑防水融合

公司在高分子防水卷材上差异化竞争，不断加大研发投入提升技术实力，随着防水标准提高，高分子防水卷材持续渗透，产品需求占比有较大提升空间。考虑到疫情反复及下游房地产需求影响，我们下调公司 2022-2024 年归母净利为 0.69/2.00/3.14 亿元(前值为 2.47/3.33/4.39 亿元)，对应 PE 分别为 75X/26X/16X，维持公司评级为“增持”评级。风险提示：下游房地产行业波动的风险；原材料价格剧烈波动的风险；行业竞争加剧风险；应收账款风险；股权质押风险。

绿色动力 (601330): 2022 年中报点评：运营收入稳健增长，供汽协同拓展成效突出

事件：2022 年上半年公司实现营业收入 22.63 亿元，同比下降 9.72%；归母净利润 4.17 亿元，同比下降 4.80%；扣非归母净利润 4.14 亿元，同比下降 4.24%；加权平均 ROE 同比降低 0.87pct，至 6.06%。

映宇宙 (03700.HK): 2022 半年报点评：盈利能力增强，静待战略转型效果显现

考虑到公司 2022 年战略调整对业绩的影响，我们将公司 2022-2024 年经调整 EPS 由 0.24/0.27/0.30 元下调至 0.18/0.26/0.32 元，对应 PE 6.2/4.3/3.6X，维持“买入”评级。(注：若无特别说明，本文人民币兑港元汇率取 2022/9/1 数据 1 港币=0.8791 人民币)

国电南瑞 (600406): 2022 年中报点评：业绩符合预期，营收稳健增长
我们维持 2022-2024 年归母净利润分别为 67.9/79.5/92.2 亿元，同比+20%/+17%/+16%，对应现价 PE 分别 27/23/20 倍。给予目标价 35.6 元/股，对应 2023 年 30 倍 PE，维持“买入”评级。

海吉亚医疗 (06078.HK): 2022 年中报点评：医院业务保持快速增长，肿瘤医疗服务竞争力持续提升

事件：公司 2022 年 H1 主营业务收入 15.26 亿元 (+63.8%，较 2021 年同期增长 63.8%，下同)，经调整净利润 3.01 亿元 (+46.6%)，其中，调整项目包括股份支付薪酬开支 0.19 亿元，汇兑亏损 0.48 亿元，收购医院产生的折旧与摊销 0.05 亿元。2022 年上半年经营活动产生的现金净额为 2.91 亿元 (+78.7%)。就诊人次快速增加，门诊服务收入占比提升。2022 年 H1，公司医院业务收入为 14.46 亿元 (+69.9%)。分业务来看，2022

年 H1 公司住院服务收入 9.32 亿元 (+61.0%)，占总收入 61.1% (-1pct，较 2021 年同期提升 1 个百分点，下同)；门诊服务收入 5.13 亿元(+88.8%)，占总收入的 33.6% (+4.4pct)。公司就诊人数不断增加，截至 2022 年 H1，就诊人次为 161.8 万人 (+115.8%)。随着公司品牌影响力和口碑的提升，就诊人次保持快速增长。聚焦肿瘤特色的医院建设，持续提升医院竞争力。2022 年 H1，公司肿瘤相关业务收入为 6.72 亿元 (+50.4%)。截至 2022 年 H1，公司管理或经营 12 家肿瘤科为核心的医院，共完成 29717 例手术。公司强化肿瘤多学科综合诊疗模式建设，苏州永鼎医院新成立肿瘤外科，贺州广济医院积极推进肿瘤中心建设。肿瘤早筛方面，公司投入一系列高端设备为早筛提供有力保障。内生外延扩大集团服务网络，投后整合激发医院潜力。现有医院扩建方面，重庆海吉亚医院二期项目预计 2022 年年底投入使用，二期投用后，医院可扩展床位将达到 1500 张；单县二期项目计划设置床位 500 张，公司预计 2023 年上半年使用；成武二期项目计划新增床位 350 张，公司预计 2023 年年底投入使用。在建医院方面，2022 年 4 月，聊城海吉亚医院投入运营，德州海吉亚预计于 2023 年开业，无锡海吉亚预计 2024 年交付使用。盈利预测与投资评级：考虑到汇兑损益等调整项目对公司净利润的影响，我们将公司 2022-2024 年归母净利润为 6.12/8.20/10.41 亿元的预计下调为 5.20/7.71/9.92 亿元，经调整净利润分别为 6.12、8.20、10.41 亿元，对应当前市值的 PE 估值分别为 38/28/22 倍。维持“买入”评级。风险提示：医院扩张进度或不及预期的风险；医院盈利提升或不及预期的风险等。

创梦天地 (01119.HK)：2022H1 业绩点评：游戏长线运营持续获验，第二增长曲线稳健上扬

盈利预测与投资评级：考虑到游戏产品周期受版号停发影响，同时疫情影响下公司线下拓店速度放缓，我们下调 2022-2023 年盈利预测，并新增 2024 年预测，预计 2022-2024 年 EPS 分别为 -0.06/0.11/0.29 元（2022-2023 年此前为 0.11/0.33 元）。看好公司基于 IP 打造“线上+线下”变现闭环，成长逻辑逐步兑现，维持“买入”评级。风险提示：新游上线延期、门店经营不及预期、行业监管趋严风险。

金山办公 (688111)：金山独秀峰：B 端市场空间广阔

金山面向 B 端市场的远期空间较大：正版化推进与国产化之风席卷，构成了现阶段金山 B 端业务拓展的重要动力。办公软件作为商务活动中的工具，企业应当付费使用。因为需求不同，B 端与 C 端的付费相互独立。金山办公的 B 端业务主要包括党政信创市场、行业信创市场和民企市场，其中党政信创市场到远期稳态采购还有 2 倍提升空间；国央企市场按人付费情况下对应办公软件市场规模约 44 亿元，当前渗透率不足 10%；从行业信创维度看，当前行业信创采购台数约达 6000 万台，对应每年采购办公软件金额约 48 亿元；民企市场当前渗透率约 1%。

中航沈飞 (600760)：2022 年中报点评：营收同增 23%，军机产业高景气延续

上半年航空主业加速发展，营收同比增长 23.39%；执行侦察和打击任务，搭配无人机 AI 智能，更充分的发挥集群优势；改革增效，提升盈利能力。

宏观策略

宏观深度报告 20220829: 人民币再破“7”的胜负手仍在地产——兼论人民币汇率的分析框架

观点 中国降息稳地产，美联储紧缩控通胀，中美之间的政策分化加剧。中国央行非对称下调 LPR，意在稳地产；杰克逊霍尔会议美联储为控通胀坚持紧缩不动摇，9 月加息 75bp 预期升温。美元位于近 20 年高位，人民币跌破 6.87、破 7 的风险大大上升。经济下行、中美政策分化下，“保地产”还是“保汇率”？我们认为当前保地产就是保汇率。如果“金九银十”地产销售不能出现明显的企稳反弹，人民币汇率最早可能在 9 月就破 7。在本篇报告中，我们把人民币汇率水平拆解成两个主要组成部分：美元指数代表的“基准”+溢价。前者和美元指数的变化密切相关，后者则是阶段性的事件冲击和人民币自身的市场环境带来的结果。美元“基准”的主要影响因素是美联储和全球非美经济体的景气度。美联储方面，市场仍存在对未来加息路径的低估，我们认为这一预期会在 9 月进行修正，支持美元走强。相较美联储政策而言，全球经济（尤其是非美经济体）景气度的逻辑可能更加重要：我们以中国和欧洲作为全球非美经济体的代表，当中欧经济均处于下行通道时，意味着全球非美经济体景气度下降，美元指数往往倾向于升值；而当中欧经济企稳反弹，美元指数往往会贬值。今年中国经济的拐点和地产密切相关，欧洲则受到能源供给和价格的约束。我们认为下半年经济场景更有可能从中国和欧洲双双下行转变为中国企稳、欧洲继续疲弱的格局，叠加美联储在紧缩道路上不同于过去 20 年的强硬，美元指数仍将保持相对强势，拐点可能要到明年初、度过寒冬之后。美元“基准”之外，还有不少中国经济和人民币特有的因素会影响汇率的弹性，使得人民币汇率偏离美元的“标准”。例如对外贸易，中美利差，政策干预都可以归为此类，我们统称为“溢价因素”。而疫情之后另一个因素的影响也在逐步加大——人民币的避险和多样化（diversification）属性。在美元保持相对强势的情况下，人民币是否破 7 的关键取决于“地产”和“出口”的赛跑。在人民币“溢价”因素中，对外贸易和净出口影响最大，净出口恶化的拐点可能在第四季度至明年初，在此之前仍为人民币的重要支撑；而当前地产和疫情风险严重妨碍了人民币发挥区域避险和多样化属性优势。中美利差虽然倒挂，但是背后对于汇率的影响并不明确——债市资金流出，但是权益资金有可能在经济改善的预期下流入。地产销售和居民加杠杆需要在第四季度前改善，否则在美元升值压力下人民币最早可能在 9 月破 7。除非地产（尤其是销售）能在“金九银十”、净出口趋势性转弱前企稳反弹，以遏制美元继续大幅上涨的可能、对冲净出口恶化的压力，否则人民币汇率很可能最早在 9 月就破 7。

风险提示：美元国际货币体系核心的地位加速流失，人民币分析框架中的美元“基准”不再适用；如果中国经济能够迅速地去地产化，经济企稳找到其他动力，则以上从地产到汇率的分析和抉择也不再适用；欧洲如果能尽快获得其他来源的能源补偿缺口，度过难关，明年初经济加速复苏可能使得美元加速见顶。

（证券分析师：陶川 研究助理：邵翔）

宏观周报 20220828: 高频数据周报：政策密集发力下票据利率回升，经济要好转了吗？

核心观点： 疫情方面，本周（8 月 20 日—8 月 26 日）我国新增病例有所回落，海南防控形势趋稳，然而新冠疫情多点散发，西藏、重

庆等地新增确诊病例仍有上升趋势。国内经济方面，全国交通拥堵指数仍处低位，但在疫情影响下，各地区分化情况加剧；房地产成交情况较上周（8月13日—8月19日）有所回落，商品房土地供应面积出现上升；受极端高温天气影响，电力更加依赖于火力发电，电厂日均耗煤量依然保持在较高水平；钢厂开工率继续提升，原材料可用天数继续下降，市场观望情绪较强。物价方面，蔬菜、鸡蛋价格拉动综合农产品批发价格上升，猪肉价总体稳定。工业品期货价格上升较多，布伦特、WTI原油、动力煤、铁矿石期货价格出现回升。国内流动性方面，受跨月因素影响，周四起资金面情绪指数明显上行，隔夜银行间质押式回购操作量有所下滑，但总体来看资金面依然宽松。国股银票转贴现利率自8月25日开始出现快速上行，抢票行情有所降温。但在当前需求转弱的情况下，这一现象是否意味着信贷结构的改善尚不明朗。

疫情： 本周（8月20日—8月26日）我国新增确诊病例有所回落，海南防控形势趋稳，但西藏、重庆等地新增确诊病例数仍在上升。横向比较来看，综合考虑每百万人新增确诊人数，我国疫情监管严厉程度较高，疫情严重的韩国、日本等地的防疫政策依然较为宽松。

国内经济： **交运：** 全国交通拥堵情况仍处低位，各地区分化情况加剧。今年旅客运输量较2020年疫情时期更加低迷。交通拥堵延时指数依然较低，处于12%百分位水平。8月各城市交通情况出现明显分化，上海、北京等地的拥堵情况快速上升，并已超过2019年疫情前水平；而海南、新疆等地的城市受疫情影响明显，拥堵指数明显下降。

房地产： 房地产成交情况较上周（8月13日—8月19日）有所回落，商品房土地供应面积出现上升。本周（8月20日—8月26日）二手房成交面积出现下滑，十大城市的商品房成交面积与可售面积均出现回落，在可售面积收缩的影响下，库存与销售比高位回落。另一方面，土地供应情况好转，百城供应土地面积在商品房供应情况的拉动下出现回升，出现回暖迹象。

电力： 受极端高温天气影响，6月以来全社会用电量明显上升。在水电走弱背景下，电力将更加依赖于火力发电，本周（8月20日—8月26日）电厂日均耗煤量依然保持在较高水平。7月居民用电量同比增速已达26.8%，我国总体用电需求较高。然而在高温天气的影响下，今年三峡水量情况继续下降，现已明显滑出此前五年最低水平，7月水力发电产量同比增速快速回落。

钢铁： 钢厂开工率继续提升，原材料可用天数继续下降，钢价出现小幅回落。前期钢厂减产情况明显，钢材总体库存情况明显低于历史同期水平，带动钢材价格触底回升。本周（8月20—8月26日）钢厂开工情况继续回升，原材料剩余可用天数继续下滑。总体来看，钢厂复工情况良好。

水泥： 水泥库容比继续下滑，水泥价格低位回升。上周（8月13日—8月19日）水泥库容比继续下降，但仍处于超过65%的高库存水平。与往年同期水平相较，今年水泥库存量明显较高，水泥价格自二季度期持续下滑，虽然本周（8月20日—8月26日）有小幅回升但仍处于历史地位。

化工纺服： 化工纺服产业补库存趋势明显，带动PTA、化纤价格回升。本周（8月20日—8月26日）涤纶库存天数在高位略有下滑，纺服行业总体补库存趋势明显，下游需求情况良好，江浙织机负荷率有所回升。在需求回暖和产业开工状况转好的情况下，PTA、涤纶长丝等化纤价格继续上涨。

物价： 食品价格方面，农产品批发价格继续上升，本周（8月20日—8月26日）蔬菜、鸡蛋平均批发价格周度环比增速分别为5.1%和2.1%，拉动农产品批发价格较上周（8月13日—8月19日）上升1.74个百分点。猪肉价格总体稳定，但在低基数影响下，同比增速继续上行至38%。工业价格方面，南华综合指数有所回升，其中工业品期货价格

上升较多，涨幅大于农产品。布伦特、WTI 原油平均价格环比分别上升 5 和 4.3 个百分点；动力煤期货均价环比上升 1.7%；铁矿石期货价格出现回升，环比较上周（8 月 13 日—8 月 19 日）回升 2.5%。国内流动性：本周（8 月 22 日—8 月 26 日）央行逆回购操作存量依然保持在 100 亿元，总体公开市场操作余额保持在 4.76 万亿元。受跨月因素影响，周四起资金面情绪指数明显上行，隔夜银行间质押式回购结束了连续 17 个交易日的 6 万亿元操作量。价格方面，资金利率出现明显回升，DR007、R007 利率于周五（8 月 26 日）上行至 1.71% 和 1.8% 左右，仍未回归至以 7 日逆回购利率为中枢的布林通道，总体来看资金面依然宽松。国股银票转贴现利率自周四开始出现快速上行。从市场利率走势来看，票据市场抢票行情有所降温。在当前需求转弱的情况下，这一现象是否意味着信贷结构的改善尚不明朗。风险提示：政策变化超预期、疫情扩散超预期

（证券分析师：陶川 证券分析师：李思琪 研究助理：邵翔）

固收金工

固收点评 20220901：嘉诚转债：中国跨境物流领先企业

事件 嘉诚转债（113656.SH）于 2022 年 9 月 1 日开始网上申购：总发行规模为 8.00 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于跨境电商智慧物流中心及配套建设和补充流动资金。当前债底估值为 84.1 元，YTM 为 3.13%。嘉诚转债存续期为 6 年，中证鹏元资信评估股份有限公司资信评级为 AA-/AA-，票面面值为 100 元，票面利率第一年至第六年分别为：0.30%、0.40%、0.80%、1.50%、2.00%、3.00%，公司到期赎回价格为票面面值的 115.00%（含最后一期利息），以 6 年 AA-中债企业债到期收益率 6.21%（2022-08-30）计算，纯债价值为 84.10 元，纯债对应的 YTM 为 3.13%，债底保护一般。当前转换平价为 97.08 元，平价溢价率为 3.00%。转股期为自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日至转债到期日止，即 2023 年 03 月 07 日至 2028 年 08 月 31 日。初始转股价 22.98 元/股，正股嘉诚国际 8 月 30 日的收盘价为 22.31 元，对应的转换平价为 97.08 元，平价溢价率为 3.00%。转债条款中规中矩，总股本稀释率为 12.99%。下修条款为“15/30，85%”，有条件赎回条款为“15/30、130%，有条件回售条款为“30、70%”，条款中规中矩。按初始转股价 22.98 元计算，转债发行 8.0000 亿元对总股本稀释率为 12.99%，对流通盘的稀释率为 13.77%，对股本有一定的摊薄压力。我们预计嘉诚转债上市首日价格在 114.89~128.00 元之间，我们预计中签率为 0.0020%。综合可比标的以及实证结果，考虑到嘉诚转债的债底保护性一般，评级和规模吸引力一般，我们预计上市首日转股溢价率在 25% 左右，对应的上市价格在 114.89~128.00 元之间。我们预计网上中签率为 0.0020%，建议积极申购。观点 广州市嘉诚国际物流股份有限公司是一家为客户提供定制化物流解决方案及全程供应链一体化综合物流的服务商。主营业务是为制造业企业提供全程供应链一体化管理的第三方综合物流服务、为电子商务企业提供个性化的全球物流解决方案及一体化的全程物流服务。2017 年以来公司营收稳步增长，2017-2021 年复合增速为 5.25%。公司 2021 年实现营业收入 12.69 亿元，同比增加 10.22%，实现归母净利润 1.82 亿元，同比增加 12.86%。自 2017 年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率“V 型”波动，2017-2021 年复合增速为 5.25%。与此同时，归母净利润也整体呈增长趋势，2017-2021 年复

合增速为 11.31%。公司营业收入构成较为稳定，综合物流和商品销售为主要收入来源。自 2019 年至 2021 年，综合物流和商品销售收入之和占营业收入的比重各年均超过 90%，且占比逐年上升，是公司营业收入的主要来源。公司销售净利率和毛利率稳定上升，销售费用率波动较大，财务费用率整体上升，管理费用率保持稳定。2017-2021 年，公司销售净利率分别为 11.58%、12.35%、10.76%、14.09%和 14.39%，销售毛利率分别为 23.11%、23.73%、24.27%、24.04%和 26.48%，销售净利率和销售毛利率均逐年上涨，且均高于行业平均水平。销售费用率波动较大，管理费用率整体较为稳定，相比行业平均水平较高。财务费用上涨，自 2021 年起高于行业平均水平。风险提示：项目进展不及预期风险、违约风险。

（证券分析师：李勇 研究助理：陈伯铭）

行业

汽车行业点评报告：新势力跟踪之 8 月销量点评：8 家新势力合计交付环比-2.4%，多家车企月销创新高

投资要点 淡季不淡，多家新能源车企 8 月交付持续创历史新高。8 家新能源乘用车重点车企 8 月新能源汽车交付量合计 97,600 辆，同环比分别+115.73%/-2.37%。8 月部分车企受高温限电影响生产受到一定干扰，但整体仍保持同比高速增长，其中哪吒、零跑、埃安、极氪、AITO 8 月月度销量创历史新高。一线新势力车企：1) 理想：8 月销量同比下滑，渠道方面零售中心持续扩张。理想汽车 8 月交付 4,571 辆理想 ONE，同环比分别-51.54%/-56.14%。渠道方面，截至 2022 年 8 月 31 日，理想汽车在全国有 265 家零售中心，环比 7 月+6 家，共覆盖 118 个城市；售后维修中心及授权钣喷中心 316 家，环比 7 月+5 家，覆盖 226 个城市。8 月理想零售中心单店效能为 18 辆/家，环比-58.17%。理想 L9 已正式交付，理想 L8 将于 2022 年 11 月初发布。2) 小鹏：8 月小鹏汽车交付 9,578 辆，同环比分别+32.77%/-16.89%。具体分车型来看，小鹏 P7 交付 5,745 辆，同环比分别-6.81%/-10.19%；小鹏 P5 交付 2,678 辆，环比-25.78%；小鹏 G3 交付 1,155 辆，同环比分别+10.10%/-23.96%。2022 年累计交付超过 9 万台，同比+96%。新车方面小鹏 G9 开放预订，开放预订 24 小时内订单达 22,819 台。3) 蔚来：蔚来 8 月共交付新车 10,677 辆，同环比分别+81.58%/+6.22%，其中蔚来 ET7 交付 3,126 辆，环比+26.41%。销售网络方面，截至 2022 年 8 月全国累计布局 72 家蔚来中心+339 家蔚来空间；共布局 68 家服务中心+179 家授权服务中心。补能体系方面，截至 8 月底全国共布局 1,091 座换电站（其中 285 座为高速公路换电站）。8 月 1 日，蔚来与壳牌首座合作充换电站正式上线运营。其他新势力车企：1) 哪吒汽车：8 月交付 16,017 辆，再创历史新高，同环比分别+142.20%/+14.11%。新车方面，哪吒 S 正式开启发售，订单过万。2) 零跑汽车：8 月实际交付 12,525 辆，创历史新高，同环比分别+179.08%/+3.99%。3) 广汽埃安：8 月终端销量 27,021 辆，同环比分别+132.68%/+7.94%。8 月 25 日公司正式进行 A 轮融资引战。4) 极氪：8 月交付 7,166 辆，环比+43.26%，创单月交付新高；上市至今累计交付 37,205 辆，平均订单金额 33.6 万元。5) 问界：8 月交付 10,045 辆，环比+38.97%。M7 8 月底开启交付，M5 纯电版将于 9 月发布。投资建议：继续全面看多汽车板块！板块进一步向上动能正在酝酿：1) 8/24 国常会对地产行业支持进一步明确，助于宏观经济恢复信心，间接助于汽车数据向上。2) 8/25 成都车展成功召开，优质供给带动新

能源渗透率持续向上。3) 智能化产业进展加速。关键节点验证: 1) 9 月数据; 2) Q4 龙头新能源品牌应对国补退坡的定价策略变化带来的影响。展望未来 6 个月的配置策略: 零部件优于整车。主线一: 龙头优势依然明确且业绩高增长标的优选【比亚迪+拓普集团+德赛西威】。主线二: 优选三大零部件赛道: 1) 智能化核心部件【华阳集团+经纬恒润+伯特利+炬光科技】; 2) 一体化压铸【爱柯迪+旭升股份+文灿股份】; 3) 舒适性部件【继峰股份+保隆科技+中鼎股份】。主线三: 布局整车向上突围品种:【理想汽车+长城汽车+吉利汽车+长安汽车+华为(江淮汽车)】。附其他覆盖标的: 整车【小鹏汽车+蔚来汽车+广汽集团+上汽集团】; 零部件【星宇股份+福耀玻璃+耐世特+岱美股份+中国汽研+华域汽车】等。风险提示: 需求复苏低于预期, 芯片短缺&原材料涨价影响高于预期。

(证券分析师: 黄细里 研究助理: 杨惠冰)

推荐个股及其他点评

锦欣生殖 (01951.HK): 2022 年中报点评: 业绩稳定增长, 持续深化西南布局, 生殖与妇儿结合卓有成效

投资要点 事件: 公司 2022 上半年实现主营业务收入 11.38 亿元 (+32.5%, 较 2021 年同期增长 32.5%, 下同), 归母净利润 1.90 亿元 (+22.2%), 经调整归母净利润 2.61 亿元 (+17.9%), 经营活动产生的现金净额为 2.73 亿元 (+56.53%)。成都地区业务表现亮眼, 生殖与妇儿结合卓有成效。分地区来看, 2022 年 H1, 成都地区创收 7.01 亿元 (+71.3%), 占总收入的比例提升至 61.6% (+13.9pct, 较 2021 年同期提升 13.9 个百分点, 下同), 其中, ARS 收入 3.55 亿元, 较 2021 年同期基本持平。成都收入的快速提升主要系妇产科医疗服务及相关产品销售提升, 创收 2.81 亿元。生殖与妇儿业务相互协同, 引流效果显著, 成都西因医院接受 ARS 治疗并成功怀孕的患者转化至锦欣妇女儿童医院建卡的数量同比增长 125%, 反之, 后者为前者引流进行 IVF 的初诊患者增加 108%。2022 年上半年, 成都西因医院移植患者满意度提升至 96% (+3pct), 同时西因医院与 83 家医疗机构合作, 有望持续保持在四川省 ARS 市场的领先优势。此外, 深圳业务收入为 1.66 亿元 (-19.9%), 主要系疫情干扰; 海外业务实现营收 2.38 亿元, 较 2021 年同期基本持平。自建+收购扩大服务网络, 产能提升助力增加市场份额。公司继续加强大湾区的产能建设, 公司于 2022 年 2 月收购新产业, 用于扩大深圳中山医院的服务范围, 缓解满负荷运营的现状, 新产业预计 2024 年初正式投入运营。截至 2022 年 7 月, 公司对云南省九州医院和万家医院的控制权增至 96.5%, 以上两家医院市场份额占云南省民营医院的首位, 为公司在云南的业务开拓打下较好的基础。未来公司会利用成都和昆明的医院网络, 继续扩大在四川省和云南省的市场份额, 进一步辐射至贵州省, 带动公司在西南地区的影响力。海外方面, 2022 年 8 月, HRC Fertility 自建的圣地亚哥诊所正式运营, HRC Medical 在美国西部的市场影响力进一步提升。盈利预测与投资评级: 考虑到疫情等因素对业绩的干扰, 我们将对公司 2022-2024 年归母净利润 5.24/6.41/7.81 亿元的预测下调为 4.30/5.31/6.50 亿元, 经调整归母净利润为 5.30/6.26/7.35 亿元, 当前市值对应的 PE 为 20/17/15X, 维持“买入”评级。风险提示: 医院扩张进度或不及预期的风险; 医院盈利提升或不及预期的风险; 医疗事故风险; 疫情反复风险等。

(证券分析师: 朱国广)

荣昌生物-B (09995.HK): 2022 年中报点评: 业绩符合我们预期, 下半年催化剂密集

投资要点 事件: 2022H1 公司实现营业收入 3.5 亿元, 同比增长 1033%, 扣非归母净利润为-4.9 亿, 去年同期-4.4 亿。公司 2022H1 销售费用 1.5 亿元同比增加 146%, 研发费用 4.5 亿同比增加 37.7%。截至 2022 年 6 月 30 日, 公司现金及现金等价物余额总计 25.9 亿元。业绩符合我们预期。核心产品泰它西普 RC18 进入医保后放量显著, SLE III 期数据即将公布, 授权潜力大确定性提升: 泰它西普红斑狼疮适应症 2021 年 3 月获批上市, 同年纳入医保, 销售放量明显。其 SLE 适应症 III 期临床数据已随访结束, 预计年底公布, 该数据将为泰它西普在治疗 SLE 上的有效性提供更多的临床数据支持, 助力其学术推广。美国狼疮 III 期临床已启动, 数据计划于 2023 年底公布。IgA 肾炎 II 期临床数据已公布, III 期临床试验申请已于 6 月递交 CDE; 美国 IgA 肾炎 II 期临床稳步推进, 已招募 10 人以上。干燥综合征、重症肌无力的 II 期临床已取得积极结果, 预期下半年公布数据启动 III 期。类风湿关节炎 III 期临床数据将于下半年公布, 并报 NDA。泰它西普下半年多项数据读出和临床进展, 此外夏季为狼疮高发季, 加之真实世界数据及使用经验的累积, 我们预计泰它西普的销售额将持续稳步增长。此外, 作为目前披露数据最好的狼疮药物, 泰它西普竞争格局好, 数据优异, 适应症覆盖范围广, 是潜在的重磅炸弹品种, III 期数据的披露将增加 RC18 出海的确定性。ADC 药物维迪西妥单抗 RC48, 三线 GC, 二线 UC 已获批上市, 联合疗法临床推进顺利: RC48 联合 PDL1(RC98)早线 GC 适应症 IND 已获得受理, 联合 PD1 新辅助治疗肌层浸润性膀胱癌 IND 已获得受理, 联合 PD1 一线 UC 适应症正在探索中。ASCO 2022 公布了 RC48 联合特瑞普利单抗在 HER2+ 一线 UC 患者中 ORR 高达 80%以上, RC48 有望成为 HER2+ UC 标准疗法。其在美国正开展二线 HER2+ UC 适应症国际多中心 II 期, 联合 K 药的一线 UC 也在稳步推进。乳腺癌方面, HER2+ 二线伴肝转移, HER2 低表达乳腺癌两项 III 期正在患者入组阶段, 计划将于 2023 陆续公布其临床数据并申报上市。RC48 在乳腺癌适应症上的销售将凭借安全性和价格优势和 8201 竞争, 尿路上皮癌适应症具备显著疗效优势, 胃癌适应症具备先发优势, 2-3 年内市场格局良好。此外, 其他多项 ADC 品种 RC88 间皮素 ADC, RC108 c-Met ADC 以及 RC188 Claudin18.2 ADC 均正处于 I 期剂量爬坡阶段。盈利预测与投资评级: 公司核心产品销售额稳步增长, 因疫情影响预计 2022-2024 年销售收入从 8.95、14.83、26.89 亿元略微下调至 8.60、13.65、24.65 亿元, 其业绩未来增长空间大, 维持“买入”评级。风险提示: 研发进展不及预期; 商业化不及预期; 国内外 ADC 竞争格局加剧; 新技术开发失败的风险; 连续亏损风险。

(证券分析师: 朱国广)

理想汽车-W (02015.HK): 短期因素影响 8 月交付, 期待 L9 持续爆发

投资要点 事件要点: 理想汽车 8 月交付 4,571 辆理想 ONE, 同环比分别-51.54%/-56.14%, 自交付以来, 理想汽车累计交付量达到 19.9 万辆。2022 年 1~8 月累计交付 75396 辆, 同比去年+56.5%。8 月理想 ONE 销量同环比下降, 渠道方面零售中心持续扩张。理想汽车 8 月交付 4,571 辆理想 ONE, 同环比分别-51.54%/-56.14%, 主要系 2021 款理想 ONE 即将垂直换代, 新老交替之际导致销量阶段性不振; 叠加 8 月行业整体受疫情反复&高温天气影响, 行业终端需求阶段性疲软。此外, 理想 L9 交付延迟, 主要是由于 8 月受四川绵阳的增程器

工厂供应延迟影响。渠道方面，理想汽车持续拓宽门店布局，下沉至三四五线城市，截至 2022 年 8 月 31 日，理想汽车在全国有 265 家零售中心，环比 7 月+6 家，共覆盖 118 个城市；售后维修中心及授权钣喷中心 316 家，环比 7 月+5 家，覆盖 226 个城市。8 月理想零售中心单店效能为 18 辆/家，环比-58.17%，依然处于新势力车企前列水平。理想 L9 已正式交付，理想 L8 将于 2022 年 11 月初发布并交付。理想 L9 于 6 月 21 日发布，7 月 16 日全国零售中心开始试驾，8 月 30 日正式开启用户交付。L9 旗舰级配置满足家庭旗舰用户大空间+舒适性+娱乐性+安全性需求，我们预计理想 L9 稳态月销大概率破万，并有望挑战 1.5 万台。理想 L8 是为家庭打造的中大型智能豪华 SUV，将在 2022 年 11 月初发布，发布当月即开启交付。理想 L8 将提供六座版和五座 VIP 版两个车型，将更广泛的满足家庭用户的细分需求，我们预计理想 L8 有望延续理想 ONE 市场爆款，月销大概率突破一万台以上。盈利预测与投资评级：我们维持理想汽车 2022~2024 年营业收入为 504/1169/2430 亿元，分别同比+87%/+132%/+108%；归母净利润为-0.5/29.8/95.6 亿元，2024 年同比+221%；2023~2024 年对应 PE 分别为 67/21 倍。看好后续多款新车有望带来销量持续高增长，给予 2022 年 6 倍 PS，年内目标价 169 港币，当前股价 111.1 港币。维持理想汽车“买入”评级。风险提示：新能源汽车行业发展增速低于预期；芯片/电池等关键零部件供应链不稳定；软件 OTA 升级政策加严；新平台车型推进不及预期。

(证券分析师：曾朵红 证券分析师：黄细里 研究助理：杨惠冰)

百普赛斯 (301080)：2022 年半年度报告点评：重组蛋白龙头持续高速增长，全球化布局前景乐观

投资要点 事件：2022 年 8 月 29 日晚百普赛斯发布 2022 年半年度报告，2022H1 公司实现营收 2.29 亿元(+30.55%，括号内为同比，下同)，归母净利润 1.09 亿元(+50.99%)，扣非归母净利润 1.09 亿元(+51.46%)。单 Q2 公司营收 1.14 亿元(+33.5%)，归母净利润 5537.6 万元(+76.0%)，扣非归母净利润 5501.1 万元(+74.4%)。常规业务高速增长，盈利能力稳步提升：2022 年 H1，分应用领域来看，公司常规产品营收 1.80 亿元(+41.95%)，新冠防疫产品营收 4899.6 万元(+0.86%)。分产品来看，重组蛋白营收 1.89 亿元(+29.75%)，剔除新冠产品营收 1.55 亿元(+39.23%)；抗体、试剂盒及其他试剂营收 2819.1 万元(+22.85%)，剔除新冠产品营收 1251.2 万元(+63.08%)；检测服务营收 787.41 万元(+46.75%)。公司 2022 年 H1 的毛利率和归母净利率分别为 93.77% (同比+4.84pct)、47.62% (同比+6.44pct)，盈利能力进一步提升，主要系公司费用管控良好，汇兑收益增加，且 2021 年同期部分毛利率较低的新冠抗体产品占比较高。整体来看在 2022 年 Q2 疫情扰动下公司业绩继续保持高速增长。持续践行全球化布局，重组蛋白龙头前景乐观：公司战略布局明确，持续加大研发投入，2022H1 研发费用同比增长 92.2%，收效也较为明显，目前共公司共有 2700 种产品 (其中重组蛋白 2400 多种)，同比增长 40%，产品质量、品牌优势持续领先。同时公司持续开拓新应用领域，重组蛋白占总营收比例降为 82.5%，抗体、试剂盒、检测服务保持高速增长；新领域方面，公司产品已涉及 CGT 研发与生产全过程，为公司成长不断提供新动能。此外，公司持续践行全球化战略，国外防疫逐步取消的情况下海外非新冠病毒防疫产品收入实现 50%以上增长，海外市场发展前景乐观。盈利预测与投资评级：公司为重组蛋白龙头，行业高景气发展，考虑到公司新冠业务下滑，我们将公司 2022-2023 年

收入 5.62/7.77 亿元的预期下调至 5.21/7.27 亿元，并预计 2024 年营收 9.98 亿元，对应 2022-2024 年归母净利润分别为 2.37/3.36/4.68 亿元，当前股价对应 PE 分别为 54 X /38X /27X，维持“买入”评级。风险提示：新产品研发及拓展不及预期，市场竞争加剧，汇兑损益等

(证券分析师：朱国广 证券分析师：周新明 研究助理：张坤)

凯伦股份 (300715): 2022 年半年报点评: 经营承压, 推动光伏与建筑防水融合

投资要点 事件：公司发布 2022 年半年报。22H1 公司实现营收 9.21 亿元，同比下滑 24.46%，归母净利 2152 万元，同比下滑 84.48%。其中，Q2 实现营收 5.95 亿元，同比下滑 23.08%，归母净利 1293 万元，同比下滑 84.69%。下游需求及疫情影响营收增速。22Q1-Q2 公司营收增速分别为-26.85%/-23.08%，疫情反复及地产需求下行影响公司营收。分产品看，防水卷材实现营收 8.39 亿元，同比下滑 26.96%；防水涂料实现营收 2.28 亿元，同比下滑 4.29%。受成本压力上半年毛利率承压，22Q2 毛利率环比改善。22Q1-Q2 毛利率分别为 20.54%/25.17%。分产品看，22H1 防水卷材毛利率 28.05%，同比下滑 10.80 个百分点，主要系沥青等原材料价格大幅上涨；防水涂料毛利率 19.47%，同比下滑 1.64 个百分点。期间费用率方面，22H1 销售费用率 6.50%，同比下降 1.23 个百分点，主要系 22H1 职工薪酬，广告宣传减少所致；管理费用率 9.11%，同比增加 5.41 个百分点，主要系股权激励注销加速计提所致；研发费用率 5.43%，同比增加 0.72 个百分点；财务费用率-0.29%，主要系期内利息费用减少、利息收入和汇兑收益增加。经营性现金流承压。22H1 公司经营活动现金净流量 -3.29 亿元，同比增加 11.15%。1) 收现比情况：22H1 公司收现比 101.01%，同比提升 45.92pct，22H1 末公司应收账款及应收票据余额 20.43 亿元，同比增长 5.25%。2) 付现比情况：22H1 公司付现比 136.49%，同比提升 43.00pct，22H1 末公司应付账款及应付票据余额 8.08 亿元，同比下降 0.61%。加强高分子研发和投入，推动光伏与建筑防水融合。公司推出可匹配光伏电站 25 年全生命周期的融合光伏屋顶系统，通过“TMP 融合瓦系统”，拓展工业屋面蓝海市场；通过与固德威联合研发，推出光伏建筑一体化产品——“银河轻质光电建材”，推动光伏与建筑防水跨界融合。盈利预测与投资评级：公司在高分子防水卷材上差异化竞争，不断加大研发投入提升技术实力，随着防水标准提高，高分子防水卷材持续渗透，产品需求占比有较大提升空间。考虑到疫情反复及下游房地产需求影响，我们下调公司 2022-2024 年归母净利润为 0.69/2.00/3.14 亿元(前值为 2.47/3.33/4.39 亿元)，对应 PE 分别为 75X/26X/16X，维持公司评级为“增持”评级。风险提示：下游房地产行业波动的风险；原材料价格剧烈波动的风险；行业竞争加剧风险；应收账款风险；股权质押风险。

(证券分析师：黄诗涛 证券分析师：任婕)

绿色动力 (601330): 2022 年中报点评: 运营收入稳健增长, 供汽协同拓展成效突出

投资要点 事件：2022 年上半年公司实现营业收入 22.63 亿元，同比下降 9.72%；归母净利润 4.17 亿元，同比下降 4.80%；扣非归母净利润 4.14 亿元，同比下降 4.24%；加权平均 ROE 同比降低 0.87pct，至 6.06%。2022H1 运营收入稳步增长，建造规模降低使归母净利润下滑。2022H1 公司实现营收 22.63 亿元，同降 9.72%；归母净利润 4.17 亿元，同降 4.80%。其中运营收入 13.70 亿元，同增 9.39%，主要是因为本期运营项目增加所致；建造收入 8.92 亿元，同降 28.88%，主要

是受疫情影响项目建设进度延缓，在建规模较上年同期减少；利息收入为 1.93 亿元，同增 10.13%，主要是随着项目建设，按完工百分比确认的合同资产增加，按照实际利率法确认的利息收入增加。2022H1 公司综合毛利率 36.01%，同增 2.85pct，主要是毛利率较低的建造业务收入占比下降所致。供汽业务拓展成效突出，在建项目稳步推进。2022H1 公司共处理生活垃圾 549.54 万吨，同增 8.25%，发电量 20.52 亿度，同增 6.09%，吨发电量 373 度/吨；上网电量 16.88 亿度，同增 4.82%，吨上网电量 307 度/吨。公司积极拓展供汽业务，上半年供汽量 13.97 万吨，同增 212.03%。公司稳步推进在建项目建设。截至 2022 年 6 月底，公司在建项目 6600 吨/日，其中葫芦岛、朔州和恩施项目合计 3000 吨/日有望在下半年建成投产。葫芦岛危废项目转入运营阶段，宁河、蓟州及惠州厨余项目已基本完工，具备投产条件。期间费用率同增 0.69pct 至 13.56%，转债发行后 Q2 单季度财务费用显著节约。2022H1 公司期间费用同增 5.39% 至 3.07 亿元，2022Q2 单季度财务费用 0.89 亿元，环比下降 31.70%。2022H1 经营性现金流净额同增 58.01% 至 2.75 亿元，伴随在建规模的下降持续改善。投资活动现金流净额-5.73 亿元，同增 37.66%。筹资活动现金流净额 12.3 亿元，同增 661.02%。固废运营业务稳健增长，供汽等协同拓展成效突出。2015-2021 年公司垃圾焚烧运营产能复增 34%，截至 2022H1 在手产能 5.5 万吨/日，其中已投运 3.42 万吨/日，在筹建/已建的比例为 61%。公司项目集中于华东华南，区位优势显著。公司 2021Q1-3 净利率同增 6.42pct 至 33.28%，体现运营盈利能力提升，主要系 1) 降债：2020 年定增后负债率降至 67%，财务压力减轻，2022 年转债发行后负债率和财务费用得到进一步控制。2) 提效：优质项目带动平均吨发提升，2021 年吨发提至 383 度/吨。公司积极开拓固废协同业务，2022H1 供汽量同增 212%。盈利预测与投资评级：根据项目建设进展，我们维持 2022-2024 年的归母净利润预测 9.55/11.03/12.38 亿元，同比增长 36.82%/15.49%/12.27%，当前市值对应 2022-2024 年 PE 为 11、9、8 倍，维持“买入”评级。风险提示：项目进展不及预期，政策风险，财务风险，行业竞争加剧。

(证券分析师：袁理)

映宇宙 (03700.HK)：2022 半年报点评：盈利能力增强，静待战略转型效果显现

投资要点 事件：2022H1，公司总收入实现 40.61 亿元，同比增加 0.7%。由于商誉减值损失，净亏损约为 1.11 亿元，2021H1 净利润为 1.42 亿元；2022H1 经调整利润为 4.02 亿元，同比增长 150.8%。社交业务稳健增长，元宇宙社交生态加速探索。2022H1 公司社交产品收入实现 28 亿元，同比+22%，在收入中的占比同比提升 12pct 至 70%。2022 年公司加速对元宇宙社交新生态的探索，Q2 推出 3D 虚拟社交乐园产品《原原世界》、恋爱元宇宙产品《情侣星球》，并正在研发面向欧美 Z 世代用户的海外 3D 虚拟形象社交产品《The Place》。我们认为公司通过社交领域进军元宇宙具有一定差异化优势，为公司培养用户心智的同时丰富产品矩阵，推动社交业务长期发展。上半年商业化策略调整，变现效率持续优化。上半年公司管理层考虑到宏观压力以及公司长期战略方向，调整了蓝莓的货币化策略，以提升用户体验，导致未来收入和现金流预测整体放缓，计提商誉减值 4.9 亿元，影响了短期利润。但得益于公司分成结构优化及收益分成业务模式下高利润产品收益增加，毛利率同比提升 8pct 至 42.6%。同时，公司采取降本增效策略，减少了国内业务流量推广，销售费率同比下降 4pct 至 21%。虽然影响短期用户数，但单用户月均收入同比增长 44.6%至

22.7 元，公司商业化能力充分显现。下半年重点聚焦海外业务，期待 2023 年贡献增量。2022H1 公司海外收入同比增长 39% 达 8.7 百万元，维持较好增长态势。公司在海外已上线包括阅读产品、社交产品等，并初步完成商业闭环的验证，目前内部同步研发的产品约 6-7 款。下半年公司将重点聚焦海外泛娱乐赛道发展，以互动社交领域为核心，将运营经验推广复制到其他国家地区，深度挖掘本土需求，在更多市场实现突破。考虑到下半年公司海外业务更多处于产品推广、优化阶段，我们预计业绩贡献会在 23 年后开始显现。盈利预测与投资评级：考虑到公司 2022 年战略调整对业绩的影响，我们将公司 2022-2024 年经调整 EPS 由 0.24/0.27/0.30 元下调至 0.18/0.26/0.32 元，对应 PE 6.2/4.3/3.6X，维持“买入”评级。（注：若无特别说明，本文人民币兑港元汇率取 2022/9/1 数据 1 港币=0.8791 人民币）风险提示：新业务发展不及预期、海外市场社交赛道竞争激烈、海外市场法规或政策变化不及预期

（证券分析师：张良卫 证券分析师：周良玖 研究助理：郭若娜）

国电南瑞（600406）：2022 年中报点评：业绩符合预期，营收稳健增长

投资要点 2022H1 营收+10%、归母净利润+14%，符合市场预期。公司发布 2022 年半年报，2022H1 实现营业收入/归母净利润 163.23/21.10 亿元，同比+10.26%/+14.46%；其中 2022Q2 实现营业收入/归母净利润 105.68/17.31 亿元，同比+6.93%/+5.41%。公司全年营收增长目标为 10%，从上半年营收增速节奏来看，基本符合市场预期。利润率周期波动，2022H1 整体稳健。在收入结构优化与费用率下降双重作用下，2022H1 公司毛利率/归母净利率分别为 27.37%/12.93%，同比-0.01pct/+0.47pct；2022Q2 毛利率/归母净利率分别为 29.53%/16.38%，同比-0.50pct/-0.24pct。网内业务回归稳增长，网外增速更高。公司构建网内、电网外&国际“协同并进”的格局：1）订单上，上半年公司新签订单 238.88 亿元，同比+2.67%，新签网外订单同比+27.75%，网外市场开拓顺利。体现在收入上，电网内业务 2022H1 营收 109.66 亿元，同比+8%，收入占比 67%，电网外营收 53.15 亿元，同比+15.92%，占总营收 33%，相较于 2021 年提升了 10.67pct。2）受海外受疫情以及国际形势影响，2022H1 公司海外营收 2.86 亿元，同比-28%，后续仍稳步拓展，聚焦重点市场和解决方案，加大市场化激励。未来网外增速有望持续超越网内，至 2025 年营收占比有望超过 50%。电网自动化、数字化趋势不变，龙头企业深度参与。1）电网自动化&工控：新一代智能电表起量，配网改造加速，我们预计 2022-2024 年公司该业务增速 CAGR 为 10-15%；2）电网信息化：我们预计“十四五”数字化、信息化投资规模将达到年均 200-300 亿元，公司承担国网“能源互联网”战略的核心支撑职责，我们预计 2022-2024 年营收 CAGR=15%。特高压建设开工节奏加速，下半年订单有望快速增长。我们认为现有特高压线路难以满足第二期大基地装机容量和并网要求，因此预计“十四五”线路规划和相关投资有望增加。2022 年 6 月底白鹤滩-江苏线建成投运，有望下半年确认收入；8 月 2 日国家电网公司重大项目建设推进会议提出要年内将再开工建设“四交四直”特高压工程，开工节奏超预期，公司订单有望在下半年快速增长。盈利预测与投资评级：我们维持 2022-2024 年归母净利润分别为 67.9/79.5/92.2 亿元，同比+20%/+17%/+16%，对应现价 PE 分别 27/23/20 倍。给予目标价 35.6 元/股，对应 2023 年 30 倍 PE，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济下行，电网投资不及预期，国内疫情加剧

等。

(证券分析师: 曾朵红 研究助理: 谢哲栋)

海吉亚医疗 (06078.HK): 2022 年中报点评: 医院业务保持快速增长, 肿瘤医疗服务竞争力持续提升

投资要点 事件: 公司 2022 年 H1 主营业务收入 15.26 亿元(+63.8%, 较 2021 年同期增长 63.8%, 下同), 经调整净利润 3.01 亿元(+46.6%), 其中, 调整项目包括股份支付薪酬开支 0.19 亿元, 汇兑亏损 0.48 亿元, 收购医院产生的折旧与摊销 0.05 亿元。2022 年上半年经营活动产生的现金净额为 2.91 亿元(+78.7%)。 就诊人次快速增加, 门诊服务收入占比提升。2022 年 H1, 公司医院业务收入为 14.46 亿元(+69.9%), 一是存量医院收入的持续增长, 二是公司通过外延扩张收购苏州永鼎医院及贺州广济医院, 不断扩大收入规模。分业务来看, 2022 年 H1 公司住院服务收入 9.32 亿元(+61.0%), 占总收入 61.1% (-1pct, 较 2021 年同期提升 1 个百分点, 下同); 门诊服务收入 5.13 亿元(+88.8%), 占总收入的 33.6% (+4.4pct)。公司就诊人数不断增加, 截至 2022 年 H1, 就诊人次为 161.8 万人(+115.8%)。随着公司产品影响力和口碑的提升, 就诊人次保持快速增长。 聚焦肿瘤特色的医院建设, 持续提升医院竞争力。2022 年 H1, 公司肿瘤相关业务收入为 6.72 亿元(+50.4%)。截至 2022 年 H1, 公司管理或经营 12 家肿瘤科为核心的医院, 共完成 29717 例手术。公司强化肿瘤多学科综合诊疗模式建设, 苏州永鼎医院新成立肿瘤外科, 贺州广济医院积极推进肿瘤中心建设。肿瘤早筛方面, 公司投入一系列高端设备为早筛提供有力保障。2022 年 H1, 公司获得国家实用新型专利 4 项, 发表相关论文 31 篇, 同时强化专家工作室建设, 助力医院肿瘤科发展。内生外延扩大集团服务网络, 投后整合激发医院潜力。公司持续加速肿瘤业务全国性布局, 现有医院扩建方面, 重庆海吉亚医院二期项目预计 2022 年年底投入投入使用, 二期投用后, 医院可扩展床位将达到 1500 张; 单县二期项目计划设置床位 500 张, 公司预计 2023 年上半年使用; 成武二期项目计划新增床位 350 张, 公司预计 2023 年年底投入运营。在建医院方面, 2022 年 4 月, 聊城海吉亚医院投入运营, 德州海吉亚预计于 2023 年开业, 无锡海吉亚预计 2024 年交付使用。公司积极赋能苏州永鼎医院及贺州广济医院的业务提升。广泛的服务网络为长期发展奠定基础。 盈利预测与投资评级: 考虑到汇兑损益等调整项目对公司净利润的影响, 我们将公司 2022-2024 年归母净利润为 6.12/8.20/10.41 亿元的预计下调为 5.20/7.71/9.92 亿元, 经调整净利润分别为 6.12、8.20、10.41 亿元, 对应当前市值的 PE 估值分别为 38/28/22 倍。维持“买入”评级。 风险提示: 医院扩张进度或不及预期的风险; 医院盈利提升或不及预期的风险等。

(证券分析师: 朱国广)

创梦天地 (01119.HK): 2022H1 业绩点评: 游戏长线运营持续获验, 第二增长曲线稳健上扬

投资要点 事件: 2022H1 公司实现营业收入 13.81 亿元, yoy+1.05%, 归母净利润-2.03 亿元, 去年同期为-0.73 亿元, 业绩低于我们预期。 游戏: 自研产品逐步落地, 超长线运营持续验证。2022H1 公司游戏业务实现营收 12.84 亿元, 同比增长 7.96%, 主要得益于老游稳定运营, 自研 ARPG《荣耀全明星》表现出色, 代理产品《梦幻花园》《梦幻家园》于 2022 年 3 月底上线 iOS 版本贡献增量。展望下半年, 公司自研产品储备将逐步释放, 自研消除类《女巫日记》《传说中的合合岛》有望上线, 自研策略放置卡牌游戏《小心火烛》将开启测试并择期上线; 代理产品方面, 依托旗下 Fanbook 的社区运营, 公司已上线约 10

年的休闲竞技老游《地铁跑酷》于 2022 年 8 月 13 日重回 iOS 游戏免费榜第一，截至 8 月 31 日已连续霸榜 18 天，iOS 游戏畅销榜排名、游戏活跃用户数均稳步提升，后续商业化值得期待。我们认为公司长线运营能力突出，期待在 Fanbook 加持下，玩家二创及社交裂变将助力公司新老游戏实现流水逆势增长，持续增厚流水基本盘。IP 衍生品：供给端持续扩容，积极拓宽销售渠道。2022H1 公司 IP 衍生品业务实现营收 4189 万元，同比增长 254.08%， “体验+零售” 模式持续获验。1) IP 供给端：公司积极对接产业资源以丰富 IP 储备，于 2022 年 1 月取得日本知名 IP 胖大脑洞家族独家授权，于 2022 年 3 月与新加坡潮玩品牌 Might Jaxx 订立采购及分销协议，并主办 2022 年 QTX 潮玩展；同时稳步提升自研 IP 衍生品品类，公司预计 2022 年全年自研项目达 47 个。2) 销售端：截至 2022 年 8 月底，公司线下自营门店已达 30 家，疫情扰动下全年新增门店计划数由 40-50 家下调至约 30 家，同时为应对疫情影响，公司积极开拓线上及 B 端分销渠道，2022H1 非门店渠道收入占比约 20%，公司预计全年将达 30%。销售费用短期升高，后续有望逐步回收。2022H1 公司毛利率为 42.84% (yoy+4.90pct)，提升主要系渠道推广游戏占比下降致渠道成本相应减少，同时高毛利的自研游戏收入占比逐步提升；销售费用率 30.85% (yoy+15.63pct)，主要系《荣耀全明星》持续买量推广，我们预计下半年将逐步回收，同时下半年有望上线的新游为消除类，预计买量投放上将较为克制，销售费用率有望回落；管理费用率 7.84% (yoy-1.58pct)，研发费用率 13.35% (yoy+1.38pct)，财务费用率 5.26% (yoy+2.53pct)。盈利预测与投资评级：考虑到游戏产品周期受版本号停发影响，同时疫情影响下公司线下拓店速度放缓，我们下调 2022-2023 年盈利预测，并新增 2024 年预测，预计 2022-2024 年 EPS 分别为 -0.06/0.11/0.29 元 (2022-2023 年此前为 0.11/0.33 元)。看好公司基于 IP 打造“线上+线下”变现闭环，成长逻辑逐步兑现，维持“买入”评级。风险提示：新游上线延期、门店经营不及预期、行业监管趋严风险。

(证券分析师：张良卫 证券分析师：周良玖 研究助理：陈欣)

金山办公 (688111)：金山独秀峰：B 端市场空间广阔

投资要点 金山面向 B 端市场的远期空间广阔：正版化推进与国产化之风席卷，构成了现阶段金山 B 端业务拓展的重要动力。办公软件作为商务活动中的工具，企业应当付费使用。因为需求不同，B 端与 C 端的付费相互独立。金山办公的 B 端业务主要包括党政信创市场、行业信创市场和民企市场，其中党政信创市场到远期稳态采购还有 2 倍提升空间；国央企市场按人付费情况下对应办公软件市场规模约 44 亿元，当前渗透率不足 10%；从行业信创维度看，当前行业信创采购台数约达 6000 万台，对应每年采购办公软件金额约 48 亿元；民企市场当前渗透率约 1%。金山在党政信创还有 2 倍未来空间：办公软件是信创事业发展的重要组成。公司面向党政信创的商业模式基本为数量授权，根据整机厂商相关口径及公司财务数据，计算可得信创市场单价约在 240 元。党政行业对应约 3000 万台存量 PC。自 2020 年开始进行信创招标以来，仅替换了党政领域不到 600 万台 PC，仅仅是冰山一角。我们预计 2022 年下半年将开启党政县乡信创和电子政务信创，全年党政信创招标量同比有望实现正增长，在节奏上超出市场预期。政府行业是少数 PC 出货还有增长的领域。我们预计 2025 年党政市场的远期稳态年采购量将近 700 万台，按照公司 2021 年的信创产品出货量计算，对应未来仍有近 2 倍增长空间。金山在央国企

和行业信创市场还有 10 倍未来空间：场地授权在价格上有优势，是当前金山办公面向企业级客户的主要商业模式。根据公司公开披露数据，金山在国企市场的覆盖率已经达到 90% 以上。而 2021 年公司在机构订阅方面的收入仅有 4 亿元左右，公司当前收入在国企市场的 ARPU 值非常低。对应国企市场人均单价仅为 7.19 元/每人，行业渗透率仅为 9%。随着正版化的推进和公司产品能力提高，场地授权下的 ARPU 值逐渐提升。我们预计行业信创市场空间为 48 亿元。对于金山来说，2021 年机构订阅收入是 4.46 亿元，未来还有 10 倍空间。金山在民企市场还有 100 倍未来空间：金山当前在民企市场份额不大，因为版权压力相对较小。民企市场更聚焦云方案产品，而不是纯粹的端。2021 年金山办公在民企市场行业渗透率约 1%。金山对于民营企业采用 To Teams 到 2B 的战略方法。利用 WPS 对于小微企业的轻量管理，提高使用企业数量。盈利预测与投资评级：金山办公的未来空间较大。我们预计公司在个人订阅方面将保持高速增长，机构订阅通过提价来提高渗透率，同时党政信创与行业信创放量，预计公司在 2022 年的净利润为 12.6 亿元。当前可比公司 2022 年 PE 均值 93 倍，对应公司目标市值为 1172 亿元，我们看好公司在正版化与国产化政策推进下的人均单价提升逻辑，推荐“买入”评级。风险提示：新品推广不及预期；信创及政企需求不及预期。

（证券分析师：王紫敬 研究助理：周高鼎）

中航沈飞（600760）：2022 年中报点评：营收同增 23%，军机产业高景气延续

事件：2022 年 8 月 30 日，公司发布 2022 年中报，营收 198.12 亿元，同比增长 23.39%；归母净利润 11.19 亿元，同比增长 20.74%；扣非净利润 10.97 亿元，同比增长 22.97%。投资要点 上半年航空主业加速发展，营收同比增长 23.39%。公司 2022 上半年营收 198.12 亿元，同比增加 23.39%，主要是贯彻航空工业新时代发展战略，推动创新变革，业绩取得新突破；归母净利润 11.19 亿元，同比增长 20.74%；扣非净利润 10.97 亿元，同比增长 22.97%；毛利率 9.73%，归母净利率 5.65%，盈利能力同比基本持平；存货金额 66.40 亿，较初期有所下降，主要是下游订单交付比较紧急，合同负债 206.07 亿元，同比下降 45.39%，主要系在手订单逐渐交付所致。无人机业务成新业务增长点。有人机和无人机协同是军机体系化作战的方向，在未来军机作战想定中，四代机作为指挥和信息中枢，带领多架不同类型的僚机前出执行侦察和打击任务，搭配无人机 AI 智能，更充分的发挥集群优势。以国庆阅兵展示的 GJ11 为例，未来将匹配四代隐身机进行列装，需求数量非常可观，中航沈飞同样作为舰载无人作战飞机制造平台，在研发设计端与沈阳飞机设计研究所高度协同，有望积极参与陆基无人作战飞机的研发与制造任务。另外公司收购吉航公司 60% 股权，纵向完善航空产业链。改革增效，提升盈利能力。公司前期实施股权激励取得明显效果，净利率得到显著提高，在新的装备定价体制的牵引和持续的股权激励工具下，公司将进一步提升盈利能力。随着军方对于各型号实施大单采购，规模效应带来的成本下行，有效对冲了不同批次定价的调整，使得配套产业链也得到提质增效，在后续批次需求和军贸增量需求中，将具备更强的综合竞争力。盈利预测与投资评级：基于考虑歼击机和无人机等产品阶梯放量，我们维持公司 2022-2024 年归母净利润 23.18/31.27/40.94 亿元的盈利预测；对应 PE 分别为 50/37/28 倍，维持“买入”评级。风险提示：1) 下游需求及订单波动；2) 公司盈利不及预期；3) 产品毛利率下降。

（证券分析师：苏立赞 证券分析师：钱佳兴 研

究助理：许牧）

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>