

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2024-09-02

宏观策略

2024 年 09 月 02 日

晨会编辑 朱洁羽

执业证书: S0600520090004

zhujieyu@dwzq.com.cn

宏观点评 20240817: 7 月经济数据: 结构分化下, 稳增长政策仍需发力
7 月经济相较于二季度末逐步企稳回升。整体上, 7 月经济增长景气水平与 6 月表现基本相当, 下半年在基数下行以及财政发力的背景下, GDP 增速有望逐步回升。但结构上依然分化, 7 月“外需好于内需、生产强于消费”的特征仍在延续, 而在当前出口对经济拉动出现边际“退坡”的大环境下, 下半年内需增长的压力会有所上升, 这也意味着政策的“油门”不能松动, 稳增长政策仍需进一步发力, 包括降准降息、地产收储和化债, 财政支持等相关政策有望加快推出。风险提示: 政策出台节奏及项目落地放缓导致经济复苏偏慢; 海外经济体提前显著进入衰退, 国内出口超预期萎缩。

宏观点评 20240815: 美国 7 月通胀值 50bp 降息吗?

美国通胀重回“2 字头”, 市场却“冷静”了? 一方面, 此前衰退预期“打”的太满, 尤其被昨日的 PPI 数据“抢走了一部分风头”, 因此市场反而对通胀数据小幅回落感到失望; 另一方面, 住房通胀反弹, 开始停止下降趋势, 增加了服务业通胀回落趋势的隐忧。因此市场并未对连续四个月下降的通胀(达到了美联储可以开启降息的最低门槛)所打动, 数据公布后, 美元指数短线拉升约 15 点, 美股期货短线冲高后回落, 纳斯达克 100 指数期货跌 0.2%, 10 年期美债利率拉升, 报 3.826%。现货黄金短线小幅走低, 现报 2471.55 美元/盎司。风险提示: 全球通胀超预期上行, 美国经济提前进入显著衰退, 巴以冲突局势失控, 美国银行危机再起金融风险暴露。

宏观点评 20240815: 二季度货币政策执行报告释放了哪些信号?

二季度货币政策执行报告有哪些看点? 面对严峻的外部环境和国内有效需求不足的双重压力, 二季度货币政策执行报告延续了 7 月政治局会议精神, 即增强宏观政策取向一致性, 进一步加强逆周期调节, 以增强经济向好态势, 同时进一步明晰了下一步的施政思路, 通过稳健的货币政策来平衡好短期和长期、稳增长和防风险、内部均衡和外部均衡的关系。具体来看, 二季度货币政策报告的看点主要集中在三方面: 一、稳增长: 延续 7 月政治局论调, 加强逆周期调节。二、防风险: 关注利率、汇率和地产三重风险防范。三、货币政策施政思路: 利率传导由短及长、推进货币政策框架转型。风险提示: 政策出台节奏及项目落地放缓导致经济复苏偏慢; 海外经济体提前显著进入衰退, 国内出口超预期萎缩。

固收金工

固收周报 20240826: 海外政策回归周期, 转债同样存在周期

配置策略方面, 我们认为在市场持续探底的过程中, 一方面应控制仓位, 控制波动以应对赎回压力, 另一方面应该关注结构性机会。

固收周报 20240826: 厘清“三大误区”和增量政策对于债市的影响

美国 24 年 8 月 PMI 指数、8 月 17 日当周首次申请失业救济人数及 8 月 10 日持续领取失业金数据公布, 结合美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔年

会上的讲话与当前形势，后市美债收益率如何变化？

固收深度报告 20240825：从债券视角看 2024Q1 部分银行与理财子持债结构—机构行为系列（五）

国债：国有银行持有国债规模最高，各银行理财机构倾向持有到期收益率在 0-3% 的国债，1 年以下国债的被持有规模最高，城商行倾向于持有长期国债。地方政府债：股份制银行持有地方政府债的规模最高，各银行理财机构持有地方政府债的到期收益率均在 2%-3% 和 3% 以上，偏好持有中长期地方政府债。同业存单：股份制银行和国有银行持有同业存单规模相对较高，各银行理财机构持有同业存单到期收益率在 2%-3% 的规模最高，偏好持有短期同业存单。金融债：国有银行和股份制银行持有金融债规模相对较高，其中商业银行次级债券被持规模最高。城投债：机构类型方面，城商行仍是最大的配置机构类型，剩余期限方面，期限中枢在 2Y 附近，收益率方面，利率中枢基本集中于 3% 以上区间，主体评级方面，以 AA+ 和 AA 为主，区域方面，2024 Q1 银行理财机构对于 12 个重点区域的城投债总体减持，而非重点区域则以增持为主。产业债：机构类型方面，国股银行是最大的配置机构类型，剩余期限方面，银行理财机构所持仓的产业债久期总体偏短，收益率方面，银行理财机构所持产业债利率结构差异较大，主体评级方面，AAA 高评级系所有银行理财机构的重仓选择，行业方面，工业行业仍是理财机构所持有产业债的最主要来源。

固收点评 20240825：绿色债券周度数据跟踪（20240819-20240823）

本周银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 16 只，合计发行规模约 186.20 亿元，较上周减少 43.64 亿元。周成交额合计 404 亿元，较上周减少 40 亿元。周成交均价估值偏离幅度不大，折价成交比例小于溢价成交，但幅度大于溢价成交。

固收点评 20240825：二级资本债周度数据跟踪（20240819-20240823）

本周银行间市场及交易所市场共新发行二级资本债 3 只，发行规模为 210.00 亿元，较上周减少 190.00 亿元。周成交量合计约 1642 亿元，较上周减少 124 亿元。周成交均价估值偏离幅度整体不大，折价成交比例小于溢价成交，但幅度大于溢价成交。

行业

要素市场化改革中，滞后 30 年的公用要素改革启航！

要素价格改革中，滞后 30 年的公用价格改革启航！痛点：行业发展与价格机制现状的深刻矛盾，市场化机制亟待建立！结论：促进可持续成长+估值天花板大幅打开

原油月报：三大机构维持 2024 年下半年全球原油去库

n【相关上市公司】推荐：中国海油/中国海洋石油（600938.SH/0883.HK）、中国石油/中国石油股份（601857.SH/0857.HK）、中国石化/中国石油化工股份（600028.SH/0386.HK）、中海油服（601808.SH）、海油工程（600583.SH）、海油发展（600968.SH）；建议关注：石化油服/中石化油服（600871.SH/1033.HK）、中油工程（600339.SH）、石化机械（000852.SZ）。n【风险提示】1）地缘政治因素对油价出现大幅度干扰。2）宏观经济增速严重下滑，导致需求端严重不振。3）新能源加大替代传统石油需求的风险。4）OPEC+联盟修改石油供应计划的风险。5）美国解除对伊朗制裁，伊朗原油快速回归市场的风险。6）美国对页岩油生产环保、融资等

推荐个股及其他点评

三诺生物 (300298): 2024 半年报点评: 海外进展不断突破, 经营持续向好

CGM 国内海外双轮驱动, 看好未来持续放量。2023 年公司产品“三诺爱看”成为国内首个获批上市的三代传感技术持续葡萄糖监测系统 (CGM), 陆续完成 CGM 全球多个国家的注册、上市销售。同时公司在 CGM 领域不断升级迭代, 在报告期内公司新一代 CGM 国内注册申报获得受理。公司 CGMS 产品“三诺爱看”持续葡萄糖监测系统在中国、印尼、欧盟 MDR、英国等多个国家和地区获批注册证, 并已在国内上市以及欧洲线上进行销售。公司 CGMS 产品高性能严标准, 产品技术质量水平符合国际先进要求, 彰显了公司严谨的质量体系和卓越的研发制造能力。我们预计公司 CGM 产品有望于 25Q3 取得 FDA 证, 未来有望在国内、海外双向突破, 成为公司第二增长曲线。海外子公司不断突破, 经营持续向好。公司与海外子公司 Trividia 和 PTS 的全球协同发展成果突显, 公司已经成为全球第四大血糖仪企业。通过多年的学术推广和品牌建设, 公司品牌的知名度和影响力不断提升, 建立起良好的品牌形象。截至 2024 年上半年: PTS 共持有 12 款有效的产品美国 FDA 注册证和 17 款产品的 CE 认证, 其 2024H1 实现收益约 927 万; 公司控股子公司 Trividia 共持有 5 款有效的产品美国 FDA 注册证和 4 款产品的 CE 认证, 已取得 2 项有效国内医疗器械进口注册证, 正在申请 1 款产品的 CE 认证, 其 2024H1 实现收益约 3122 万元。我们认为海外子公司经营持续向好, 有效提升了公司自主创新能力和核心竞争力, 为公司的长期发展提供有力支撑。品牌力持续提升, 全球影响力扩大。公司通过与 Trividia 和 PTS 公司的全球合作, 建立了全球销售渠道资源以及多年累积的丰富国际经营及销售经验, 与供应商、客户建立了良好、稳定的合作关系, 为公司未来收入的增长以及新产品的市场导入奠定了基础, 提升新产品的边际贡献, 同时公司旗下产品及服务在全球的影响力持续增强。

先导智能 (300450): 2024 年半年报点评: Q2 业绩承压, 看好全球化与平台化布局深化

盈利预测与投资评级: 考虑到设备验收节奏, 出于谨慎性考虑, 我们下调公司 2024-2026 年归母净利润至 20 (原值 33) /29 (原值 41) /35 (原值 53) 亿元, 当前市值对应 PE 为 11/7/6 倍, 考虑到估值水平及成长性, 维持“买入”评级。风险提示: 新能源车销量不及预期, 下游扩产不及预期。

谱尼测试 (300887): 2024 年中报点评: 业绩阶段性承压, 静待业务转型后盈利修复

盈利预测与投资评级: 受战略调整、医药医学下游景气度较弱等影响, 公司业绩短期承压, 处于谨慎性考虑, 我们调整 2024-2026 年盈利预测为 0.08 (原值 3.0) /1.7 (原值 3.8) /2.7 (原值 4.6) 亿元, 当前市值对应 PE 为 434/20/13 倍, 维持“增持”评级。风险提示: 行业竞争格局恶化、并购标的整合不及预期等

景津装备 (603279): 收入平稳增长&利润率回归, 经营性现金流大幅改善

盈利预测与投资评级: 考虑宏观经济及新能源领域需求承压, 我们将

2024-2026 年归母净利润预测从 10.91/12.32/13.94 亿元调降至 10.25/11.31/12.45 亿元，对应 PE 为 10/9/8 倍，维持“买入”评级。风险提示：下游扩产低于预期，竞争加剧，宏观经济及原材料价格波动。

三一重工 (600031): 2024 年中报点评: Q2 业绩基本符合市场预期，电动化、全球化逻辑逐步兑现

风险提示：行业周期波动、行业竞争加剧、国际贸易摩擦、电动化技术突破不及预期。

博众精工 (688097): 2024 年半年报点评: 营收增速可观，3C 需求回暖支撑未来业绩增长

2024 年半年报点评：营收增速可观，3C 需求回暖支撑未来业绩增长

长城汽车 (601633): 2024 年中报点评: Q2 业绩超预期，毛利率同环比持续向上

考虑公司出口以及坦克盈利持续超预期，我们小幅上调公司业绩预期，2024-2026 年归母净利润由 127/148/183 亿元上调至 132/150/186 亿元，分别同比+88%/+14%/+24%，对应 EPS 分别为 1.54/1.75/2.18 元，对应 PE 分别为 14/13/10 倍，维持长城汽车“买入”评级。

上声电子 (688533): 2024 年中报点评: 声学新产品收入高增，24Q2 毛利率同环比提升

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2024-2026 年营业收入预测为 31.6/37.9/45.8 亿元，分别同比+36%/+20%/+21%，维持 2024-2025 年归母净利润为 2.3/2.9/3.8 亿元，分别同比+45%/+26%/+30%，对应 PE 为 16/12/9 倍，维持“买入”评级。风险提示：汽车行业周期波动；原材料价格大幅波动；行业竞争加剧。

伯特利 (603596): 2024 年中报点评: 电子子公司盈利大幅提升，业绩稳健兑现

盈利预测与投资评级：考虑到公司墨西哥工厂产能爬坡需要时间，我们维持公司 2024 年营收为 101.3 亿元，下调 2025-2026 年营收为 129.2/155.0 亿元（原为 141.3/187.9 亿元），同比分别+36%/+28%/+20%；下调 2024-2026 年归母净利润为 11.5/14.6/18.2 亿元（原为 12.1/16.6/21.8 亿元），同比分别+29%/+27%/+24%，对应 PE 分别为 18/14/11 倍，维持“买入”评级。风险提示：乘用车需求不及预期，海外工厂建设不及预期。

华域汽车 (600741): 2024 年中报点评: 降本增效，业绩稳健释放

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2024-2026 年营收预测为 1805/1958/2046 亿元，同比分别+7.1%/+8.5%/+4.5%；维持 2024-2026 年归母净利润预测为 78/83/88 亿元，同比分别+8.7%/+5.6%/+5.8%，对应 PE 分别为 6/6/5 倍，维持“买入”评级。风险提示：海外市场拓展不及预期；下游乘用车需求复苏低于预期，乘用车价格战超过预期。

中联重科 (000157): 2024 年中报点评: Q2 业绩符合预期，海外延续高增

风险提示：国内行业需求回暖不及预期，行业竞争加剧，出海不及预期。

恒帅股份 (300969): 2024 年半年度报告点评: 2024Q2 业绩整体符合预期，微电机龙头成长可期

盈利预测与投资评级：考虑到公司 2024Q2 盈利能力略微下降，我们将公司 2024-2026 年归母净利润的预测调整为 2.50 亿元、3.06 亿元、3.78 亿元（前值为 2.69 亿元、3.37 亿元、4.26 亿元），对应 2024-2026 年 EPS 分别为 3.13 元、3.83 元、4.72 元（前值为 3.36 元、4.21 元、5.33 元），市

盈率分别为 18.99 倍、15.52 倍、12.58 倍。考虑到公司作为汽车微电机行业龙头，成长空间广阔，因此维持“买入”评级。风险提示：乘用车行业销量不及预期；原材料价格波动超预期；新产品应用拓展不及预期。

保隆科技 (603197): 2024 年中报点评: 新业务快速放量, 业绩进入增长通道

盈利预测与投资评级: 考虑到公司核心客户车型规划调整, 我们下调公司 2024 年营收为 73 亿元 (原为 78 亿元), 维持 2025-2026 年营收预测为 95/115 亿元, 同比分别+24%/+30%/+21%; 下调 2024-2026 年归母净利润为 4.3/5.9/7.8 亿元 (原为 5.0/6.5/8.2 亿元), 同比分别+13%/+38%/+32%, 对应 PE 分别为 14/10/8 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 新产品落地不及预期, 乘用车价格战超出预期。

亚朵 (ATAT): 2024Q2 业绩点评: Q2 业绩超预期, 上调全年营收和开店指引

盈利预测与投资评级: 亚朵作为定位高端市场的连锁酒店集团, 上市加速扩张, 轻居品牌切入中端市场有望打造第二曲线, 盈利能力持续提升。基于加盟扩张和零售业务超预期, 上调亚朵盈利预期, 2024-2026 年归母净利润分别为 11.7/15.1/18.1 亿元 (前值为 9.6/12.9/16.1 亿元), 对应 PE 估值为 14/11/9 倍, 维持“增持”评级。风险提示: 居民出行消费需求走弱, 行业竞争加剧, 门店增长不及预期。

蒙牛乳业 (02319.HK): 2024 年中报业绩点评: 业绩符合预期, 回购提升股东回报

24H1 业绩符合预期, 公司严控资本开支, 发布回购计划, 股东回报进一步提升, 未来随着经营战略的逐步落实, 公司有望实现跨越式发展, 再创一个新蒙牛。

南网储能 (600995): 2024 年半年报点评: 受益西部调峰水电站偏丰影响, 业绩略超市场预期

事件: 公司发布 2024 年半年报, 2024 年上半年公司实现营业收入 29.11 亿元, 同比+1.8%; 实现归母净利润 6.26 亿元, 同比-9.6%。单 Q2 实现营业收入 15.86 亿元, 同比+9.3%; 实现归母净利润 3.41 亿元, 同比+9.1%。2024Q2 受西部调峰水电站来水偏丰+佛山宝塘储能站投产, 公司收入同比+9.3%。受调峰水电站来水同比修复+佛山宝塘储能电站投产新型储能投产营收增加+抽蓄新政执行三因素综合影响, 2024Q2 营收同比+9.3%。归母净利润同比+9.1%。盈利预测与投资评级: 受 24Q2 以来调峰水电站来水偏丰+容量电价新政影响抽蓄盈利, 我们维持公司 2024-2026 年归母净利润为 12.56 亿元、16.28 亿元、18.38 亿元, 对应 2024-2026 年 PE 为 24 倍、18 倍、16 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 公司调峰电站来水不确定的风险、新型储能电站商业模式不确定的风险等

威高骨科 (688161): 2024 年半年报业绩点评: 业绩短期承压, 单 Q2 业绩环比改善

投资要点 事件: 24H1 营收实现 7.51 亿元 (-6.81%, 同比, 下同), 归母净利润 0.93 亿元 (-16.67%), 扣非归母净利润 0.89 亿元 (-16.70%)。24Q2 营收实现 4.03 亿元 (-3.12%), 归母净利润 0.58 亿元 (+230.47%), 扣非归母净利润 0.55 亿元 (+237.38%)。上半年业绩符合我们预期。脊柱、创伤产线二季度收入环比一季度均有不同程度恢复: 2024 年上半年, 公司脊柱实现收入 2.2 亿元, 24Q2 环比 24Q1 收入增长 15%; 24H1 脊柱手术量同比增长 15%, 公司脊柱产品销量同比增长 36%。24H1 创伤产线

实现收入 1.2 亿元，其中 24Q2 环比 24Q1 增长 33%；24H1 创伤手术量同比增长 28%，公司创伤产品销量同比增长 25%。24H1 关节产线实现收入 2.3 亿元，手术量同比增长 21%，销量同比增长 22%。24H1 运动医学实现收入 1880 万元，其中二季度环比一季度收入增加 4 倍。24H1 公司 PRP 产品销售收入约 1 亿元，科室覆盖度不断提升。公司关节产线上半年续标情况良好：2024 年 5 月，公司在人工关节接续采购的中标情况总体较好。根据人工关节接续采购文件公示的采购需求量，中标数量上，公司关节产品威高海星、威高亚华协议年度采购需求量共计 53,679 台，占全部总需求量比例为 9.23%。在中标价格上，主要产品组套相比于上一轮集采中标价均有提升，其中膝关节产品的价格提升较为明显。盈利预测与投资评级：考虑到集采执行对 2024 年业绩短期扰动，我们将 2024 年归母净利润由 2.69 亿元调为 2.31 亿元，维持 2025-2026 年归母净利润为 3.51/4.15 亿元，对应当前市值的 PE 估值分别为 36/24/20 倍。考虑到公司平台属性仍在，市场份额逐步提升，维持“买入”评级。风险提示：国内常规业务销售不及预期风险，渠道库存出清缓慢风险，反腐对手术量持续影响等。

三花智控 (002050)：2024 年半年报点评：汽零制冷稳健，人形进入定点冲刺阶段

24H1 收入同比+9%、归母/扣非同比+9%/+4%、业绩符合市场预期。24H1 营收 136.8 亿，同比+9%，归母/扣非 15.1/15.3 亿，同比+9%/+4%；其中 Q2 营收 72.37 亿元，同比+6%，归母/扣非 8.7/8.6 亿元，同比+9%/-6%，23Q2 汇兑收益较高，叠加主业增长稳健导致扣非下滑，归母业绩符合前期预告 14.6-16.0 亿中值附近。提质增效下盈利能力提升，H1/Q2 毛利率达 27.5%/27.8%，Q2 毛利率同环比+2.5pct/+1.7pct。Q2 净利润率达 12.1%，同环比+0.3pct/+2.1pct。Q2 销售/管理/研发/财务费用率分别 2.3%/6.5%/4.4%/-0.4%，同比分别+0.1/+1.9/+0.1/+2.6pct 标杆海外客户销量放缓、汽零业务增速稳健。24H1 汽零板块收入 54 亿元，同比+12%，H1 毛利率 27.3%，同比+1.6pct。24Q2 特斯拉销量/产量同比-5%/-14%，通用、福特等 TOP5 客户电动化节奏放缓。全年汽零板块收入预计接近 120 亿、同增 20%左右。制冷板块需求复苏、龙头份额稳步提升。24H1 制冷板块收入 83 亿元，同比+7%；H1 毛利率 27.6%，同比+1.7pct。根据产业在线，24H1 我国家用空调销量同比+16%（内销同比+5%/外销同比+30%），其中 Q2 排产环比走弱。公司层面，核心产品份额稳步提升，推动新产品创造增量，此外继续加大越南、墨西哥、泰国工厂的全球化制造、研发。展望全年，H2 制冷板块景气度维持（间接出口好于直接出口），24 年制冷板块收入有望同增 5-10%。人形机器人定点在即、公司一供确定性强。我们预计特斯拉机器人 24H2 完成供应商定点。公司聚焦机电执行器，全面配合客户进行产品研发试制、迭代，进入特斯拉供应体系确定性强，我们预计三花份额有望超过 50%，25 年开始有望开始贡献业绩增量。盈利预测与投资评级：考虑到汽零客户需求放缓，我们下调公司 2024-2026 年归母净利润分别为 34.1/40.3/47.6 亿元（原值为 35.3/42.4/51.6 亿元），同比+17%/+18%/+18%，对应 PE 分别为 19x、16x、13x，给予 25 年 25 倍，目标价 27.0 元，维持“买入”评级。风险提示：新能源车销量不及预期、竞争加剧、人形机器人进展不及预期等。

新华保险 (601336)：2024 年中报点评：二季度利润激增价值提速，关注净资产波动

盈利预测与投资评级：二季度利润激增价值提速，关注净资产波动。投资收益表现略超预期，上调盈利预测 2024-26 年归母净利润为 117、128 和 136 亿元（原预测为 109、125 和 132 亿元），维持“买入”评级。

比亚迪电子（00285.HK）：2024 年中期业绩点评：业绩稳健，多面布局打开长期成长空间

投资要点 事件：比亚迪电子发布 2024 年半年度报告：1）2024 年上半年公司实现营收 785.8 亿元，同比+40%；毛利率 6.9%，同比-1pct；归母净利润 15.2 亿元，同比+0.1%；2）24Q2 公司实现营收 421.0 亿元，同比+41%，环比+15%，毛利率 6.8%，同比-1pct，环比-0.1pct，归母净利润 9.1 亿元，同比-14%，环比+49%。消费电子业务增速喜人，需求复苏赋予未来增长动能 2024 年 H1 公司消费电子业务实现营收 633.0 亿元，同比+54%，其中零部件业务实现营收 152.5 亿元，同比+206%，组装业务实现营收 480.6 亿元，同比+33%，主要系海外大客户产品品类扩充且公司市占率提升，以及安卓系智能手机需求复苏。消费电子收入占比提升及收购捷普后续费用对公司毛利率及净利润造成一定影响。我们预计在 AI 驱动智能手机需求复苏的趋势下，公司消费电子业务有望凭借在大客户处扩品类以及安卓产品高端化，在 2024 年下半年及后续实现业绩持续增长。户储业务承压，看好 AIDC 系列产品、工业机器人带来新增长点 2024 年 H1 公司新型智能产品业务实现营收 75.2 亿元，同比-16%，主要系户储业务承压，而无人机、智能家居、游戏设备板块均稳中有升。公司已构建 AI 服务器、液冷、电源管理等全套 AIDC 解决方案，推出 AMR 等工业机器人，这些布局有望贡献增长新动能。新能源汽车业务稳步增长，单车价值量有望持续提升 2024 年 H1 公司新能源汽车业务实现营收 77.6 亿元，同比+26%，主要系智能座舱产品出货量持续增长，同时智驾系统和热管理产品开始上车放量。我们认为伴随新能源汽车销量稳步增长且汽车智能化进程加速，公司智能座舱、智驾系统、热管理等产品出货量有望持续增长，叠加智能悬架等新品后续逐渐交付，公司供应的单车价值量将持续提升。盈利预测与投资评级：我们认为公司未来持续受益于在消费电子、智能终端、新能源汽车领域的平台化布局，考虑到公司收购资产后费用率短期增加，且户储行业需求企稳，我们将公司 2024-2026 年预期归母净利润由 59.1/68.3/75.1 亿元调整至 50.4/68.9/80.2 亿元，2024 年 8 月 29 日收盘价对应 PE 分别 11.3/8.2/7.1 倍，维持“买入”评级。风险提示：下游需求不及预期；客户集中度较高；收购协同效应不及预期

九州通（600998）：2024 半年报点评：经营业绩逐季向好，“三新两化”战略实施成效显著

事件：公司 2024 年上半年实现收入 771.71 亿元（-2.76%，同比，下同），归母净利润 12.08 亿元（-10.08%），扣非归母净利润 11.8 亿元（-8.9%）。单 Q2 季度，公司实现收入 366.99 亿元（-1.52%），归母净利润 6.70 亿元（-14.31%），扣非归母净利润 6.59 亿元（-8.81%）。业绩符合预期。

欣旺达（300207）：2024 年中报点评：消费电池表现亮眼，动储客户持续拓展

盈利预测与投资评级：我们基本维持 24-26 年归母净利润预测为 18/21/25 亿元（此前预测 17/21/25 亿元），同比+63%/+20%/+20%，对应 PE 分别为 17/14/12x，考虑到公司动力出货有望高增，给予 24 年 25xPE，对应目标价 23.5 元，维持“买入”评级。风险提示：电动车销量不及预期，行

业竞争加剧。

莱百股份 (605599): 2024 年半年报点评: Q2 营收同比+41%, 投资金占比提升令利润率承压

盈利预测与投资评级: 公司投资金条产品占比大幅提升, 使得利润率有一定压力, 我们下调公司 2024-2026 年归母净利润从 8.16/9.3/ 10.5 亿元至 7.4/8.4/9.4 亿元, 最新收盘价对应 2024-2026 年 PE 为 12/10/9 倍, 估值仍处于较低位置, 维持“买入”评级。

昱能科技 (688348): 2024 半年报点评: Q2 微逆出货环比略增, 关断器高增, 储能逐步贡献增量

盈利预测与投资评级: 考虑公司微逆出货增速略有放缓, 我们略微下调此前盈利预测, 预计 2024-2026 年归母净利 2.5/3.4/4.6 亿元 (前值为 3.0/4.1/5.1 亿元), 同比+15%/+35%/+35%, 对应 PE 为 27/20/15 倍, 维持“增持”评级。 风险提示: 竞争加剧、政策不及预期

中国太保 (601601): 2024 年中报点评: 资负共振, 全面向好

新业务回暖和降本增效措施到位推动价值口径指标恢复性增长。期末寿险和集团内含价值为 5,687.66 亿元, 较上年末增长 8.4%和 7.4%, 1H24 寿险 ROEV 达 6.8% (1H23:6.1%), 得益于 NBV 回暖、投资和营运偏差正向贡献所致。公司保单继续率同比提升, 长险赔付率、综合退保率同比优化, 多措并举推进降本增效。 盈利预测与投资评级: 资负共振, 全面向好。因投资收益超预期上调盈利预测, 我们预计 2024-26 年归母净利润为 318、376 和 430 亿元 (原 2024-26 年预测为 303、376 和 429 亿元), 新经济假设下 2024 年 8 月 29 日收盘价对应 2024 年动态 PEV 仅为 0.47 倍, 维持“买入”评级。 风险提示: 长航行动转型不及预期, 战略持续成效低于预期

美团-W (03690.HK): 2024Q2 业绩点评: 利润超预期, 平台韧性继续显现

考虑到公司 Q2 利润好于我们预期, 我们将公司 2024-2026 年经调整利润由 377/515/609 亿元上调至 415/519/662 亿元, 对应 2024-2026 年经调整 PE 为 16/13/10 倍, 维持“买入”评级。

创维数字 (000810): 2024 年中报点评: 需求疲软业绩承压, 革新+开拓有望逐步见效

投资要点 事件: 2024H1, 公司实现营收 44.5 亿元, 同比下降 13.9%; 归母净利润 1.8 亿元, 同比下降 42.8%。2024Q2, 公司实现营收 21.7 亿元, 同比下降 23.3%; 归母净利润 0.8 亿元, 同比下降 62.2%。 需求低位、市场竞争等宏观因素限制智能终端业务增长, 公司积极拓展市场应对变化。2024H1, 智能终端业务实现营业收入 32.9 亿元, 同比下降 12.6%, 毛利率 16.3%, 同比-5.8pct, 主要系市场竞争导致价格下探且需求不足, 公司主动放弃部分负毛利订单。 1) 机顶盒业务, 公司突破了 8K 超高清机顶盒项目, 获得河南、河北等地独供订单, 海外重点战略客户及欧洲、东南亚、拉美、澳洲等市场的合同订单量也在积极增长; 2) 宽带连接业务, 公司在国内通信运营商市场网关集团采购项目 100%中标, 市场份额提升; 3) XR 业务, 公司推出新一代 Pancake MR 产品以及首款 AR 眼镜, XR 系列产品研发和新一代储备升级。 汽车显示进展可观, 工控模组业务改革效果可期。2024H1, 专业显示业务实现营业收入 9.8 亿元, 同比下滑 21.9%, 毛利率 6.8%, 同比增加 7.7pct, 主要系公司放弃手机显示模组导致转型期内收入下降。 1) 汽车显示收入 6.9 亿元, 同比

+86.4%，公司获得了核心客户的 18 个重点项目定点，完成了超过 50 万套产品的生产销售，上半年实现营业收入 6.89 亿元，同比增长 86.39%。

2) 其他模组实现收入 2.9 亿元，同比-64.2%，主要系公司放弃手机显示模组等行业竞争激烈的产品，转型积极发展工控模组。我们认为，一方面随着汽车以旧换新、新能源汽车下乡、车路云一体等利好政策持续落地实施，公司定点车型不断积累，汽车电子车载显示总成业务稳步增长；另一方面随着中小模组逐步转型，工控模组业务营收、毛利率也有望开启修复。盈利预测与投资评级：我们认为机顶盒和宽带连接产品需求有望在触底后修复，车载和 XR 产品一前一后为公司贡献业绩增量。考虑到需求仍在较低区间，将公司 2024/2025/2026 年归母净利润由 8.0/9.5/11.1 亿元调整至 6.3/7.4/9.4 亿元，2024 年 8 月 28 日收盘价对应 PE 分别为 21.2/18.1/14.4 倍，维持“买入”评级。风险提示：订单交付不及预期，海外拓展不及预期，VR 产业发展不及预期，供应链风险

安克创新 (300866): 2024 年半年报点评: Q2 扣非净利润+50%超预期, 各主要品类&渠道均有上佳表现

事件：公司发布 2024 年半年报。2024H1 公司营收 96.5 亿元，同比+37%；归母净利润 8.7 亿元，同比+6.4%；扣非净利润 7.7 亿元，同比+41%。公司收入及扣非净利润增速均超预期。去年同期非经常项较大，主要是南芯科技上市产生较大的公允价值变动损益等，因此扣非净利润增速更能反映经营结果。盈利预测与投资评级：安克创新是消费品出海领域中，具备突出品牌认可度的稀缺标的。看好公司通过新品发力（储能、安防、无线充电等）+新渠道扩张（欧澳 KA+新兴市场）实现持续成长。考虑公司新品增速较快，我们将公司 2024-26 年归母净利润预期由 17.6/21.4/24.8 亿元，上调至 19.1/22.9/27.5 亿元，同比+18%/+20%/+20%，8 月 29 日收盘价对应 P/E 为 17/14/12 倍 P/E。维持“买入”评级。

洋河股份 (002304): 2024 年中报业绩点评: 降速调整, 质量为先

公司 23Q4 以来主动降速调整，明确 600 及以上价位价在量先，期待 M6+ 经过控货调整打好百亿基础，手工班真年份产品重振公司品质及品牌形象。此外，公司公告 24-26 年年度现金分红总额不低于归母净利的 70%，且不低于人民币 70 亿元（含税），即现价股息率不低于 6%，高分红夯实股价安全边际。考虑年度经营目标及当前宏观需求环境，我们下调 2024-26 年归母净利润至 102/107/118 亿元（前值 104、115、126 亿元），同比+2%/5%/10%，当前市值对应 2024-2026 年 PE 为 11/11/10X，维持“买入”评级。

芯源微 (688037): 2024 年半年报点评: 业绩短期承压, 看好多元业务持续突破加速放量

盈利预测与投资评级：考虑到设备交付节奏，我们维持公司 2024-2026 年归母净利润预测分别为 3.3/4.3/5.5 亿元，当前市值对应动态 PE 分别为 34/26/21 倍。基于公司在前道 Track 和清洗领域的成长性，维持“增持”评级。风险提示：半导体行业投资下滑，新品研发&产业化不及预期等。

中集集团 (000039): 2024 年中报点评: 业绩符合预期, 集装箱板块量利齐升

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2024-2026 年归母净利润预测为 24.7/32.9/47.5 亿元，当前市值对应 PE 为 16/12/9 倍，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济波动、地缘政治风险、原油价格波动等

埃斯顿 (002747): 2024 年中报点评: 业绩短期承压, 静待行业出清利润

水平回升

2024 年中报点评：业绩短期承压，静待行业出清利润水平回升

德龙激光 (688170)：2024 年半年报点评：新业务开拓影响利润表现，产业化布局前景可期

盈利预测与投资评级：考虑到公司研发投入力度、设备验收节奏等因素，我们维持 2024-2026 年归母净利润预测为 0.6/0.9/1.2 亿元，当前市值对应 PE 为 34/23/18 倍。基于公司在多领域 0 到 1 突破的潜力，维持“增持”评级。风险提示：市场竞争加剧、新品产业化不及预期。

利柏特 (605167)：2024 半年报点评：利润增速表现亮眼，充足订单保证业绩增长

事件：公司发布 2024 年半年报，实现营业收入 18.0 亿元，同比+33.4%，归母净利润 1.3 亿元，同比+48.9%；其中单 Q2 实现营收 11.4 亿元，同比+47.8%，归母净利润 9105 万元，同比+71.1%，基本符合预期。公司上半年营收高增，利润率维持良好水平：（1）公司充分发挥“设计-采购-模块化-施工”（EPFC）全产业链环节及一体化服务能力，在手项目上半年执行与结算情况良好，收入显著增加，上半年工业模块设计和制造业务、工程服务业务分别实现营收 3.5、14.4 亿元；（2）公司 24H1 综合毛利率为 16.3%，同比+0.8pct，其中工业模块设计和制造业务、工程服务业务分别实现毛利率 26.3%、13.8%；凭借优秀的项目业绩，公司取得巴斯夫、霍尼韦尔、科思创、陶氏化学、液化空气、英威达等客户的高度认可，利润率有所保障。中标多个重要项目，在手订单充足。今年 1 月公司与拓烯光学签订《7000 吨/年 SOOC 项目总承包合同协议书》与《41000 吨/年光学树脂项目施工总承包合同》，合同总金额分别为 3 亿元、3.5 亿元，预计将在 24-25 年确认收入；今年 6 月子公司利柏特工程与索尔维组成联合体中标北方华锦联合石化有限公司精细化工及原料工程项目折百 20 万吨/年双氧水装置设计、采购及施工工程总承包（B+EPC）项目，订单总额 11.0 亿元，工期为 960 日历天；2022-2023Q1 公司公告 7 项重大项目合同，签约合同金额累计超 41 亿，充足的在手订单将为公司业绩提供坚实保障。盈利预测与投资评级：公司是国内少数具备大型工业模块设计建造能力的企业，客户多为知名化工跨国企业，重大在手订单量为未来 3 年业绩提供支撑；公司拟发行可转债募集 7.5 亿元用于南通利柏特重工项目，进一步提升公司工业模块设计和制造业的制造和总装能力。我们调整公司 2024-2025 年归母净利润预测至 2.4/3.0 亿元（前值为 2.6/3.5 亿元），新增 2026 年预测为 3.8 亿元，8 月 29 日收盘价对应市盈率分别为 14.8/11.7/9.4 倍，维持“增持”评级。风险提示：在手订单推进不及预期；海外化工龙头来华投资不及预期；模块化生产方式渗透率提升不及预期。

松原股份 (300893)：2024 年半年度报告点评：2024Q2 业绩符合预期，自主被动安全龙头持续成长

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2024-2026 年归母净利润为 2.70 亿元、3.58 亿元、4.49 亿元的预测，对应的 EPS 分别为 1.20 元、1.58 元、1.98 元，2024-2026 年市盈率分别为 21.61 倍、16.32 倍、13.02 倍，维持“买入”评级。风险提示：乘用车行业销量不及预期；新客户及新产品开拓不及预期；原材料价格波动导致盈利不及预期。

双环传动 (002472)：2024 年半年度报告点评：2024Q2 业绩表现亮眼，长期成长空间广阔

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2024-2026 年归母净利润为 10.03 亿元、12.53 亿元、15.28 亿元的预测，对应的 EPS 分别为 1.19 元、1.48 元、1.81 元，2024-2026 年市盈率分别为 17.08 倍、13.67 倍、11.21 倍，维持“买入”评级。风险提示：新能源乘用车销量不及预期；原材料价格波动影响；新业务开拓不及预期；并购整合不及预期。

经纬恒润-W (688326)：2024 年中报点评：研发费用环比收窄，业绩拐点将现

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2024-2026 年营收预测为 55.0/71.5/80.4 亿元，同比分别+18%/+30%/+13%；基本维持 2024-2026 年归母净利润预测为 0.04/2.01/3.63 亿元，2025-2026 年归母净利润同比分别+5101%/+81%，2024-2026 年对应 PE 分别为 1855/36/20 倍，鉴于公司电子业务新品放量在即，我们维持“买入”评级。风险提示：智能电动汽车行业发展不及预期，法律法规限制自动驾驶发展，下游车企价格战超预期。

中国黄金 (600916)：2024 年半年报点评：Q2 收入同比+26%，产品结构变动利润端受到一定影响

盈利预测与投资评级：中国黄金背靠大央企，资源优势明显，2024 年在终端动销承压的背景下加大黄金回购业务和投资金条业务发展，实现收入端较好增长，但业绩仍有压力，我们下调公司 2024-2026 年归母净利润从 12.2/14.5/17.2 亿元至 10.5/11.8/13.2 亿元，最新收盘价对应 2024-2026 年 PE 分别为 14/12/11 倍，维持“买入”评级。

拓普集团 (601689)：2024 年半年度报告点评：2024Q2 业绩符合预期，汽零+机器人共驱发展

盈利预测与投资评级：考虑到公司 2024Q2 毛利率有所波动，我们将公司 2024-2026 年归母净利润的预测调整为 27.97 亿元、35.12 亿元、45.01 亿元（前值为 28.33 亿元、35.97 亿元、45.51 亿元），对应 2024-2026 年 EPS 分别为 1.66 元、2.08 元、2.67 元（前值为 1.68 元、2.13 元、2.70 元），市盈率分别为 19.77 倍、15.74 倍、12.28 倍。考虑到公司作为 Tier 0.5 级供应商，后续新客户增量持续释放，叠加机器人执行器未来空间广阔，因此维持“买入”评级。风险提示：客户销量不及预期；项目开拓不及预期；原材料价格波动。

元力股份 (300174)：2024 年中报点评：活性炭满产满销，业绩符合市场预期

盈利预测与投资评级：考虑到市场竞争加剧，我们下修 24-26 年归母净利润至 2.5/3.0/4.8 亿元（此前预测 24-26 年归母净利润 2.6/2.9/4.7 亿元），同比+6%/+18%/+61%，对应 PE 为 19/16/10x，维持“买入”评级。风险提示：行业竞争加剧、新技术放量不及预期、下游需求不及预期。

东威科技 (688700)：2024 年半年报点评：受产业进度影响业绩承压，静待复合铜箔设备放量

盈利预测与投资评级：考虑到设备验收进度，我们维持公司 2024-2026 年归母净利润分别为 2.8/4.0/5.3 亿元，对应 PE 为 21/15/11 倍，维持“增持”评级。风险提示：下游扩产不及预期，新品拓展不及预期。

航天电器 (002025)：2024 年中报点评：向互连一体化转型升级，打造市场竞争新优势

盈利预测与投资评级：公司业绩符合预期，考虑到行业订单波动，我们下调公司 2024-2026 年归母净利润预测值至 8.65/9.97/12.02 亿元，前值

9.87/12.68/15.75 亿元，对应 PE 分别为 24/21/17 倍，维持“买入”评级。
风险提示：1）宏观经济波动风险；2）市场或业务经营风险；3）管理风险；4）应收账款增加的风险。

中直股份（600038）：2024 年中报点评：中直股份业务高效整合，业绩有望复苏

盈利预测与投资评级：公司业绩符合预期，考虑到公司是国内军民用直升机领域龙头企业，基于十四五期间航空产业高景气，以及未来低空经济带来的增长空间，我们上调先前的盈利预测，预计公司 2024-2026 年归母净利润为 7.18/8.80/10.76 亿元，前值 5.04/6.06/7.18 亿元；对应 PE 分别为 43/35/29 倍，维持“买入”评级。 风险提示：1）产品质量与安全生产风险；2）原材料短缺及价格波动风险；3）订单及产品结构性调整风险。

宏观策略

宏观点评 20240817：7 月经济数据：结构分化下，稳增长政策仍需发力

7 月经济相较于二季度末逐步企稳回升。整体上，7 月经济增长景气水平与 6 月表现基本相当，下半年在基数下行以及财政发力的背景下，GDP 增速有望逐步回升。但结构上依然分化，7 月“外需好于内需、生产强于消费”的特征仍在延续，而在当前出口对经济拉动出现边际“退坡”的大环境下，下半年内需增长的压力会有所上升，这也意味着政策的“油门”不能松动，稳增长政策仍需进一步发力，包括降准降息、地产收储和化债，财政支持等相关政策有望加快推出。整体来看，7 月经济数据的主要关注点有以下几个方面：一是投资端分化，7 月制造业投资继续维持高位，但出现边际走弱，后续制造业投资能否维持强势增长需要政策继续发力；此外，广义基建和狭义基建明显偏离，反映当前地方投资意愿有所欠缺，基建投资增长更多靠公用事业板块的拉动。二是消费出现边际改善，7 月社零同比小幅回升，服务业生产也有所改善，拉动经济增长，但整体“生产强，消费淡”的结构特征依然存在。三是外需可能转弱，下半年在高基数，全球需求下行以及贸易保护主义的影响下，出口可能出现边际回落，经济增长急需内需“接力”。工业：生产动能边际下行。2024 年 7 月工业增加值同比增速为 5.1%（6 月为 5.3%），同时环比增速也放缓至 0.35%（6 月环比增加 0.42%），似乎纷纷传出生产减速的信号。从细项上看，只有采矿业在向上贡献工增的同比增速。而制造业和公用事业的同比增速都不及 6 月，同比增速分别录得 5.3%及 4%。不过，在“新质生产力”的政策号召下，工业生产在高科技产业的帮助下还是得到了一定的支撑，高技术产业工增同比从 6 月的 8.8%涨至 7 月的 10%，例如科技含量十足的计算机电子设备对工增的同比拉动从 6 月的 0.61%上涨至 7 月的近 0.8%。基建：广义基建与狭义基建同比增速继续分化。7 月广义基建投资同比增速为 10.7%，进一步延续上个月的增速回升，且为今年基建同比的最快增速。7 月广义基建投资同比增速的上行继续受到来自于公用事业板块的拉动，这也解释了 7 月广义、狭义投资增速背离的原因，剔除公用事业板块的狭义基建投资增速为 2%（6 月为 4.6%），加速下滑趋势。中央财政“扶持”基建加速。此前基建投资增速连续 5 个月放缓，地方政府发行的与基建相关的地方性债券（即专项债和城投债）规模偏小是主因。不过年中中央政府开始发力，国债发行力度偏快，一定程度上对冲基建放缓的幅度，带领公用事业“逆势”大涨，成为基建加速的主因。制造业：制造业投资仍“一枝独秀”。7 月制造业同比增速为 8.3%，虽较上期小幅回落，但在地产下行以及地方基建投资意愿相对较低的背景下，仍是投资端的主要支撑。结构上，有色冶炼、金属制品、交通设备、通用和专用设备等同比增速提升明显，而汽车、电气机械对制造业投资有所拖累，可能受到 7 月出口回落的影响。虽然今年以来在设备更新政策的支持下，制造业投资表现持续亮眼，但需关注后续可能存在的下行风险，尤其是在下半年出口增速可能“退坡”的影响下，制造业投资可能会有所下行，这意味着下半年政策的“油门”还不能松，财政支持也需进一步加码。地产：地产企稳仍需更多政策支持。7 月房地产投资降幅小幅扩大，单月同比增速下降至-10.8%，从高频数据来看，7 月 30 大中城市商品房成交面积也有所回落，地产端依然承压。“5·17”新政后虽然居民购房条件有所放松，但整体购房意愿改

善并不明显。后续政策部署一方面需要在地产收储做更多努力，在收购存量住房，增加保障性住房供给方面给予更多支持，以及加大对住房租赁的金融支持，同时可进一步降低存量房贷利率，减轻居民端压力，促进房地产市场逐步回归健康发展。 消费：暑期需求旺季带动社零回升。7月社零同比增速为2.7%，较前值小幅回升0.7个百分点，主因暑期出行旅游等需求带动线下消费回升。结构上来看，通讯器材、体育娱乐用品、饮料类产品同比增速出现明显回升，文化办公用品、建筑装潢、化妆品等同比降幅也均有明显收窄。值得注意的是，7月家电、汽车同比增速有所改善，可能来自于消费品以旧换新政策以及夏季需求旺季的影响。 往后看，消费端的改善仍需居民预期企稳。7月城镇调查失业率小幅上升至5.2%，一方面可能因为高校毕业生集中进入劳动力市场带来的季节性回升，但也反映了当前经济增长仍存在较大压力，不利于居民收入增长预期和消费预期的改善。因此在居民消费意愿走低的背景下，如何提高居民消费信心，改善居民消费环境是后续政策的着力点。 风险提示：政策出台节奏及项目落地放缓导致经济复苏偏慢；海外经济体提前显著进入衰退，国内出口超预期萎缩。

（证券分析师：陈李 研究助理：武朔）

宏观点评 20240815：美国7月通胀值50bp降息吗？

美国通胀重回“2字头”，市场却“冷静”了？一方面，此前衰退预期“打”的太满，尤其被昨日的PPI数据“抢走了一部分风头”，因此市场反而对通胀数据小幅回落感到失望；另一方面，住房通胀反弹，开始停止下降趋势，增加了服务业通胀回落趋势的隐忧。因此市场并未对连续四个月下降的通胀（达到了美联储可以开启降息的最低门槛）所打动，数据公布后，美元指数短线拉升约15点，美股期货短线冲高后回落，纳斯达克100指数期货跌0.2%，10年期美债利率拉升，报3.826%。现货黄金短线小幅走低，现报2471.55美元/盎司。 那么具体来看，美国7月通胀表现如何： 从整体来看，美国7月通胀继续回落：CPI整体符合预期，环比如期达到可控的0.2%，同比上涨2.9%，核心CPI同比增速降至3.2%。根据美国劳工统计局，近90%的月度增长是由于住房成本的增长，而住房成本的增长速度比6月份有所加快。总体而言，数据表明通胀较过去几年的水平确实有所下降，但物价增长尚未急速刹车。 核心服务方面，住房成本再次成为上涨的“一枝独秀”。7月美国住房通胀再次走高，环比上升0.4%，而6月环比为0.2%。没能保持住上个月的“好消息”。住房通胀的滞后成为通胀回落趋势上的主要风险。其他核心服务方面，相较于6月，运输服务、休闲服务及教育和通讯服务纷纷环比上涨录得0.4%，0.4%和0.2%；医疗护理服务从6月的环比0.2%回落至-0.3%。 超级核心通胀转正。这对于鲍威尔及其他官员而言来说，意味着打击了“对通胀确定性回落的信心”。美联储官员密切关注超级核心通胀，而所谓的超级核心通胀，即指不包括住房在内的服务价格。“超级核心服务”通胀在连续两个月下降后，7月份环比上升了0.21%，因此“去通胀”的迹象有所减弱。 商品通胀“下降旋律”还在继续，二手车价格加速下滑。7月核心商品继续推动整体通胀放缓，核心原因在于二手车价格的加速走弱。7月二手车价格环比从6月的-1.5%继续下滑至7月的-2.3%，成为核心商品放缓的主要推手。不过值得注意的是，教育和通讯商品本月结束了负增，环比增速从6月-0.5%上涨至0.4%。 其他核心商品通胀方面，降速还在继续：自供应链压力缓解以来，商品“去通胀”便一直是降温主旋律：过去一年中，商品通胀就一直在回落。 往后看，商品“去通胀”仍在加速：新车（环比-0.2%）、服装（环比

-0.4%)、休闲娱乐商品(环比-0.3%)，降速均较前值加快。9月降息，25bp还是50bp?鉴于避免重蹈过去的覆辙，美联储确认通胀变化的观察时间窗口实则被延长，时间上很可能延长至4至6个月，以此收集更多物价压力减弱的证据，以绝对确定通胀回落的路径。本次数据回落放缓，打消了更大幅度降息的紧迫性。除此之外，就业的重要性开始提升：从之前过度关注通胀率，转变为现在更加关注美国劳动力市场和失业率。倘若失业率快速上涨，那么降息则箭在弦上。不过需要注意的是，现在正值选举季，政治因素也是美联储不可忽视的一部分。风险提示：全球通胀超预期上行，美国经济提前进入显著衰退，巴以冲突局势失控，美国银行危机再起金融风险暴露。

(证券分析师：陈李)

宏观点评 20240815：二季度货币政策执行报告释放了哪些信号？

二季度货币政策执行报告有哪些看点？面对严峻的外部环境和国内有效需求不足的双重压力，二季度货币政策执行报告延续了7月政治局会议精神，即增强宏观政策取向一致性，进一步加强逆周期调节，以增强经济向好态势，同时进一步明晰了下一步的施政思路，通过稳健的货币政策来平衡好短期和长期、稳增长和防风险、内部均衡和外部均衡的关系。具体来看，二季度货币政策报告的看点主要集中在三方面：一、稳增长：延续7月政治局论调，加强逆周期调节。内外压力，加强逆周期调节以巩固经济向好态势。央行指出，经济增长仍面临国际国内双重压力，一方面“外部环境复杂性、严峻性、不确定性上升”，另一方面“国内有效需求不足，新旧动能转换和结构调整持续深化也造成一定挑战”，在此基础上二季度报告继续延续7月政治局会议精神，即“增强宏观政策取向一致性，加强逆周期调节，增强经济持续”，这一点与一季度报告中的“强化逆周期和跨周期调节”有所不同，因此下半年货币政策有望进一步发力。从中长期经济发展来看，二季度报告表述仍然乐观，认为“我国经济发展具有强大韧性、巨大潜力和有力支撑”。针对国内通胀形势，物价将保持温和复苏。央行表示，“暑期旅游出行增加将带动服务消费需求上升，四季度还是传统消费旺季”，因此“国内供需将进一步趋于平衡”，在此基础上“CPI有望总体延续温和回升态势，PPI降幅也将逐渐收敛”，二季度报告对于通胀的判断与一季度报告表述基本相近。二、防风险：关注利率、汇率和地产三重风险防范。关注长端利率风险，本期报告对利率风险的关注进一步提高，报告提示要“加强市场预期引导，关注经济回升过程中，长期债券收益率的变化”，同时在专栏四中提出“部分资管产品尤其是债券型理财产品的年化收益率明显高于底层资产，主要是通过加杠杆实现的，实际上存在较大的利率风险”，再度提示长端利率存在的风险。今年以来由于长债利率偏离合理中枢水平，央行多次持续提示利率风险，表示出对利率下行的担忧，报告提出“对金融机构持有债券资产的风险敞口开展压力测试，防范利率风险”，往后看，央行可能采取更多措施下场干预利率，通过买卖国债、加强监管等措施以使得债券市场更加平衡。汇率方面，报告进一步提出稳定汇率预期，即“防止形成单边一致性预期并自我强化，坚决防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”。近期随着美联储降息预期升温，稳汇率的压力有所降低，报告在专栏五中提出“发达经济体与新兴市场经济体之间利差逐步收窄，新兴市场经济体资本外流和货币汇率贬值压力趋于缓解”，这为国内实施进一步的逆周期政策提供了更多空间。地产方面，“促进房地产市场平稳健康发展”依然是本期报告的主要基调，但较一季度报告增加“着力推动已出台金融政策措施落地见效”、“加大住房租赁金融支持”、“加大保障性住房

建设和供给”等论调，同时专栏三也传递了“住房租赁产业是未来房地产市场发展的重要方向”、“盘活存量去库存助力启动住房租赁业”等信号，表明当前金融支持住房租赁行业发展优先级进一步提升。往后看，商品房收储金融支持政策可能进一步落地，金融对企业收购存量住房，增加保障性住房供给方面的力度将有所加强。后续租赁住房贷款，保障性再贷款投放有望进一步加快，同时配合限购政策放开，降低首付比例和房贷利率等措施，房地产市场有望进一步修复。三、货币政策施政思路：利率传导由短及长、推进货币政策框架转型。

“加快完善中央银行制度，推进货币政策框架转型”，体现了央行货币政策框架的下一步部署。本期报告专栏一、专栏二分别讨论了建立健全由市场供求决定的存贷款利率形成机制和进一步健全市场化的利率调控机制，体现了央行货币政策演变整体思路。自6月陆家嘴论坛潘功胜行长讲话以来，完善货币政策框架的意图“呼之欲出”，陆续通过调整公开市场操作招标方式，增加临时正、逆回购等方式逐步强化7天逆回购利率的政策属性。后续货币政策框架将进一步向增强政策利率权威性，推进贷款市场报价利率改革，理顺由短及长的利率传导关系方向演变。在货币政策工具上，二季度报告相对一季度新增“在央行公开市场操作中逐步增加国债买卖，充实货币政策工具箱”。当前央行已经宣布开展国债借入操作，并在必要时择机在公开市场卖出，平衡债市供求，本期报告再次提及“丰富货币政策工具箱”，后续国债买卖等相关工具有望陆续推出。风险提示：政策出台节奏及项目落地放缓导致经济复苏偏慢；海外经济体提前显著进入衰退，国内出口超预期萎缩。

（证券分析师：陈李 研究助理：武朔）

固收金工

固收周报 20240826：海外政策回归周期，转债同样存在周期

后市观点及投资策略：上周（0819—0823）海外方面鲍威尔在杰克逊霍尔年会上延续“鸽”声，鲍威尔表示不希望看到劳动力市场“进一步降温”，7月失业率上升至4.3%，接近21年10月水平，并且认为失业率上升并非裁员增加，而是劳动力供应增加和前期“抢人潮”的结束所致，职位空缺数/失业人口7月下降到约1.2，接近21年6月水平，而上一轮周期的峰值中枢大约就在1.2，因此1.2并不是一个较低的比值。我们可以看到联储货币政策终于来到了山的另一边，鲍威尔说“time has come”，各种宏观数据在经历了疫情扰乱下的大幅波动后，似乎逐渐被驯服，波动显著下降。我们同时需要保持警惕的是，伴随宏观数据逐步正常化，宏观政策也需要逐步正常化，资本市场也将回归周期，波动反而可能放大，我们建议一方面预防抢跑，一方面适度跟上。0527—0531以来我们提示的围绕美债、非美货币的左侧机会，以及黄金的右侧机会。国内转债方面延续6月以来的承压局面，周五午后显露一定超跌修复迹象，市场博弈情绪增强。风格方面跌幅周K 高价<中价<低价，月K 跌幅中价<高价<低价。上周我们以调查问卷的形式收集发行人、投资人当前对转债二级市场看法，至截稿时发行人方面整体1)认为二级市场波动对公司投融资行为、经营基本不构成挑战；2)认为股价更多影响转债；3)关于下修、强赎条款有效性方面看法比较分化；而投资人方面整体年初以来大部分基于中、微观层面因素调整了非底仓配置，大部分仓位有所下降或保持不变，在对未来市场看法方面，短期（1—3月）仅约1成选择承压（负面），中期（3—6月）接近7成选择反弹，超过8成在后市市场回撤≤10%

前提下考虑选择加仓。结合这一信息，考虑到抽样的严重不完备性及其所导致的偏差，我们仍乐观认为一方面大部分发行人没有部分投资人所构想的慌张，另一方面大部分投资人在这一节点仍维持着积极配置心态。我们相信，有规律的周期带来确定性，转债同样存在周期，同时终将回归周期。配置策略方面，我们认为在市场持续探底的过程中，一方面应控制仓位，控制波动以应对赎回压力，另一方面应该关注结构性机会。具体而言，1) 从前周风格也可以看出，跌幅上低价>高价>中价，正如我们 0722—0726 以来一直思考的，从交易层面来看，波动相对较小、信用瑕疵较小、下修潜力较大的中价标的，或成为各类机构在当前选择中的最大公约数，尤其受到增量配置资金的青睐；2) 从周期层面来看，我们建议做多纯债溢价率的均值复归，以债底为顶思考向上空间，静待花开。本周预测转债下修概率最大的前十名分别为：文科转债、中装转 2、帝欧转债、重银转债、岭南转债、本钢转债、绿茵转债、山鹰转债、亚药转债、城地转债。风险提示：(1) 正股退市和信用违约风险；(2) 流动性环境收紧风险；(3) 权益市场超跌风险；(4) 地缘政治危机影响；(5) 行业政策调控超预期。

(证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭)

固收周报 20240826：厘清“三大误区”和增量政策对于债市的影响

观点 美国 24 年 8 月 PMI 指数、8 月 17 日当周首次申请失业救济人数及 8 月 10 日持续领取失业金数据公布，结合美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔年会上的讲话与当前形势，后市美债收益率如何变化？我们认为 9 月降息或势在必行，但这并不等同于降息周期的开始，而更接近于 2019 年 7-10 月的周期中调整 (Mid-Cycle Adjustment)。2024 年 8 月 23 日，美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔年会上延续“鸽”声，鲍威尔表示不希望看到劳动力市场“进一步降温”，7 月失业率上升至 4.3%，接近 21 年 10 月水平，并且认为失业率上升并非裁员增加，而是劳动力供应增加和前期“抢人潮”的结束所致，职位空缺数/失业人口 7 月下降到约 1.2，接近 21 年 6 月水平，而上一轮周期的峰值中枢大约就在 1.2，因此 1.2 并不是一个较低的比值。我们可以看到联储货币政策终于来到了山的另一边，鲍威尔说“time has come”，各种宏观数据在经历了疫情扰乱下的大幅波动后，似乎逐渐被驯服，波动显著下降。我们同时需要保持警惕的是，伴随宏观数据逐步正常化，宏观政策也需要逐步正常化，资本市场也将回归周期，波动反而可能放大，我们建议一方面预防抢跑，一方面适度跟上 2024 年 5 月 27 日至 2024 年 5 月 31 日以来我们提示的围绕美债、非美货币的左侧机会，以及黄金的右侧机会。我们在延续上周观点的基础上，结合增量数据，思考如下：美国 8 月 17 日当周首次申请失业救济人数与 8 月 10 日持续领取失业金人数均上升，房地产市场呈现出积极迹象。美国 8 月 17 日当周首次申请失业救济人数上升至 23.2 万人，高于前一周的 22.8 万人与预期 23 万人。8 月 10 日当周持续领取失业金人数为 186.3 万，较前值 185.9 万有所上升，但低于预期值 187 万。进一步表明劳动力市场只是在逐渐降温，而不是迅速放缓。值得注意的是，8 月 21 日，美国劳工部对 2023 年 4 月-2024 年 3 月的非农就业数据进行了基准修正，下修了 81.5 万个工作岗位，这是自 2009 年以来的最大幅度修正，表明劳动力市场的放缓可能比之前预期的要早。在这样的背景下，7 月份新屋销售和成屋销售均高于前值和预期，显示出房地产市场在近期利率快速下行和降息预期升温的背景下开始修复。较低的按揭贷款利率和房屋建筑商的销售激励措施，为房地产市场提供了支持，这表明即使劳动力市场出现一些放缓迹象，房地产市场仍可能受益于货币政策的潜在宽松。鲍威尔在政策框架中强调了就业市场的重要性，而 9

月6日的非农数据将对后续的降息决策产生关键作用，这进一步强化了市场对即将到来的降息的预期。美国8月Markit制造业PMI初值创八个月新低，Markit服务业PMI初值上升，Markit综合PMI初值上升。美国8月Markit制造业PMI初值下降至48，创下八个月新低，这一数值不仅低于预期的49.5，也低于7月的前值49.6，显示出制造业的萎缩速度达到今年以来最快。与此同时，Markit服务业PMI初值上升至55.2，不仅高于前值55，也超出了预期值54，表明服务业活动仍在稳步扩张。综合PMI初值虽然低于前值54.3，但达到54.1，高于预期的53.2，反映出美国经济的主要部分依然保持基本健康状态。尽管制造业表现不佳，但服务业的增长表明美国经济仍具有一定韧性。此外，服务业供应商的物价指数降至今年年初以来的最低水平，这可能有助于缓解通胀压力，为美联储提供了更多的政策灵活性。PMI数据的这些细节表明，尽管美国经济面临一些挑战，但其基本健康状况良好，仍具有一定经济增长的潜力和弹性。美联储9月降息基本已成定局，但具体降息幅度仍需关注就业状况。美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔全球央行年度经济政策研讨会上表示，美联储降息时机已到。他指出，高通胀是一个全球现象，美联储毫不畏惧地履行职责，其行动表明了恢复价格稳定的决心。目前，通胀的上行风险已经减弱，政策调整的时机已经到来，政策方向已经明确。降息的时间和节奏将取决于即将发布的数据、不断变化的前景和风险平衡情况。同时，鲍威尔强调，美联储关注其双重使命的双向风险，目前就业的下行风险有所增加，美联储将竭力支持强劲的劳动力市场，同时进一步实现价格稳定。在此之前，波士顿联储主席柯林斯表示，将很快适宜开始降息。柯林斯认为，官员们在开始放松政策时应该循序渐进，她专注于“在继续降低通胀的同时，保持健康的劳动力市场”。她表示，自己并没有在经济中看到任何“重大警示信号”，认为尽快开始放松政策是合适的，但预计会逐步进行，目前并没有一个预设的路径。银率网公司高级行业分析师特德·罗斯曼表示，从消费者角度看，利率下降将是一个渐进过程，降息25个至50个基点可能只会给消费者借贷成本带来微小变化。降息对经济的拉动作用可能需要较长时间才能显现。利率下降过程可能比之前利率快速提高的过程慢得多。截至8月24日，Fedwatch预期2024年9月降息概率为100%，降息25bp概率76%，上周为75%；在9月降息25基点后，11月会议降息25个基点的概率达52.9%。《金融时报》再发文对债券市场进行评论，如何看待此举与政治局会议中提及的“增量政策”对债市的影响？2024年8月21日，《金融时报》发布中国银行间市场交易商协会副秘书长徐忠的专访，厘清债市三大“认知误区”，一是误认为短期和超长期国债利率影响因素是一样的；二是误认为央行近期提示长债利率风险与近期降准降息相矛盾；三是误认为央行要控制和决定国债市场利率水平。我们认为有两点值得关注：（1）此前《金融时报》的文章中提及了长债利率的合意区间在2.3%-2.5%，当时正处于长债利率迅速下行的时期，正如此次采访中所说的，短期经济指标只对5年内国债收益率有指导意义，长端收益率实际上处于“失锚”状态，央行设定这一区间旨在避免机构过度的投机行为。而这次提到“并未设置长期国债利率区间”，是在长债利率的回调上行阶段，如果依然保持此前对于长债利率的合意区间，那么以10Y国债为例，至少还有10-15bp的上行幅度，这会造成固收类产品净值的波动，诱发风险，采访回答有意避免这种风险的发生。（2）市场对于央行无意过快抬升利率，从而造成风险的认知会增加，但考虑到此前对于长债利率快速下行的风险提示，利率料将保持震荡。具体点位方面，我们依然维持此前判断，

2.2%是10年期国债利率政策干预力度的重要观察点位，预计10Y国债的阶段高点将在2.25%左右，届时可考虑配置。除了对以上边际因素进行分析外，我们也对下半年可能出现的“增量政策”进行了展望。7月政治局会议在政策基调上表明“宏观政策要持续用力，更加给力，及早储备并适时推出一批增量政策举措”，对比看4月政治局会议的表述为“坚持乘势而上，避免前紧后松”。宏观政策的表述较4月政治局会议更加积极。在对财政政策的具体部署上，表明“要及早发行并用好超长期特别国债，加快专项债发行使用进度”，这一点与4月的政治局会议表述相同。4月提及加快专项债发行使用进度时，当时实际发行量占全年额度的19%，目前发行量占比为46%，从斜率上看确实有所提升，但仍不及2022年和2023年。问题或在于大量资金没有匹配到合适的项目（从企业中长期贷款乏力可看出），因此增发债券的可能性较小。

风险提示：

（证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭 证券分析师：徐沐阳
 证券分析师：徐津晶）

固收深度报告 20240825：从债券视角看 2024Q1 部分银行与理财子持债结构——机构行为系列（五）

观点 国债：国有银行持有国债规模最高，2023Q4 持债规模为 409.96 亿元，24 年 Q1 持债规模为 430.86 亿元，环比增长 5.1%。从国债被持的到期收益率分布来看，各银行理财机构倾向持有到期收益率在 0-3% 的国债，到期收益率为 3% 以上的国债仅有股份制银行持有，持有规模为 0.05 亿元。从国债被持的剩余期限结构来看，1 年以下国债的被持有规模最高，为 607.28 亿元。其次是剩余期限为 7-10 年、1-3 年，分别为 50.89 亿元、30.45 亿元；剩余期限 10 年以上的国债被持规模仅为 8.45 亿元。从加权平均到期收益率来看，24 年 Q1 各银行理财机构持有国债的加权平均到期收益率由高到低依次为城商行、农商行、国有银行、股份制银行，为 2.22%、1.85%、1.71%、1.68%。从加权平均剩余期限来看，城商行倾向于持有长期国债，加权平均剩余期限接近 10 年。

地方政府债：股份制银行持有地方政府债的规模最高，23 年 Q4 持债规模达 1 亿元，24 年 Q1 持债规模为 4.57 亿元，环比增长了 359%。从到期收益率来看，各银行理财机构持有地方政府债的到期收益率均在 2%-3% 和 3% 以上，只有农商行持有到期收益率为 1%-2% 的地方政府债。从剩余期限来看，各银行理财机构偏好持有中长期地方政府债，即 3 年以上债券。

同业存单：股份制银行和国有银行持有同业存单规模相对较高，2023Q4 持有规模分别为 861.09 亿元、609.42 亿元，24 年 Q1 持有规模分别为 1829.35 亿元、1397.88 亿元，环比增长 112% 和 129%。从到期收益率来看，各银行理财机构持有同业存单到期收益率在 2%-3% 的规模最高。从剩余期限结构来看，银行理财机构偏好持有短期同业存单，1 个月-3 个月剩余期限的被持有规模最高达 1518.81 亿元，9 个月-12 个月的被持有规模最低为 402.17 亿元。

金融债：国有银行和股份制银行持有金融债规模相对较高，2023Q4 持债规模分别为 2042.39 亿元、1993.87 亿元，24 年 Q1 持债规模分别为 2225.87 亿元、2252.16 亿元，环比增长了 9% 和 13%。从被持有规模来看，23 年 Q4 至 24 年 Q1，商业银行次级债券被持规模最高达 2936.68 亿元（占比 59%）。从加权平均到期收益率来看，股份制银行持有政金债的加权平均到期收益率最高，为 1.97%；城商行持有非政金债的加权平均收益率最高为 4.41%。从加权平均剩余期限来看，中外合资理财子持有政金债的加权平均剩余期限最长 4.17 年，城商行持有非政金债的加权平均剩余期限最长 5.99 年。

城投债：2024Q1 银行理财所持城投债规模达 3187.93 亿元，环比增长 3.73%，

平均收益率达 3.61%，平均剩余期限 2.03Y，总体配债偏好下沉；机构类型方面，城商行仍是最大的配置机构类型，而股份制银行和中外合资理财子持仓规模环比涨幅较大；剩余期限方面，期限中枢在 2Y 附近，或因理财产品对流动性具有刚性需求且配债调整需要时间，预计 2024H2 银行理财配债的期限结构将随 2024H1 发行期限拉长而相应改变；收益率方面，利率中枢基本集中于 3% 以上区间，其中城商行平均收益率水平居首位，达 3.86%；主体评级方面，银行理财持有的城投债以 AA+ 和 AA 为主，其中城商行理财机构信用下沉特征更明显，表明其相对追求投资回报，而国股大行理财机构则倾向于在收益与风险之间取得平衡；区域方面，2024 Q1 银行理财机构对于 12 个重点区域的城投债总体减持，而非重点区域则以增持为主，区域结构发生迁移表明银行理财相对青睐非重点省份城投债，并且地方商业银行理财机构所持城投债对其所属区域内的城投债覆盖力度总体较大，其中重点区域地方银行力度略强于非重点区域，表明地方商业银行与地方城投平台紧密关联，一方面在融资端具有本土资源优势，另一方面便于担任缓释信用风险、平滑估值波动的角色。产业债：2024Q1 银行理财所持产业债规模达 2594.07 亿元，环比增长 18.32%，平均收益率达 3.33%，平均剩余期限 1.97Y，均略不及城投债持仓，总体偏好配置高等级中短久期品种；机构类型方面，国股银行是最大的配置机构类型，5 类机构持仓规模环比增速均在 10% 以上；剩余期限方面，银行理财机构所持仓的产业债久期总体偏短，或主要系产业债发行主体资质差异较大，因此需控制久期以取得安全边际所致；收益率方面，银行理财机构所持产业债利率结构差异较大；主体评级方面，AAA 高评级系所有银行理财机构的重仓选择，其中国有大行及中外合资银行对高评级产业债的偏好更为显著；行业方面，工业行业仍是理财机构所持有产业债的最主要来源，公用事业次之，或与产业债不同行业的存量债券供给体量相关。风险提示：各类政策超预期收紧；数据统计偏差；信用风险发酵超预期。

（证券分析师：李勇 证券分析师：徐沐阳 证券分析师：徐津晶）

固收点评 20240825：绿色债券周度数据跟踪（20240819-20240823）

观点 一级市场发行情况：本周（20240819-20240823）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 16 只，合计发行规模约 186.20 亿元，较上周减少 43.64 亿元。发行年限多为 2-5 年期；发行人性质为中央国有企业、地方国有企业、民营企业、中外合资经营企业和其他；主体评级以 AAA 级为主；发行人地域为浙江省、广东省、北京市、湖南省、山东省、安徽省、天津市和新疆维吾尔自治区；发行债券种类为企业 ABS、商业银行普通债、一般公司债、超短期融资券、短期融资券、国家开发银行债、定向工具（PPN）和中期票据。二级市场成交情况：本周（20240819-20240823）绿色债券周成交额合计 404 亿元，较上周减少 40 亿元。分债券种类来看，成交量前三为非金公司信用债、金融机构债和利率债，分别为 224 亿元、116 亿元和 46 亿元；分发行期限来看，3Y 以下绿色债券成交量最高，占比约 79.72%，市场热度持续；分发行主体行业来看，成交量前三的行业为金融、公用事业和能源，分别为 145 亿元、100 亿元和 16 亿元；分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、湖北省和广东省，分别为 129 亿元、47 亿元和 35 亿元。估值偏离%前三十位个券情况：本周（20240819-20240823）绿色债券周成交均价估值偏离幅度不大，折价成交比例小于溢价成交，但幅度大于溢价成交。折价个券方面，折价率前三的个券为 22 万科 GN001（-2.8843%）、19 夷陵大保护绿色

NPB (-0.9083%)、22 华东勘测 MTN001(专项乡村振兴) (-0.6623 %), 其余折价率均在-0.40%以内。主体行业以金融和房地产为主, 中债隐含评级以 AA+评级为主, 地域分布以北京市和天津市居多。 溢价个券方面, 溢价率前二的个券为 22 兴兰 GV (1.0107%)、24 福州地铁 GN001(碳中和债) (0.6971%), 其余溢价率均在 0.60%以内。主体行业以金融和公用事业为主, 中债隐含评级以 AA+评级为主, 地域分布以北京市和陕西省居多。 风险提示: Choice 信息更新延迟; 数据披露不全。

(证券分析师: 李勇 证券分析师: 徐津晶)

固收点评 20240825: 二级资本债周度数据跟踪 (20240819-20240823)

观点 一级市场发行与存量情况: 本周(20240819-20240823)银行间市场及交易所市场共新发行二级资本债 3 只, 发行规模为 210.00 亿元, 较上周减少 190.00 亿元。发行年限为 10Y; 发行人性质为地方国有企业; 主体评级为 AAA; 发行人地域为重庆市和江苏省。 截至 2024 年 8 月 23 日, 二级资本债存量余额达 43,473.35 亿元, 较上周末(20240816)减少 113 亿元。 二级市场成交情况: 本周(20240819-20240823)二级资本债周成交量合计约 1642 亿元, 较上周减少 124 亿元, 成交量前三个券分别为 24 浦发银行二级资本债 01A (163.87 亿元)、24 建行二级资本债 02A (92.01 亿元)和 24 农行二级资本债 02A (41.89 亿元)。 分发行主体地域来看, 成交量前三为北京市、上海市和广东省, 分别约为 799 亿元、383 亿元和 115 亿元。 从到期收益率角度来看, 截至 8 月 23 日, 5Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为: 2.94BP、3.63BP、4.63BP; 7Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为: 8.52BP、9.03BP、10.03BP; 10Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为: 2.75BP、4.24BP、5.24BP。 估值偏离%前三十位个券情况: 本周(20240819-20240823)二级资本债周成交均价估值偏离幅度整体不大, 折价成交比例小于溢价成交, 但幅度大于溢价成交。 折价个券方面, 折价率前四的个券为 20 修文农商二级 01 (-1.8284%)、21 上虞农商二级 01 (-1.0659%)、22 长城华西二级资本债 01 (-0.8652%)、22 合肥科技二级资本债 01 (-0.7127%), 其余折价率均在-0.50%以内。中债隐含评级以 AA-评级为主, 地域分布以北京市、浙江省和湖南省居多。 溢价个券方面, 溢价率前二的个券为 24 浦发银行二级资本债 01B (0.9088%)、23 农行二级资本债 01B (0.6552%), 其余溢价率均在 0.60%以内。中债隐含评级以 AAA-评级为主, 地域分布以北京市、上海市和四川省居多。 风险提示: Choice、Wind 信息更新延迟; 数据披露不全。

(证券分析师: 李勇 证券分析师: 徐津晶)

行业

要素市场化改革中, 滞后 30 年的公用要素改革启航!

要素价格改革中, 滞后 30 年的公用价格改革启航! 痛点: 行业发展与价格机制现状的深刻矛盾, 市场化机制亟待建立! 结论: 促进可持续成长+估值天花板大幅打开 • 水务: 供水提价增厚盈利, 污水顺价改善现金流模式理顺, 价格改革驱动长期成长&估值翻倍以上 • 固废: C 端付费理顺改善现金流, 企业经营存超额收益长期有 α , 驱动估值 3 倍空间 • 燃气: 价格改革推进盈利机制理顺, 1.8 倍气量空间释放, 估值存翻倍空间 • 电力: 电改深化理顺电力系统各环节的投资回报模式, 激发活力驱动长期成长&盈利恢复稳定估值提

升 风险提示：市场化改革进展不及预期，项目建设进展不及预期，应收风险等

（证券分析师：袁理 证券分析师：任逸轩 证

券分析师：陈孜文 研究助理：谷玥）

原油月报：三大机构维持 2024 年下半年全球原油去库

n【原油库存板块】IEA、EIA、OPEC 在 2024 年 8 月报中预测 2024 年全球原油库存变化分别-20、-59、-175 万桶/日，较 2024 年 7 月预测分别-10、-9、+21 万桶/日，三大机构预测 2024 年库存变化平均-84 万桶/日，较 2024 年 7 月预测均值+1 万桶/日。具体来看，2024 年 8 月 IEA、EIA、OPEC 预测 2024Q3 全球原油库存或将分别-80、-89、-251 万桶/日，三大机构预测库存平均-140 万桶/日。n【原油供给板块】IEA、EIA、OPEC 在 2024 年 8 月报中预测 2024 年原油供给量分别 10290、10236、10258 万桶/日，较 2023 年原油供给分别+70、+56、+61 万桶/日，IEA、EIA、OPEC 相较 2024 年 7 月预测量分别-10、-7、+7 万桶/日。具体来看，2024 年 8 月 IEA、EIA、OPEC 预测 2024Q3 全球原油供给同比增量分别+130、+99、+105 万桶/日，相较 2024 年 7 月预测量分别-20、-7、-6 万桶/日。n【原油需求板块】IEA、EIA、OPEC 在 2024 年 8 月报中预测 2024 年原油需求量分别 10310、10294、10432 万桶/日，较 2023 年原油需求分别+100、+114、+211 万桶/日，IEA、EIA、OPEC 相较 2024 年 7 月预测量分别+0、+2、-14 万桶/日。具体来看，2024 年 8 月 IEA、EIA、OPEC 预测 2024Q3 全球原油需求或将分别同比+90、+128、+273 万桶/日，相较 2024 年 7 月预测量分别-0、-2、-5 万桶/日。n【相关上市公司】推荐：中国海油/中国海洋石油（600938.SH/0883.HK）、中国石油/中国石油股份（601857.SH/0857.HK）、中国石化/中国石油化工股份（600028.SH/0386.HK）、中海油服（601808.SH）、海油工程（600583.SH）、海油发展（600968.SH）；建议关注：石化油服/中石化油服（600871.SH/1033.HK）、中油工程（600339.SH）、石化机械（000852.SZ）。n【风险提示】1）地缘政治因素对油价出现大幅度干扰。2）宏观经济增速严重下滑，导致需求端严重不振。3）新能源加大替代传统石油需求的风险。4）OPEC+联盟修改石油供应计划的风险。5）美国解除对伊朗制裁，伊朗原油快速回归市场的风险。6）美国对页岩油生产环保、融资等政策调整的风险。7）全球 2050 净零排放政策调整的风险。

（证券分析师：陈淑娴）

推荐个股及其他点评

三诺生物（300298）：2024 半年报点评：海外进展不断突破，经营持续向好

投资要点 事件：2024 年 8 月 28 日，公司发布 2024 半年度报告：2024H1 公司实现营业收入 213,303.97 万元，同比+6.26%；实现归属于上市公司股东的净利润 19,748.54 万元，同比+12.61%；扣非归母净利润 17,846.19 万元，同比-10.38%。CGM 国内海外双轮驱动，看好未来持续放量。2023 年公司产品“三诺爱看”成为国内首个获批上市的三代传感技术持续葡萄糖监测系统（CGM），陆续完成 CGM 全球多个国家的注册、上市销售。同时公司在 CGM 领域不断升级迭代，在报告期内公司新一代 CGM 国内注册申报获得受理。公司 CGMS 产品“三诺爱看”持续葡萄糖监测系统在中国、印尼、欧盟 MDR、英国等多个国家和地区获批注册证，并已在国内上市以及欧洲线上进行销售。公司 CGMS 产品高性能严标准，产品技术质量水平符合国际先进

要求，彰显了公司严谨的质量体系和卓越的研发制造能力。我们预计公司 CGM 产品有望于 25Q3 取得 FDA 证，未来有望在国内、海外双向突破，成为公司第二增长曲线。海外子公司不断突破，经营持续向好。公司与海外子公司 Trividia 和 PTS 的全球协同发展成果突显，公司已经成为全球第四大血糖仪企业。通过多年的学术推广和品牌建设，公司品牌的知名度和影响力不断提升，建立起良好的品牌形象。截至 2024 年上半年：PTS 共持有 12 款有效的产品美国 FDA 注册证和 17 款产品的 CE 认证，其 2024H1 实现收益约 927 万；公司控股子公司 Trividia 共持有 5 款有效的产品美国 FDA 注册证和 4 款产品的 CE 认证，已取得 2 项有效国内医疗器械进口注册证，正在申请 1 款产品的 CE 认证，其 2024H1 实现收益约 3122 万元。我们认为海外子公司经营持续向好，有效提升了公司自主创新能力和核心竞争力，为公司的长期发展提供有力支撑。品牌力持续提升，全球影响力扩大。公司通过与 Trividia 和 PTS 公司的全球合作，建立了全球销售渠道资源以及多年累积的丰富国际经营及销售经验，与供应商、客户建立了良好、稳定的合作关系，为公司未来收入的增长以及新产品的市场导入奠定了基础，提升新产品的边际贡献，同时公司旗下产品及服务在全球的影响力持续增强。盈利预测与投资评级：我们维持之前盈利预测，预计公司 2024-2026 年营收分别为 46.30/52.88/60.93 亿元，归母净利润分别为 4.12/5.24/6.22 亿元，对应当前股价 PE 分别为 31/24/21 倍。我们认为公司是行业当中的龙头公司，未来有望持续保持高速增长，维持“买入”评级。风险提示：新产品延期获批及推广不及预期的风险；经销商管理风险；经营规模扩大带来的战略与管理风险。

（证券分析师：朱国广）

先导智能（300450）：2024 年半年报点评：Q2 业绩承压，看好全球化与平台化布局深化

投资要点 上半年海外收入高增，Q2 业绩承压主要受国内订单验收延迟影响：2024 上半年公司实现营收 57.52 亿元，同比-18.82%，收入下滑主要系订单验收周期延长。其中锂电设备收入 39.05 亿元，同比-27%，占比 68%；智能物流系统收入 12.97 亿元，同比+40%，占比 23%；光伏设备收入 4.02 亿元，同比+42%，占比 7%；3C 设备收入 0.60 亿元，同比-61%，占比 1%。分地区看，2024H1 中国大陆收入为 46.54 亿元，同比-30%，占比 81%；海外收入 10.95 亿元，同比+160%，占比 19%。2024H1 实现归母净利润 4.59 亿元，同比-61.74%；扣非净利润为 4.48 亿元，同比-61.68%。Q2 单季营收为 24.41 亿元，同比-35.96%，环比-26.26%；归母净利润为-1.05 亿元，扣非净利润为-1.03 亿元，同环比转亏。Q2 业绩出现亏损主要系国内锂电设备验收节奏放缓，叠加公司出于审慎考量计提较多减值损失。业务结构调整，整体盈利能力有所下降，海外业务毛利率显著提升：2024 上半年毛利率为 36.30%，同比-3.80pct，其中锂电设备毛利率为 41.85%，同比-1.65pct，智能物流系统毛利率 19.53%，同比-7.85pct，光伏/3C 设备毛利率分别为 35.33%/42.12%，较 2023 全年毛利率+18.55/-1.90pct，光伏平台化战略成效逐步显现；海外业务毛利率为 39.47%，较 2023 全年毛利率大幅提升 23pct；销售净利率为 7.5%，同比-9.61pct；期间费用率为 25.66%，同比+5.18pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.64%/9.53%/14.43%/-0.95%，同比+0.64/+3.13/+2.52/-1.11pct，期间费用率提升主要系收入下滑的同时管理和研发费用相对刚性。Q2 单季毛利率为 35.66%，同比-3.27pct，环比-1.12pct；销售净利率为-4.81%，同比-22.32pct，环比-21.41pct。存货小幅减少，合同负债同比持续增长：截至 2024Q2 末公司存货为 131.24 亿元，同比-4.52%；合同负债

为 114.24 亿元，同比+7.66%，在手订单充足。2024Q2 公司经营活动净现金流为-10.82 亿元，净流出额环比进一步扩大。海外锂电扩产加速，公司海外业务快速放量：相较于国内动力电池厂大幅扩产带来产能过剩问题，海外扩产较为理性，我们看好未来海外动力电池厂的扩产加速，一是 IRA 法案刺激美国电动车产业链本土化，加速 LG、SK 等日韩电池厂赴美建厂，二是大众、福特等整车厂逐渐向上游电池环节布局扩产，或自建电池厂或成立合资工厂，三是 ACC、Northvolt 等欧洲电池玩家也在增多，利好具备全球竞争力的中国设备商。2024H1 公司取得美国 ABF 20GWh 的锂电设备订单，同时海外供应链布局持续深化。相比于 2023 年公司 30% 的海外新签订单占比，随着后续欧洲、北美以及东南亚的订单持续增加，我们预计公司 2024 年海外订单占比将提升至 50%。拓展光伏、氢能等领域，开启平台化布局：在光伏领域，公司实现了 XBC 电池的 GW 级工艺设备研发验证，在其全工序环节都实现了全新突破，已累计获得超过 20 亿以上的设备订单，打造了行业首条 TOPCon 标杆整线，与头部大客户达成了战略合作关系，并为中国钙钛矿行业的首条 GW 级别生产线提供了国内首台激光划线设备；在氢能领域，公司推出了自主研发的第四代 MEA R2R 装配产线，成功交付 2000MW 氢能电解槽堆叠整线。盈利预测与投资评级：考虑到设备验收节奏，出于谨慎性考虑，我们下调公司 2024-2026 年归母净利润至 20（原值 33）/29（原值 41）/35（原值 53）亿元，当前市值对应 PE 为 11/7/6 倍，考虑到估值水平及成长性，维持“买入”评级。风险提示：新能源车销量不及预期，下游扩产不及预期。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：李文意）

谱尼测试（300887）：2024 年中报点评：业绩阶段性承压，静待业务转型后盈利修复

事件：公司披露 2024 年半年度报告。投资要点 客户开拓重心转向企业影响订单，Q2 归母净利润同比转亏 2024 年上半年，公司共实现营业收入 7.3 亿元，同比-39%；归母净利润-1.7 亿元，同比-284%；扣非归母净利润-1.8 亿元，同比-319%。其中 Q2 单季度，实现营业收入 3.9 亿元，同比-41%；归母净利润-0.7 亿元，同比-187%；扣非归母净利润-0.8 亿元，同比-199%。分业务看，2024 上半年①生命科学与健康环保实现营收 5.0 亿元，同比下降 45%，②汽车及其他消费品实现营收 1.3 亿元，同比增长 4%。公司业绩短期承压，主要系：（1）主动调整传统业务客户结构，提高企业类客户占比，影响新接订单。（2）战略重心业务生物医药受下游景气度、格局影响，短期承压，但前期新建实验室成本刚性，发生亏损。公司正处在战略调整转型阵痛期，目前已主动调整收缩业务，募投项目延期，保证盈利与现金流安全，静待利润率修复。实验室费用刚性，盈利能力短期承压 2024 年上半年，公司销售毛利率 28.8%，同比-15.7pct；销售净利率-23.6%，同比-31.5pct。其中 Q2 单季度，公司毛利率 35.2%，同比-12.27pct；销售净利率-18.3%，同比-31.1pct，环比有所改善。上半年公司期间费用率为 51.0%，同比+16.46pct；其中销售/管理/财务/研发费用率为 21.6%/17.5%/0.3%/11.7%，同比分别 +6.27pct/+6.72pct/+0.42pct/+3.05pct。公司盈利能力阶段性地受订单下滑，但费用刚性影响。多地区、多领域基地投产布局远期，综合检测实力增强 公司新实验基地逐步投产，多地区、多领域检测实力逐步增强：（1）公司山东总部大厦暨研发检测中心和郑州公司新大楼逐步投产使用、西安创尼军工级电磁兼容检测实验室全面投入使用，在上海的全新电磁兼容（EMC）实验室再次实现扩能升级。（2）江苏谱

尼大楼目前已经实施建设，项目投产后将主要开展医疗器械实验室、低空飞行可靠性实验室、电磁兼容实验室、特种设备业务等。盈利预测与投资评级：受战略调整、医药医学下游景气度较弱等影响，公司业绩短期承压，出于谨慎性考虑，我们调整 2024-2026 年盈利预测为 0.08（原值 3.0）/1.7（原值 3.8）/2.7（原值 4.6）亿元，当前市值对应 PE 为 434/20/13 倍，维持“增持”评级。风险提示：行业竞争格局恶化、并购标的整合不及预期等

（证券分析师：周尔双 证券分析师：袁理 证券分析师：韦译捷）

景津装备（603279）：收入平稳增长&利润率回归，经营性现金流大幅改善

投资要点 2024H1 收入平稳增长&毛利率回归，合同负债同增 16%。2024H1 公司实现营收 31.27 亿元（同比+2.34%，下同），归母净利润 4.59 亿元（-4.28%），销售毛利率 29.42%（-3.02pct），主要系部分产品售价下调；期间费用率 8.82%（-1.44pct），主要系销售人员招待费、薪酬减少，摊销股权激励成本减少，研发投入减少所致；销售净利率 14.67%（-1.02pct）。2024Q2 单季度营收 16.20 亿元（同比+2.04%，环比+7.51%），归母净利润 2.30 亿元（同比-13.16%，环比+0.73%），销售毛利率 28.92%（同比-5.69pct，环比-1.04pct），销售净利率 14.21%（同比-2.49pct，环比-0.96pct），截至 2024/6/30，合同负债 26.12 亿元（同比+15.93%，环比+0.55%）。环保需求恢复，新能源新材料领域承压，生物医药领域收入高增。2024H1 分下游来看 1）环保：收入 8.15 亿元（+14.85%），收入占比 26.18%（+2.89pct）。2）矿加：收入 9.03 亿元（+7.08%），收入占比 29.02%（+1.33pct）。3）新能源新材料：收入 7.49 亿元（-8.34%），收入占比 24.05%（-2.76pct），其中新能源领域收入 6.99 亿元，收入占比 22.46%，新材料领域收入 0.49 亿元，收入占比 1.59%。4）化工：收入 2.47 亿元（-32.96%），占比 7.92%（-4.15pct）。5）砂石骨料：收入 1.56 亿元（+0.56%），收入占比 5.00%（-0.08pct）。6）生物医药：收入 2.44 亿元（+58.62%），收入占比 7.84%（+2.79pct），其中生物食品领域收入 2.02 亿元，收入占比 6.48%，医药保健品领域收入 0.42 亿元，收入占比 1.36%。2024H1 分区域来看，1）海外：收入 1.51 亿元（-12.81%），占比 4.84%，毛利率 56.01%；2）国内：收入 29.76 亿元（+3.25%），毛利率 28.06%。经营性现金流净额大幅改善。2024H1，公司 1）经营活动现金流净额为 2.67 亿元，同增 6,477.59%，主要系本期公司销售产品收到的现金增加，同时购买原材料等支出的现金下降所致。2）投资活动产生的现金流量净额-0.75 亿元，同降 305.93%，主要系购置固定资产等支付现金增加，以及上期有投资资金收回所致。3）筹资活动产生的现金流量净额-6.35 亿元，上年同期为-5.20 亿元。全球压滤机龙头，期待一体化配套设备&出海新动能释放。公司作为压滤机行业龙头，市占率长期 40%+。公司产业地位突出，具备顺价能力，毛利率维持 30%左右，盈利水平持续提升，加权平均 ROE 从 2016 年 10%提升至 2023 年的 24%。压滤机下游应用领域多元化，一体化配套设备产能扩张+发力国际市场，打开成长空间。盈利预测与投资评级：考虑宏观经济及新能源领域需求承压，我们将 2024-2026 年归母净利润预测从 10.91/12.32/13.94 亿元调降至 10.25/11.31/12.45 亿元，对应 PE 为 10/9/8 倍，维持“买入”评级。风险提示：下游扩产低于预期，竞争加剧，宏观经济及原材料价格波动。

（证券分析师：袁理 证券分析师：陈孜文）

三一重工（600031）：2024 年中报点评：Q2 业绩基本符合市场预期，

电动化、全球化逻辑逐步兑现

投资要点 Q2 归母净利润同比+5%，基本符合市场预期 2024H1 公司实现营收 390.6 亿元，同比-2.2%；归母净利润 35.7 亿元，同比+4.8%；扣非归母净利润 31.3 亿元，同比-19.1%。单 Q2 公司实现营收 212.3 亿元，同比-3.2%；归母净利润 19.9 亿元，同比+5.3%；扣非归母净利润 17.8 亿元，同比-26.6%。Q2 归母净利润增速符合市场预期，扣非下滑较多主要系汇率套保收益变动影响。（1）分产品看，2024H1 挖掘机/混凝土机械/起重机分别实现收入 152.1/79.6/66.2 亿元，同比分别+0.4%/-5.2%/-10.1%。挖掘机收入同比增长主要受益于国内行业底部复苏及海外份额提升，混凝土及起重机下滑主要系国内需求较弱行成拖累。（2）分地区看，2024H1 国内/海外收入分别为 150/237 亿元，同比分别-7.2%/+5.7%，海外业务收入占比提升至 60.8%，同比+4.5pct。国内表现较弱拖累毛利率，费控及风险管控能力加强 2024H1 公司销售毛利率为 28.2%，同比基本持平，其中国内/海外毛利率同比分别-1.6/+0.7pct；2024H1 销售净利率为 9.4%，同比+0.6pct，盈利水平略有提升。（1）费用端，2024H1 公司期间费用率为 18.6%，同比+3.1pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 7.9%/3.4%/6.7%/0.7%，同比分别+0.4/+0.1/-0.5/+3.1pct，研发费用率有所压降，财务费用率提高主要系公司汇兑损失同比增加 13.6 亿元。（2）公允价值变动：2024H1 公允价值变动收益同比增长 11.8 亿元，同比提振净利率 3.0pct，主要系汇率套保收益变动影响，综合来看汇率波动对公司利润影响较小。（3）减值：2024H1 信用减值损失同比减少 2.1 亿元，同比提振净利率 0.5pct，风险管控能力继续加强。 电动化、全球化逻辑逐步兑现，迈向全球行业龙头 （1）电动化：2024H1 公司搭载自研 VCU 的电装产品获得印尼 200 台大单，SY215E 中型电动挖掘机成功突破欧洲高端市场。电动化为工程机械行业大势所趋，是全球化竞争中的阿尔法，公司作为行业内电动化研发投入最多的公司，有望引领电动工程机械进程，通过电动化在全球竞争中弯道超车。（2）全球化：公司持续推动生产制造全球化，2024H1 印尼工厂二期工厂扩产完毕，印度二期工厂、南非工厂有序建设中。根据 KHL 发布 Yellow Table，2023 年公司全球市占率仅 5.2%，相比卡特彼勒、小松分别存在 11.1、5.5pct 的市占率差距，未来成长空间大。公司在产品、渠道、服务端竞争力领先，逐步缩小与国际龙头差距，长期有望迈向全球龙头。 盈利预测与投资评级：国内工程机械行业更新周期渐近，全球化、电动化、智能化战略再造三一重工，坚定看好公司长期成长性。我们维持公司 2024-2026 年归母净利润预测值为 62.84/84.94/113.21 亿元，对应当前市值 PE 分别为 22/16/12x，维持“买入”评级。 风险提示：行业周期波动、行业竞争加剧、国际贸易摩擦、电动化技术突破不及预期。

（证券分析师：周尔双）

博众精工（688097）：2024 年半年报点评：营收增速可观，3C 需求回暖支撑未来业绩增长

投资要点 2024H1 公司营收增速可观，归母净利润增速略低系少数股东损益影响 2024H1 公司实现营收 18.34 亿元，同比+12.47%；实现归母净利润 0.96 亿元，同比+6.07%；实现扣非归母净利润 0.75 亿元，同比+11.27%。分业务看：2024H1 公司消费电子领域实现营收 13.44 亿元，同比+2.28%，占总营收 73.40%，新能源领域实现营收 4.37 亿元，同比+65.39%，占总营收 23.87%。2024H1 公司归母净利润增速低于营业收入增速，我们判断系非经常性损益中少数股东权益影响额大幅提高（同比+301.47%）和本期财务费用支出提高影响。 单季度看：2024Q2 公司实现营业收入 10.91 亿元，同比+46.00%；实现归母净利

润 1.17 亿元，同比+206.08%；实现扣非归母净利润 1.23 亿元，同比+239.34%。2024Q2 公司营收与利润增速较高，经营情况持续向好。毛利率同比略微提升，财务费用增加拖累净利率水平 2024H1 公司毛利率为 36.26%，同比+0.07pct；销售净利率为 5.36%，同比持平，报告期内公司整体盈利能力较为稳定。2024H1 公司期间费用率为 29.73%，同比-0.53pct，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 9.51%/6.17%/1.22%/12.83%，同比分别 +0.05pct/-0.06pct/+1.34pct/-1.86pct。2024H1 财务费用率增幅较大，主要系报告期内借款利息增加以及汇兑收益减少，研发费用率下降主要系报告期内研发投入进一步聚焦。 存货增速较快，看好 2024H2 逐步兑现营收 截至 2024H1 末公司存货账面余额为 35.20 亿元，同比+37.42%，其中在产品/库存商品/发出商品余额分别为 6.66/6.73/17.83 亿元，同比分别 +111.36%/64.68%/20.68%。公司苹果产业链业务占比较高，因此历年下半年伴随苹果推出新品，营收环比会有较大提升。我们判断截至 2024H1 末存货高企系苹果产业链相关订单正在执行，有望在 2024H2 逐步兑现业绩。 苹果入局 AI 公司有望同步受益，新能源/半导体加速布局未来大有可为 1) iPhone16 搭载 AI 有望带来“换机潮”，公司同步受益：2024 年 7 月，苹果上调 iPhone 16 新机 2024H2 出货预期至 9000 万部，新机搭载 AI 有望带来“换机潮”。由于公司面向苹果产业链公司的销售收入占总营收比例较高，苹果上调出货预期有望带动代工厂资本开支提高，公司相关业务有望充分受益。公司凭借优秀的研发能力与质量控制在苹果产业链中份额稳固，苹果产业链相关收入为公司构建了稳固的营收基本盘。 2) 新能源/半导体领域加速布局，未来有望贡献可观增长：公司的锂电专机设备、智能充换电站设备、汽车自动化设备获得了客户的一致好评，新能源业务营收目前已然成为公司业绩增长的第二极。另外半导体领域是公司战略拓展的重点方向，聚焦先进封装、光电子、AI 算力等细分市场推出了共晶机、固晶机等关键设备。公司在半导体领域的拓展和布局未来有望乘 AI 东风持续兑现业绩，贡献新的业绩增长点。 盈利预测与投资评级：考虑到公司 3C 领域业务稳定，新能源/半导体领域业务加速拓展，我们维持公司 2024-2026 年归母净利润预测分别为 4.92/6.09/7.31 亿元，当前市值对应 PE 分别为 20/16/13 倍，维持公司“增持”评级。 风险提示：消费电子需求不及预期，国际贸易摩擦升级，行业竞争加剧。

(证券分析师：周尔双)

长城汽车 (601633)：2024 年中报点评：Q2 业绩超预期，毛利率同环比持续向上

投资要点 公司公告：长城汽车 2024Q2 实现营收 485.69 亿元，同环比分别+18.7%/+13.3%，归母净利润 38.51 亿元，同环比分别+224.4%/+19.3%；扣非后归母净利润 36.27 亿元，同环比分别+275.3%/+79.2%。2024H1 整体来看，公司实现营收 914.29 亿元，同比+30.67%，归母净利润 70.79 亿元，同比+420.13%。24Q2 业绩表现处于业绩快报中值偏上，略超我们预期。 单车均价再创新高，毛利率同环比持续向上。2024Q2 公司合计批发销量实现 28.43 万辆，同环比分别-4.9%/+3.3%，Q2 单车均价近似为 17.08 万元，同口径下同环比分别+24.8%/+9.7%，单车均价再度提升，产品结构持续改善，主要系 1) 公司 Q2 海外出口占比 38.3%，同环比分别+14.2/+4.6pct，比例进一步提升，海外市场平均交付均价相比国内更高；2) 坦克等高价越野品牌销量比例进一步提升，24Q2 实现 23.5%，同环比分别+12.1/+5.6pct。产品结构的优化同时带来毛利率的持续提升，公司 24Q2 实现毛利率 21.36%，同环比分别+4.0/+1.3pct，出口/坦克越野等

细分市场整体盈利表现好于国内常规乘用车市场。费用率维度，公司 Q2 销管研费用率分别实现 4.3%/2.1%/4.6%，同比分别-0.1/-0.4/-0.2pct，环比分别+0.3/-0.3/+0.0pct，费用率同比明显下滑主要系均价提升带动营收规模增长，环比表现基本持平；经营维度，公司持续深耕差异化优势市场，Q2 于国内和海外市场销售竞争策略基本保持稳定。24Q2 公司单车净利实现 1.35 万元，同环比分别+241.2%/+15.5%，单车扣非后净利实现 1.28 万元，同环比分别+294.7%/+73.5%，盈利能力显著改善。24H1 经营活动产生现金流量净额 94.06 亿元，同环比转正，现金流表现向好，经营健康。五大品牌持续发力，全球影响力不断提升。品牌定位维度，哈弗/坦克/魏牌/欧拉和皮卡分别深耕 SUV/越野/皮卡/女性品牌等细分市场。技术维度，聚焦智驾领域加速迭代，新一代智驾系统 Coffee Pilot Ultra 以单颗英伟达 Orin X 芯片实现无高精度地图全场景 NOA，追赶国内智驾第一梯队；并且长城持续深耕全方位越野技术，Hi4-T 越野混动架构既省油又强劲。市场方面，长城提速全球化出海，中东、拉美、东南亚、澳洲等不同市场全品类突破，渠道完善/产品丰富/产能充足，销量有望持续向上。盈利预测与投资评级：考虑公司出口以及坦克盈利持续超预期，我们小幅上调公司业绩预期，2024~2026 年归母净利润由 127/148/183 亿元上调至 132/150/186 亿元，分别同比+88%/+14%/+24%，对应 EPS 分别为 1.54/1.75/2.18 元，对应 PE 分别为 14/13/10 倍，维持长城汽车“买入”评级。风险提示：海外汽车行业销量不及预期；国内乘用车价格战超预期。

（证券分析师：黄细里 证券分析师：杨惠冰）

上声电子（688533）：2024 年中报点评：声学新产品收入高增，24Q2 毛利率同环比提升

投资要点 公告要点：公司发布 2024 年中报，业绩符合预期。2024 年上半年实现营收 12.4 亿，同比+28%；实现归母净利润 1.1 亿，同比+57%；实现扣非归母净利润 0.9 亿，同比+22%。24Q2 实现营收 6.4 亿，同环比+25%/+7%，实现归母净利润 0.5 亿，同环比+29%/-9%，实现扣非归母净利润 0.5 亿，同环比+5%/+11%。基盘产品扬声器稳健增长，增量产品功放/AVAS 快速放量。2024 年上半年公司扬声器产品收入为 9.4 亿元，同比+20.2%，新产品功放/AVAS 产品收入分别为 2.1/0.6 亿元，同比+58%/+62%，功放及 AVAS 产品处于渗透率提升阶段，收入增速更快。公司通过全球生产布局，在苏州、合肥、捷克、巴西、墨西哥等地区设立生产基地，初步形成了辐射主要汽车生产地区的全球布局。24Q2 毛利率环比修复，非经营科目压制表观业绩。2024 年上半年会计政策调整，公司将计提的质保费用从销售费用计入营业成本，压低表观毛利率。24Q2 公司毛利率为 24.9%，同环比+0.1pct/+0.2pct，公司产品产能爬坡拉升盈利能力；期间费用率为 14.1%，同环比+0.8pct/-2.9pct，环比显著下降主要为质保费用从销售费用调出所致。非经营科目中，24Q2 公司发生信用减值损失 0.1 亿元，环比增加 0.15 亿元，其他收益 0.1 亿元，环比减少 0.1 亿元，压低公司表观业绩。24Q2 公司归母净利率为 8.3%，同环比+0.2pct/-1.5pct，扣除非经营科目影响实际业绩优于表观。盈利预测与投资评级：我们维持公司 2024~2026 年营业收入预测为 31.6 /37.9/45.8 亿元，分别同比+36%/+20%/+21%，维持 2024~2026 年归母净利润为 2.3/2.9/3.8 亿元，分别同比+45%/+26%/+30%，对应 PE 为 16/12/9 倍，维持“买入”评级。风险提示：汽车行业周期波动；原材料价格大幅波动；行业竞争加剧。

（证券分析师：黄细里 研究助理：孙仁昊）

伯特利（603596）：2024 年中报点评：电子子公司盈利大幅提升，业

绩稳健兑现

投资要点 公告要点：公司公布 2024 年中报，业绩符合预期。2024 年上半年公司营业收入 39.7 亿元，同比+28.3%，归母净利润 4.57 亿元，同比+28.7%，扣非归母净利润 4.21 亿元，同比+29.4%。其中 2024Q1 公司实现营收 21.1 亿元，同环比+32.4%/+13.5%；实现归母净利润 2.5 亿元，同环比+35.0%/+17.9%；实现扣非归母净利润 2.3 亿元，同环比+37.1%/+20.0%。核心客户产销提升，线控制动及轻量化产品增速较快。2024Q2 公司营收同环比高增长，24Q2 公司核心客户奇瑞汽车产量同环比+48%/+10%。分子公司看，24H1 伯特利电子（主要为线控制动业务）收入 5.7 亿，同比+58%，威海伯特利（主要为轻量化）收入 8.3 亿，同比+40%。24Q2 毛利率环比修复，线控制动及机械转向业务盈利能力大幅提升。24Q2 毛利率 21.43%，同环比-1.3pct/+0.7pct，毛利率环比提升推测为墨西哥工厂盈利修复及新业务盈利提升所致。分子公司：24H1 伯特利电子净利率 9%，同比+3pct，线控制动盈利提升明显；浙江万达净利率 9%，同比+5pct，机械转向盈利提升明显。2024Q2 公司期间费用率为 9.03%，同环比-0.2pct/+0.2pct，其中销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 1.0%/2.6%/6.3%/-0.8%，同比分别 -0.1pct/-0.5pct/+0.0pct/+0.3pct，环比分别 +0.0pct/+0.1pct/+0.3pct/-0.2pct，期间费用率基本保持稳定。2024Q2 公司归母净利率为 11.7%，同环比+0.2pct/+0.4pct，盈利中枢明显抬升。订单获取顺利，海外战略持续推进。2024H1 公司新增定点项目 196 项，其中盘式制动器/轻量化产品/EPB/WCBS/EPB/ADAS/MSG/机械转向管柱分别新增定点项目 33/28/66/33/13/7/4/12 项。海外产能建设加速，墨西哥二期项目顺利推进中。发布可转债扩充墨西哥轻量化及制动产能，出海步伐加快。公司墨西哥生产基地于 2021 年动工，年产能 400 万件轻量化零部件产品的一期项目已于 2023 年三季度末投产。同时公司拟发行可转债募资不超过 28.32 亿元，扩充国内制动+轻量化产能及墨西哥轻量化+制动钳产能。公司在国内基盘业务快速增长的基础上进一步加快出海进度，国内国外共振成长空间显著打开。盈利预测与投资评级：考虑到公司墨西哥工厂产能爬坡需要时间，我们维持公司 2024 年营收为 101.3 亿元，下调 2025-2026 年营收为 129.2/155.0 亿元（原为 141.3/187.9 亿元），同比分别+36%/+28%/+20%；下调 2024-2026 年归母净利润为 11.5/14.6/18.2 亿元（原为 12.1/16.6/21.8 亿元），同比分别+29%/+27%/+24%，对应 PE 分别为 18/14/11 倍，维持“买入”评级。风险提示：乘用车需求不及预期，海外工厂建设不及预期。

（证券分析师：黄细里 研究助理：孙仁昊）

华域汽车（600741）：2024 年中报点评：降本增效，业绩稳健释放

投资要点 公司公告：公司发布 2024 年中报，业绩略超预期。2024 年上半年营业收入 773 亿元，同比+0.4%，归母净利润 28.6 亿元，同比+0.8%，扣非归母净利润 26.1 亿元，同比+9.1%。其中 2024 年二季度实现营业收入 403 亿元，同环比+0.3%/+8.8%，归母净利润 16.0 亿元，同环比+13.7%/+26.7%，扣非归母净利润 15.3 亿元，同环比+25.6%/+40.5%。客户结构多元化持续推进，对冲上汽系产销下滑。公司持续推进客户结构多元战略，24Q2 公司核心客户上汽大众/上汽通用/特斯拉/上汽乘用车/比亚迪产量环比分别+7%/+7%/-14%/+13%/+66%，同比分别+2%/-59%/-22%/-23%/+44%，上汽系客户产销整体表现不佳，公司通过提高配套单车价值、拓展新客户等方式实现收入的稳定增长，2024H1 公司主营业务收入的 62%来自于上汽集团以外的整车客户。2024 年上半年公司新获取业务生命周期订单

中，国内自主品牌配套金额占比超过 50%，新能源汽车相关车型业务配套金额占比超过 70%，符合自主崛起与电动化的时代趋势。费用端把控良好，归母净利润增长超预期。2024Q2 公司毛利率为 11.7%，同环比-0.8pct/-0.8pct，推测主要受下游车企年降影响毛利率略微承压。2024Q2 公司期间费用率为 8.5%，同环比分别-1.7pct/-1.9pct，同环比下降主要为规模效应影响及研发费用收窄所致。分科目来看，销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率 24Q2 分别为 0.7%/4.8%/3.3%/-0.2%，同比分别+0.04pct/-0.62pct/-0.97pct/-0.11pct，环比分别+0.01pct/-0.02pct/-1.18pct/-0.68pct。2024Q2 公司归母净利率为 3.97%，同环比分别+0.5pct/+0.6pct。展望未来，随着公司客户结构多元化以及费用端管控精细化，公司盈利中枢有望保持稳定。现金流优化，在手现金充裕。2024H1 公司经营性现金流净额为 51 亿元，同比+4%，公司目前在手现金充裕，2024 年二季度末货币资金为 442 亿元，相较 2023 年底有所提升。盈利预测与投资评级：我们维持公司 2024-2026 年营收预测为 1805/1958/2046 亿元，同比分别+7.1%/+8.5%/+4.5%；维持 2024-2026 年归母净利润预测为 78/83/88 亿元，同比分别+8.7%/+5.6%/+5.8%，对应 PE 分别为 6/6/5 倍，维持“买入”评级。风险提示：海外市场拓展不及预期；下游乘用车需求复苏低于预期，乘用车价格战超过预期。

（证券分析师：黄细里 研究助理：孙仁昊）

中联重科（000157）：2024 年中报点评：Q2 业绩符合预期，海外延续高增

投资要点 国内需求较弱拖累收入，海外增长阿尔法显著 2024H1 公司实现营业收入 245.4 亿元，同增 1.9%，其中 Q2 公司实现营业收入 127.6 亿元，同降 6.5%。分产品看，（1）传统主业：2024H1 公司起重机械/混凝土机械实现营收 82.7/42.1 亿元，同降 17.7%/7.6%，我们判断主要系国内需求较弱形成拖累；（2）新兴产业：2024H1 公司土方机械/高空机械/农业机械分别实现营收 35.2/39.6/23.4 亿元，同增 19.9%/17.8%/112.5%，主要系海外增速高拉动正增长，拓品类逻辑持续兑现。分地区看，2024H1 公司国内/海外收入分别为 125/120 亿元，同比分别-20.5%/+43.9%，海外收入增速大幅高于行业增速， α 属性显著。海外占比提升提高毛利率，股权支付费用拖累净利率 2024H1 公司实现归母净利润 22.9 亿元，同增 12.2%；扣非归母净利润 14.8 亿元，同降 12.4%。Q2 公司归母净利润 13.7 亿元，同增 11.6%；扣非归母净利润 7.0 亿元，同降 32.3%。2024H1 公司销售净利率 10.4%，同增 1.1pct，盈利能力持续提升：（1）毛利端：2024H1 公司销售毛利率 28.3%，同增 0.4pct，主要系海外占比提升优化收入结构；（2）费用端：2024H1 公司期间费用率 18.4%，同增 1.6pct，其中销售/管理/财务/研发费用率分别同比+0.7/+1.2/+1.0/-1.3pct，销售费用率提升主要系加大海外市场扩张，管理费用率提高主要系产生 4.8 亿元股份支付费用（去年同期 0.4 亿元），加回股份支付费用后归母/扣非归母净利润分别同增 30%/10%。（3）资产处置收益：2024H1 公司产生 6.4 亿元资产处置收益（去年同期为-1430 万元），提振 2.7pct 净利率，同时资产处置收益计入非经，因此 2024H1 扣非有所下滑。多元化海外布局&新兴板块延伸，综合竞争力提升明显 （1）公司于拉美、非洲、印度等发展中地区以及欧盟和北美等发达国家区域市场持续突破，原中东、中亚、东南亚三大区域销售占比已降至约 36%，区域销售结构进一步优化，海外高速增长态势有望维持；（2）公司新兴板块增长迅速，①土方机械聚焦头部客户、矿山领域，中大挖市场份额行业领先；②农业机械持续优化，烘干机稳居行业第一，小麦机稳居行业第二，先后推出拖

拉机、玉米机、水稻机等，公司产品矩阵不断扩展。③高机强化技术产品创新能力，电动化技术持续领先；④矿山机械、应急装备、中联新材料即将大批放量。(3)公司积极强化风险控制，综合回款率持续提升。截至2024年二季度末，公司应收账款/长期应收款/存货较一季度末减少7.4/31.0/4.8亿元，经营商品、劳务产生现金流量净额同增5.1%，经营质量持续提升。盈利预测与投资评级：公司2024H1海外收入延续高增，业绩基本符合预期。我们维持公司2024-2026年归母净利润预测值为45.06/56.27/68.81亿元，对应当前市值PE分别为12/10/8x，维持“买入”评级。风险提示：国内行业需求回暖不及预期，行业竞争加剧，出海不及预期。

(证券分析师：周尔双)

恒帅股份(300969): 2024年半年度报告点评: 2024Q2业绩整体符合预期，微电机龙头成长可期

投资要点 事件：公司发布2024年半年度报告。2024年上半年公司实现营业收入4.63亿元，同比增长16.25%；实现归母净利润1.16亿元，同比增长26.52%。其中，2024Q2单季度公司实现营业收入2.21亿元，同比增长3.03%，环比下降8.41%；单季度实现归母净利润0.51亿元，同比增长0.60%，环比下降21.52%。公司2024Q2业绩基本符合我们的预期。2024Q2业绩基本符合预期，毛利率环比小幅下滑。收入端，公司2024Q2单季度实现营业收入2.21亿元，同比增长3.03%，环比下降8.41%。公司2024Q2收入出现环比下滑预计主要系清洗系统业务的影响。毛利率方面，公司2024Q2综合毛利率为36.20%，同比微降0.04个百分点，环比下降0.59个百分点。费用率方面，公司2024Q2单季度期间费用率为10.34%，环比提升2.44个百分点，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为2.22%/6.30%/3.61%/-1.79%，环比分别+0.86/+1.17/+0.78/-0.36个百分点。净利润方面，公司2024Q2单季度实现归母净利润0.51亿元，同比增长0.60%，环比下降21.52%；对应归母净利率为22.98%，环比下降3.84个百分点。公司在技术研发、成本控制、客户覆盖、产品拓展和产能布局五个方面拥有核心竞争力。技术研发：公司在产品自主同步研发；产品试验；模具开发设计；智能化全自动产线自主研发、设计及集成等方面具有领先的技术优势。成本控制：公司通过对产品实施平台化战略，叠加产业链纵向一体化布局，并实现了智能化全自动生产，有效地提升了成本优势。客户覆盖：公司深度配套宝马、吉利、北美新能源客户、理想等主机厂客户以及斯泰必鲁斯、庆博雨刮、爱德夏等国际知名Tier 1客户。产品拓展：微电机技术作为平台型技术，有较强的延展性。公司以微电机技术为核心，不断丰富应用场景和产品谱系，挖掘新增量。产能布局：公司持续推进泰国工厂和美国工厂的建设，有利于公司提高对全球客户的配套效率，扩大公司海外业务市场份额。盈利预测与投资评级：考虑到公司2024Q2盈利能力略微下降，我们将公司2024-2026年归母净利润的预测调整为2.50亿元、3.06亿元、3.78亿元（前值为2.69亿元、3.37亿元、4.26亿元），对应2024-2026年EPS分别为3.13元、3.83元、4.72元（前值为3.36元、4.21元、5.33元），市盈率分别为18.99倍、15.52倍、12.58倍。考虑到公司作为汽车微电机行业龙头，成长空间广阔，因此维持“买入”评级。风险提示：乘用车行业销量不及预期；原材料价格波动超预期；新产品应用拓展不及预期。

(证券分析师：黄细里 证券分析师：刘力宇)

保隆科技(603197): 2024年中报点评: 新业务快速放量，业绩进入增长通道

投资要点 公告要点：公司发布 2024 年中报，业绩基本符合预期。2024 年上半年公司实现营业收入 31.8 亿元，同比+21.7%，归母净利润 1.5 亿元，同比-19.4%，扣非归母净利润 1.2 亿元，同比-18.6%。2024Q2 营业收入为 17.0 亿元，同环比+19.0%/+14.7%，归母净利润为 0.80 亿元，同环比分别-11.4%/+18.1%，扣非归母净利润为 0.53 亿元，同环比分别-28.9%/-18.8%。基盘业务稳定，新业务增长动能强劲。2024 年上半年公司新业务传感器/空气悬架业务收入分别为 3.1/4.2 亿元，增速分别为+51.7%/+44.5%，传感器业务收入高增动力来自品类拓展及新客户突破，空悬业务受益于下游核心配套车型理想 L8、腾势 N7、智界 S7 等快速放量实现产销高增。成熟业务中 TPMS 业务收入增速为+19.7%，主要受益于 TPMS 在中国份额提升收入增速较快，汽车金属管件/气门嘴业务公司市场份额较高，格局稳定，2024 年上半年收入增速分别为+8.4%/+5.1%。毛利率基本稳定，股权激励费用计提较多压低利润。2024 年上半年毛利率为 27.1%，同比-0.66pct，新业务如传感器、空气悬挂收入增速较快但毛利率较低，压低公司整体毛利率，同时下游车企年降亦有所影响。费用端，2024 年上半年期间费用为 6.6 亿元，同比+30%，增速较快主要为公司计提较多股权激励费用所致，其中 2024Q2 期间费用为 3.3 亿元，同环比+22.0%/+2.2%，期间费用环比基本稳定，随着下半年计提股权激励费用减少公司期间费用有望实现环比下滑。2024Q2 公司归母净利率为 4.7%，同环比-1.6pct/+0.1pct，盈利中枢基本维持稳定。季度业绩进入增长通道，看好公司长期价值。2024 年上半年公司受股权激励费用、海运波动等负面影响业绩承压，展望下半年外部扰动逐渐消退，公司新业务产能逐步爬坡有望推动公司量利齐升。公司目前为空气悬挂龙头企业，核心配套车企如理想、比亚迪等均处于强势放量周期，高端配置下沉带给公司更多切入新客户的机遇，我们认为该赛道尚处于渗透率提升的初期阶段，长期空间广阔。盈利预测与投资评级：考虑到公司核心客户车型规划调整，我们下调公司 2024 年营收为 73 亿元（原为 78 亿元），维持 2025-2026 年营收预测为 95/115 亿元，同比分别+24%/+30%/+21%；下调 2024-2026 年归母净利润为 4.3/5.9/7.8 亿元（原为 5.0/6.5/8.2 亿元），同比分别+13%/+38%/+32%，对应 PE 分别为 14/10/8 倍，维持“买入”评级。风险提示：新产品落地不及预期，乘用车价格战超出预期。

（证券分析师：黄细里 研究助理：孙仁昊）

亚朵（ATAT）：2024Q2 业绩点评：Q2 业绩超预期，上调全年营收和开店指引

投资要点 事件：2024 年 8 月 29 日，亚朵发布 2024 年 Q2 业绩公告，2024 年 H1 实现营业收入 32.7 亿元，同比+75%；归母净利润为 5.6 亿元，同比+119%；Non-GAAP 净利润达 5.9 亿元，同比+44%。Q2 净利润超预期，同比+27%：24Q2 实现营收 18.0 亿元，yoy+64%，归母净利润 3.0 亿元，yoy+27%。Non-GAAP 净利润达 3.3 亿元，yoy+32%。Q2 归母净利率 16.9%，较去年同期-4.9pct，系由于去年同期存在约 3000 万元的政府补助抬高基数，剔除该项可比口径下归母净利润 yoy+45%。净利率略下滑主要由于本季围绕提升品牌认知进行投入，及零售业务的线上渠道建设，致使销售费用同比+137%。另外，公司未来三年计划以不低于前一财年净利润 50%的比例进行分红，股息率有望达到 3.6%。加盟和零售业务高增，上调全年营收增速指引：Q2 公司整体 OCC 为 78.4%，较去年同期+1.3pct；ADR 为 440.6 元，yoy-7%；RevPar 为 358.7 元，yoy-6%。三大业务管理加盟/直营酒店/零售及其他 Q2 分别实现营收 10.2/1.8/5.9 亿元，yoy+64%/-

18%/+139%，管理加盟伴随网络扩张高速增长，零售业务由大单品带动继续高增，直营业务因宏观经济承压及净关店1家有所收缩。公司将2024全年营收增速指引从40%上调至48%~52%。开店超预期，上调全年新开店目标至400家：截至Q2末，公司酒店数量达1412家，yoy+37%，房量达16.2万间，yoy+34%，品牌网络仍在高速扩张。拆分品牌来看，高端及奢华房量1.1万间，yoy+16%；中高端品牌亚朵及亚朵X房量13.9万间，yoy+34%；中端品牌亚朵轻居房量1.2万间，yoy+57%。单Q2新开123家，关店13家，净开110家，为历史新高，签约项目为712家，支持2025“两千好店”目标。公司将全年开店数目标从360家上调至400家。盈利预测与投资评级：亚朵作为定位高端市场的连锁酒店集团，上市加速扩张，轻居品牌切入中端市场有望打造第二曲线，盈利能力持续提升。基于加盟扩张和零售业务超预期，上调亚朵盈利预期，2024-2026年归母净利润分别为11.7/15.1/18.1亿元（前值为9.6/12.9/16.1亿元），对应PE估值为14/11/9倍，维持“增持”评级。风险提示：居民出行消费需求走弱，行业竞争加剧，门店增长不及预期。

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：石旻瑄

研究助理：王琳婧）

蒙牛乳业（02319.HK）：2024年中报业绩点评：业绩符合预期，回购提升股东回报

投资要点 公司发布2024H1业绩：2024H1公司营收446.71亿元，同比-12.6%；经营利润为31.19亿元，同比-4.8%；归母净利润24.46亿元，同比-19.03%。业绩符合预期。液奶收入疲软但产品结构优化，冰淇淋、奶粉承压。2024H1液态奶/奶粉/冷饮/奶酪收入分别同比-12.9%/-13.7%/-21.8%/-6.3%。2024H1液奶收入下滑预计主因需求不振+公司主动去库存导致销量下滑，次因行业竞争加剧导致吨价承压，我们预计低温整体表现好于常温，其中鲜奶业务24H1逆势增长，常温奶中特仑苏表现好于基础白，常温酸奶持续疲软，产品结构优化。2024H1冰淇淋业务收入下滑预计主因国内市场需求疲软+行业清库力度较大，而海外市场中艾雪24H1仍保持强劲增长。成本红利+结构优化，OPM提升略超预期。2024H1公司毛利率同比+1.9pct至40.3%，销售/管理费用率分别同比+1.18/+0.07pct，OPM同比+0.6pct至7.0%。我们预计毛利率提升主因原奶价格下行+产品结构优化，毛利率表现较好推动公司OPM提升略超预期。2024H1公司销售费用率提升主因原奶供大于求导致行业竞争加剧，公司加大终端行销费用投入，广宣费用控制较好，2024H1广宣费用率同比+0.06pct。喷粉减值+牧业联营亏损拖累盈利。2024H1公司计提存货减值3.46亿元，占收入比重同比+0.73pct至0.77%，预计主因原奶供大于求导致喷粉减值增加。受现代牧业和中国圣牧经营承压影响，24H1公司实现联营公司损益-1.7亿元，占收入比重同比-0.6pct至-0.38%。综合来看，2024H1公司归母净利率同比-0.4pct至5.5%，盈利能力承压。严控资本开支，发布回购计划。2024H1公司资本支出16.9亿元，同比-10.3%，预计全年资本开支有望下降。此外，公司发布股份回购计划，在未来12个月内拟回购公司股份价值最高达20亿港元，未来随着回购逐步推进，公司股东回报有望进一步提升。坚持一体两翼，穿越周期挑战。当前乳制品行业面临需求疲软、供给阶段性过剩等问题，公司坚持一体两翼，以发展液奶、奶粉、冷饮、奶酪等核心业务为主体，同时拓展健康营养等创新业务、推进国际化。未来随着经营战略的逐步落实，公司有望实现跨越式发展，再创一个新蒙牛。盈利预测与投资评级：公司24H1业绩符合预期，但考虑到收入疲软、喷粉减值和牧业联营等因素

或持续拖累盈利，我们下调公司 24-26 年营业收入预期至 927/955/981 亿元（此前预期为 1011/1056/1106 亿元），同比-6%/+3%/+3%，下调归母净利润预期至 43/48/53 亿元（此前预期为 56/61/66 亿元），同比-11%/+13%/+10%，对应 24-26 年 PE 分别为 11/10/9x。随着渠道调整完成、双节旺季到来，公司业绩有望边际改善，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济下行，竞争格局恶化，原材料价格大幅提升，喷粉减值、牧业联营损失等冲击

（证券分析师：孙瑜 证券分析师：周韵）

南网储能（600995）：2024 年半年报点评：受益西部调峰水电站偏丰影响，业绩略超市场预期

投资要点 事件：公司发布 2024 年半年报，2024 年上半年公司实现营业收入 29.11 亿元，同比+1.8%；实现归母净利润 6.26 亿元，同比-9.6%。单 Q2 实现营业收入 15.86 亿元，同比+9.3%；实现归母净利润 3.41 亿元，同比+9.1%。2024Q2 受西部调峰水电站来水偏丰+佛山宝塘储能站投产，公司收入同比+9.3%。受调峰水电站来水同比修复+佛山宝塘储能电站投产新型储能投产营收增加+抽蓄新政执行三因素综合影响，2024Q2 营收同比+9.3%。归母净利润同比+9.1%。2024H1 公司在运抽水蓄能 1028 万千瓦，在建及已核准 1028 万千瓦。截至 2024H1，公司在运总装机达 1273.38 万千瓦，其中抽水蓄能 1028 万千瓦、新型储能 42.38 万千瓦、调峰水电 203 万千瓦。抽水蓄能：根据公司 2024 年半年报，2024H1 公司在运抽水蓄能 1028 万千瓦，在建及已核准 1028 万千瓦。新型储能：2024H1 公司新型储能电站累计建成装机规模 423.8MW/832MWh。调峰水电：截至 2023 年底，公司在运调峰水电机组装机总规模 203 万千瓦。2024 年广东地区探索抽蓄参与现货市场的试点，抽蓄电站盈利有望得到改善。2023 年 11 月广东省发改委发布《关于 2024 年电力市场交易有关事项的通知》，明确首次提出开展抽蓄电站报量报价参与现货市场的试点交易，其抽水电价、上网电价按照分时现货节点电价执行，现抽蓄容量电费保持不变，抽蓄盈利模式有望企稳回升。盈利预测与投资评级：受 24Q2 以来调峰水电站来水偏丰+容量电价新政影响抽蓄盈利，我们维持公司 2024-2026 年归母净利润为 12.56 亿元、16.28 亿元、18.38 亿元，对应 2024-2026 年 PE 为 24 倍、18 倍、16 倍，维持“买入”评级。风险提示：公司调峰电站来水不确定的风险、新型储能电站商业模式不确定的风险等

（证券分析师：袁理 证券分析师：唐亚辉）

威高骨科（688161）：2024 年半年报业绩点评：业绩短期承压，单 Q2 业绩环比改善

投资要点 事件：24H1 营收实现 7.51 亿元（-6.81%，同比，下同），归母净利润 0.93 亿元（-16.67%），扣非归母净利润 0.89 亿元（-16.70%）。24Q2 营收实现 4.03 亿元（-3.12%），归母净利润 0.58 亿元（+230.47%），扣非归母净利润 0.55 亿元（+237.38%）。上半年业绩符合我们预期。上半年公司骨科各产线集采逐步进入平稳执行阶段：2024 年上半年骨科植入物耗材带量采购已全面落地，各主要集采产线逐步进入平稳执行阶段。2024 年 5 月，关节产品续约完成，下半年开始陆续执行；2023 年下半年的创伤联盟集采续约和运动医学全国集采在 2024 年上半年开始陆续执行；2023 年上半年的脊柱全国集采目前已全面执行。脊柱、创伤产线二季度收入环比一季度均有不同程度恢复：2024 年上半年，公司脊柱实现收入 2.2 亿元，24Q2 环比 24Q1 收入增长 15%；24H1 脊柱手术量同比增长 15%，公司脊柱产品销量同比增长 36%。24H1 创伤产线实现收入 1.2 亿元，其中 24Q2 环比 24Q1 增长 33%；

24H1 创伤手术量同比增长 28%，公司创伤产品销量同比增长 25%。24H1 关节产线实现收入 2.3 亿元，手术量同比增长 21%，销量同比增长 22%。24H1 运动医学实现收入 1880 万元，其中二季度环比一季度收入增加 4 倍。24H1 公司 PRP 产品销售收入约 1 亿元，科室覆盖度不断提升。公司关节产线上半年续标情况良好：2024 年 5 月，公司在人工关节接续采购的中标情况总体较好。根据人工关节接续采购文件公示的采购需求量，中标数量上，公司关节产品威高海星、威高亚华协议年度采购需求量共计 53,679 台，占全部总需求量比例为 9.23%。在中标价格上，主要产品组套相比于上一轮集采中标价均有提升，其中膝关节产品的价格提升较为明显。盈利预测与投资评级：考虑到集采执行对 2024 年业绩短期扰动，我们将 2024 年归母净利润由 2.69 亿元调为 2.31 亿元，维持 2025-2026 年归母净利润为 3.51/4.15 亿元，对应当前市值的 PE 估值分别为 36/24/20 倍。考虑到公司平台属性仍在，市场份额逐步提升，维持“买入”评级。风险提示：国内常规业务销售不及预期风险，渠道库存出清缓慢风险，反腐对手术量持续影响等。

（证券分析师：朱国广）

三花智控（002050）：2024 年半年报点评：汽零制冷稳健，人形进入定点冲刺阶段

投资要点 24H1 收入同比+9%、归母/扣非同比+9%/+4%、业绩符合市场预期。24H1 营收 136.8 亿，同比+9%，归母/扣非 15.1/15.3 亿，同比+9%/+4%；其中 Q2 营收 72.37 亿元，同比+6%，归母/扣非 8.7/8.6 亿元，同比+9%/-6%，23Q2 汇兑收益较高，叠加主业增长稳健导致扣非下滑，归母业绩符合前期预告 14.6-16.0 亿中值附近。提质增效下盈利能力提升，H1/Q2 毛利率达 27.5%/27.8%，Q2 毛利率同环比 +2.5pct/+1.7pct。Q2 净利润率 12.1%，同环比 +0.3pct/+2.1pct。Q2 销售/管理/研发/财务费用率分别 2.3%/6.5%/4.4%/-0.4%，同比分别 +0.1/+1.9/+0.1/+2.6pct 标杆海外客户销量放缓、汽零业务增速稳健。24H1 汽零板块收入 54 亿元，同比+12%，H1 毛利率 27.3%，同比 +1.6pct。24Q2 特斯拉销量/产量同比-5%/-14%，通用、福特等 TOP5 客户电动化节奏放缓。全年汽零板块收入预计接近 120 亿、同增 20% 左右。制冷板块需求复苏、龙头份额稳步提升。24H1 制冷板块收入 83 亿元，同比+7%；H1 毛利率 27.6%，同比+1.7pct。根据产业在线，24H1 我国家用空调销量同比+16%（内销同比+5%/外销同比+30%），其中 Q2 排产环比走弱。公司层面，核心产品份额稳步提升，推动新产品创造增量，此外继续加大越南、墨西哥、泰国工厂的全球化制造、研发。展望全年，H2 制冷板块景气度维持（间接出口好于直接出口），24 年制冷板块收入有望同增 5-10%。人形机器人定点在即、公司一供确定性强。我们预计特斯拉机器人 24H2 完成供应商定点。公司聚焦机电执行器，全面配合客户进行产品研发试制、迭代，进入特斯拉供应体系确定性强，我们预计三花份额有望超过 50%，25 年开始有望开始贡献业绩增量。盈利预测与投资评级：考虑到汽零客户需求放缓，我们下调公司 2024-2026 年归母净利润分别为 34.1/40.3/47.6 亿元（原值为 35.3/42.4/51.6 亿元），同比+17%/+18%/+18%，对应 PE 分别为 19x、16x、13x，给予 25 年 25 倍，目标价 27.0 元，维持“买入”评级。风险提示：新能源车销量不及预期、竞争加剧、人形机器人进展不及预期等。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：谢哲栋
研究助理：许钧赫）

新华保险（601336）：2024 年中报点评：二季度利润激增价值提速，

关注净资产波动

投资要点 事件：公司披露 1H24 中报：实现归母净利润 110.83 亿元，同比增长 11.1%（对应 2Q24 单季同比翻番），对应 ROE 达 11.2%，同比提升 2.5 个 pct。业绩表现好于预期。公司首次新增中期派息，每股派息 0.54 元（现金分红率 15%，绝对额已达 2023 年年度 63.5%）。

新准则专项分析。1H24 公司实现保险服务收入同比下滑 11.9%（对应 2Q24 同比下降 10.4%），保险服务业绩同比下降 8.3%（对应 2Q24 同比下降 0.8%，降幅边际收窄）；我们搭建的承保利润同比下降 6.1%，主要系长端利率下行，1H24CSM 摊销同比下降 23.5%。期末 CSM 余额为 1718.29 亿元，较年初增长 1.7%；我们搭建的投资利差同比增长 10.5%至 50.1 亿元（对应 2Q24 同比增长 817.9%），是当期净利润增长和 2Q24 单季度利润大增的核心原因。1Q24 至 2Q24 单季投资利差分别为 17.24 亿元和 32.86 亿元波动较大，主要系 IFRS9 下，大量权益投资计入交易性金融资产，使得当期利润波动被放大。1H24 公司总投资收益同比上升 43.3%，其中公允价值变动损益同比翻番，年化净/总/综合投资收益率为 3.20%/4.8%/6.5%，同比-0.2/+1.1/+1.8pct，公司加大权益配置比例的同时把握住 2Q24 市场结构性行情机会。1H24 公司归母净资产较年初下降 14.3%，主要系公司其他综合收益转负，资产负债匹配仍有待改善。NBV 高基数进一步提速优于大势，EV 重拾升势。1H24 公司实现 NBV 同比大幅增长 57.7%（1Q24：51%），跑赢主要上市同业。归因来看，其中新单保费（长期首年+短期险）同比下降 41.7%，但 NBV Margin 提升至 18.8%（1H23：6.8%）：1）分渠道来看，个险和银保 NBV 同比增速分别为 39.5%和 97.1%，NBV Margin 分别为 30.5%和 13.8%（1H23：21.9%和 2.7%），受益于报行合一和 2023 年 7 月预定利率下调影响；2）1H24 公司十年期及以上期交保费同比增长 16.3%，个险期缴高基数下同比增长 4.1%，业务结构改善。NBV 敏感性有所收窄，投资回报率降低 50bps 将使得 1H24 的 NBV 大幅下降 40.2%（2023 年：86.0%）。1H24 末公司内含价值较年初增长 7.13%，年化 ROEV 达 13.3%（1H23：9.9%）得益于新业务增速回暖和运营经验偏差以及经济经验偏差改善所致。绩优和万 C 人力占比提升，银保趸交仍在控速。1H24 公司个险/银保新单同比增速为 0.4%和-60.8%（对应 2Q24 增速为-18.1%和-56.3%，主要系同期高基数压力），1H24 个险/银保/团险新单贡献占比为 43.1%/47.1%/9.8%（1H23：25.0%/70.1%/4.9%），期末个险代理人规模 13.9 万人，月均合格/绩优/万 C 人力分别为 2.7/1.85/0.47 万人，结构进一步改善，月均人均综合产能 1.04 万元，同比增长 28.3%，公司个险出台新《基本法》和“XIN 一代”项目落地。公司银保渠道持续推进核心、重点、潜力渠道建设，总部合作全面覆盖，机构布局优化完善。

盈利预测与投资评级：二季度利润激增价值提速，关注净资产波动。投资收益表现略超预期，上调盈利预测 2024-26 年归母净利润为 117、128 和 136 亿元（原预测为 109、125 和 132 亿元），维持“买入”评级。

风险提示：权益市场和长端利率持续下行，战略持续成效低于预期

（证券分析师：胡翔 证券分析师：葛玉翔 证券分析师：武欣妹 研究助理：罗宇康）

比亚迪电子（00285.HK）：2024 年中期业绩点评：业绩稳健，多面布局打开长期成长空间

投资要点 事件：比亚迪电子发布 2024 年半年度报告：1）2024 年上半年公司实现营收 785.8 亿元，同比+40%；毛利率 6.9%，同比-1pct；归母净利润 15.2 亿元，同比+0.1%；2）24Q2 公司实现营收 421.0 亿元，同比+41%，环比+15%，毛利率 6.8%，同比-1pct，环比-0.1pct，归母

净利润 9.1 亿元，同比-14%，环比+49%。消费电子业务增速喜人，需求复苏赋予未来增长动能。2024 年 H1 公司消费电子业务实现营收 633.0 亿元，同比+54%，其中零部件业务实现营收 152.5 亿元，同比+206%，组装业务实现营收 480.6 亿元，同比+33%，主要系海外大客户产品品类扩充且公司市占率提升，以及安卓系智能手机需求复苏。消费电子收入占比提升及收购捷普后续费用对公司毛利率及净利润造成一定影响。我们预计在 AI 驱动智能手机需求复苏的趋势下，公司消费电子业务有望凭借在大客户处扩品类以及安卓产品高端化，在 2024 年下半年及后续实现业绩持续增长。户储业务承压，看好 AIDC 系列产品、工业机器人带来新增长点。2024 年 H1 公司新型智能产品业务实现营收 75.2 亿元，同比-16%，主要系户储业务承压，而无人机、智能家居、游戏设备板块均稳中有升。公司已构建 AI 服务器、液冷、电源管理等全套 AIDC 解决方案，推出 AMR 等工业机器人，这些布局有望贡献增长新动能。新能源汽车业务稳步增长，单车价值量有望持续提升。2024 年 H1 公司新能源汽车业务实现营收 77.6 亿元，同比+26%，主要系智能座舱产品出货量持续增长，同时智驾系统和热管理产品开始上车放量。我们认为伴随新能源汽车销量稳步增长且汽车智能化进程加速，公司智能座舱、智驾系统、热管理、传感器等产品出货量有望持续增长，叠加智能悬架等新品后续逐渐交付，公司供应的单车价值量将持续提升。

盈利预测与投资评级：我们认为公司未来持续受益于在消费电子、智能终端、新能源汽车领域的平台化布局，考虑到公司收购资产后费用率短期增加，且户储行业需求企稳，我们将公司 2024-2026 年预期归母净利润由 59.1/68.3/75.1 亿元调整至 50.4/68.9/80.2 亿元，2024 年 8 月 29 日收盘价对应 PE 分别 11.3/8.2/7.1 倍，维持“买入”评级。

风险提示：下游需求不及预期；客户集中度较高；收购协同效应不及预期。

（证券分析师：张良卫 研究助理：李博韦）

九州通（600998）：2024 半年报点评：经营业绩逐季向好，“三新两化”战略实施成效显著

投资要点 事件：公司 2024 年上半年实现收入 771.71 亿元（-2.76%，同比，下同），归母净利润 12.08 亿元（-10.08%），扣非归母净利润 11.8 亿元（-8.9%）。单 Q2 季度，公司实现收入 366.99 亿元（-1.52%），归母净利润 6.70 亿元（-14.31%），扣非归母净利润 6.59 亿元（-8.81%）。业绩符合预期。可比口径增长稳健，经营业绩逐季向好。剔除 23H1 感冒、退烧等相关品种销量大增带来的高基数影响，公司 24H1 营收实际同比增长 0.15%，归母净利润同比增长 9.5%，扣非归母净利润同比增长 11.84%。分季度看，公司 24Q2 归母净利润环比增长 24.60%，扣非归母净利润环比增长 26.28%。且 24Q1 经营活动产生的现金流量提升至 4.53 亿元，预计通过加大应收账款清收力度，公司全年经营性现金流有望实现与经营业绩相匹配的正数。

“三新两化”战略实施成效显著。1) 新产品：CSO 业务持续打造利润增长第二曲线，24H1 实现收入 98.62 亿元（+14.18%）；其中药品总代剔除流感等季节性疾病品种影响，收入同比增长 36.44%，24H1 引进过亿新品 8 个（全年合计约 32 个）。2) 新零售：截至 2024 年 7 月底，公司好药师自营及加盟药店达 24387 家，24 年新增 5499 家，全国门店网络进一步完善，全年有望提前达成 30000 家门店的目标。3) 新医疗：已发展“九信诊所”会员店 412 家，全年力争发展会员店约 800 家，打造 50 家“九信诊所”标杆会员店。4) 不动产证券化：公募 REITs 及 Pre-REITs 项目顺利推进，力争今年 10 月份之前完成公募 REITs 发行上市及首期 Pre-REITs 的发行成功，盘活公司资产，重构公司轻资产运营商业模式。

5) 数字化: 24H1 对数字化研发投入约 1.38 亿元 (+15.74%), 下半年计划投入约 1.72 亿元。公司目前实施集团和部门层级数字化转型项目合计 38 个, 以此提高经营效率与效益, 不断提升客户服务水平。药品比价政策利好公司 CSO 业务。对公司此类既有零售又有临床双跨品种的企业, 药品比价政策影响长期来看利大于弊。虽然从短期看, 公司部分临床价格高且销售量大的品种受到一些影响, 但长期看, 上游厂家因此更有动力寻找院外渠道较强的企业, 帮助实现院外渠道管控, 从而有助于公司大力拓展 CSO 业务。盈利预测与投资评级: 考虑公司 reits 及 Pre-reits 的发行进展, 我们将公司 2024-2026 年归母净利润由 47.78/34.15/37.77 亿元调整至 24.90/28.09/31.58 亿元, 对应 PE 为 9/8/7 倍; 考虑公司“三新两化”战略实施成效显著, 不动产证券化有望改善现金流, 维持“买入”评级。风险提示: 经营模式风险、政策风险、市场竞争风险、应收账款发生坏账风险等。

(证券分析师: 朱国广 证券分析师: 冉胜男
研究助理: 苏丰)

欣旺达 (300207): 2024 年中报点评: 消费电池表现亮眼, 动储客户持续拓展

投资要点 Q2 业绩符合市场预期。公司 24 年 H1 营收 239 亿元, 同增 7%; 归母净利润 8.2 亿元, 同增 88%。毛利率 16.6%, 同增 2.1pct, 归母净利率 3.4%, 同增 1.5pct; 其中 24Q2 营收 129 亿元, 同环比 +10%/+18%, 归母净利润 5.1 亿元, 同环比 -16%/+59%, 毛利率 16.6%, 同环比 +1.5/+0.1pct, 归母净利率 3.9%, 同环比 -1.2/+1.0pct, 业绩处于预告中值偏少, 符合市场预期。消费锂电表现亮眼、电芯自供率升至 35%。消费 H1 收入 132 亿元, 同减 1%, 出货 2.6 亿支, 同增 13%, 毛利率 18.1%, 同增 4.1pct, 消费 H1 贡献利润 11.6 亿元, 超市场预期。锂威 H1 收入 31 亿元, 同增 34%, 电芯自供率升至 35%, 持续拓展下游客户, 24 年消费业务预期增长 10%+。行业方面, 消费电子持续复苏, AI 带来电池容量提升, 我们预计增速进一步提升。此外, 电芯+Pack 一体化趋势明确, 公司凭借 Pack 端优势, 后续有望充分收益, 我们预计消费全年贡献利润 23 亿元, 同增 37%。动储客户持续拓展、出货增速快于行业。动储电池 H1 收入 62 亿元, 同增 20%, 出货 8.5GWh, 同增约 70%, 其中动力 8.3gwh, 储能 0.98gwh, 毛利率 11.7%, 同降 1.7pct, 会计准则变更影响 2%; 储能系统 H1 收入 5.9 亿元, 同增 31%, 毛利率 28.1%, 同增 12.1%, 出货 3.8GWh。公司下游客户持续拓展, 公司预计全年动力出货 20-25GWh, 储能系统出货 7-8gwh, 同比翻倍增长, 高于行业增速。动储 H1 权益亏损 3.4 亿元, 其中 Q2 环比持平, 对应单 wh 亏损 0.08 元, 相比 Q1 缩窄 0.02 元, H2 随着产能利用率提升, 动储业务有望亏损缩窄, 我们预计全年权益亏损 6 亿, 同比亏损略有缩窄。费用率有所下降、现金流大幅提升。24H1 期间费用 32 亿, 同增 17%, 费用率 13.3%, 同增 1.0pct, 其中 24Q2 期间费用 16 亿, 同环比 +46%/-2%, 费用率 12.2%, 同环比 +3.0/-2.4pct; 24H1 公司经营性净现金流 17 亿元, 同增 267%, 其中 24Q2 经营性净现金流 10 亿元, 同环比 +396%/+44%; 24 年 H1 资本开支 33 亿元, 同增 5%。24 年 Q2 资本开支 13 亿元, 同环比 +5%/-32%; 24Q2 末存货 74 亿元, 较 Q1 末略有下降。盈利预测与投资评级: 我们基本维持 24-26 年归母净利润预测为 18/21/25 亿元 (此前预测 17/21/25 亿元), 同比 +63%/+20%/+20%, 对应 PE 分别为 17/14/12x, 考虑到公司动力出货有望高增, 给予 24 年 25xPE, 对应目标价 23.5 元, 维持“买入”评级。风险提示: 电动车销量不及预期, 行业竞争加剧。

(证券分析师: 曾朵红 证券分析师: 阮巧燕)

证券分析师：朱家佟）

莱百股份（605599）：2024 年半年报点评： Q2 营收同比+41%，投资金占比提升令利润率承压

投资要点 收入大幅提升，Q2 营收同比+41.26%：公司披露 2024 年中报，2024 年 H1 实现营收 109.89 亿元，同比+31.44%；归母净利润 4 亿元，同比-3%；扣非归母净利润 3.86 亿元，同比-0.04%。经营活动产生的现金流量净额为 9.41 亿元，同比-29.04%。单拆 Q2，公司实现营收 46.73 亿元，同比+41.26%；归母净利润 1.27 亿元，同比-28.3%；扣非归母净利润 1.34 亿元，同比-22.4%。投资金产品占比提升使得毛利率和净利率有一定下滑：2024 年 H1 销售毛利率 9.1%，同比-2.42pct；销售净利率 3.66%，同比-1.29pct。单拆 Q2，公司销售毛利率 7.8%，同比-3.85pct，销售净利率 2.76%，同比-2.6pct。销售费用率 2.48%，同比增加 0.17pct，管理费用率 0.29%，同比下降 0.14pct。深化信息化建设，新一代智能销售终端试点应用：2024 年上半年，公司新一代智能销售终端在公司总店试点应用。RFID 应用持续深化，移动端盘点功能上线，管理效率进一步提升，智能奉客盘迭代升级，提升销售场景下的使用频率。消费者品牌认知度逐年提升：截至 2024 年 6 月末，公司共有注册会员约 356.06 万名，较 2023 年末增长约 13.05 万名，消费者覆盖面和市场影响力逐年提升，并通过线上渠道服务全国消费者，提升品牌知名度。加大线上渠道布局，线下稳步拓店中，新增门店 11 家：渠道方面，截至 2024 年 6 月末，公司门店总数 93 家，新开门店 11 家，武汉首店开业，进入华中区域。在 8 家电商平台开设了 17 家线上店铺，2024 年 H1 线上收入 23 亿元，同比+50%。盈利预测与投资评级：公司投资金条产品占比大幅提升，使得利润率有一定压力，我们下调公司 2024-2026 年归母净利润从 8.16/9.3/ 10.5 亿元至 7.4/8.4/9.4 亿元，最新收盘价对应 2024-2026 年 PE 为 12/10/9 倍，估值仍处于较低位置，维持“买入”评级。风险提示：金价波动风险，开店不及预期，终端消费不及预期等。

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：谭志千）

昱能科技（688348）：2024 半年报点评： Q2 微逆出货环比略增，关断器高增，储能逐步贡献增量

投资要点 事件：公司发布 2024 年半年报，2024H1 营收 8.99 亿元，同增 37%；归母净利润 0.88 亿元，同比-35%；毛利率 35.6%，同比-4.1pct。其中 2024Q2 营收 4.7 亿元，同环比+112%/+10%；归母净利润 0.48 亿元，同环比+189%/20%，毛利率 35.4%，同环比-5.7/-0.5pct，主要系年底工商储占比提升叠加质保费用调整至营业成本影响。业绩符合预期。微逆出货环比略增，全年预计出货同增 20%+。2024H1 公司微逆及能量通信器业务实现营收 6.2 亿元，预计公司微逆出货约 50 万台，同增 10%+，其中 2024Q2 实现营收 3.4 亿元，微逆出货约 26 万台，环比略增，毛利率约 39%，同降 1-2pct，主要系质保费用计入成本影响；分区域看公司欧洲占比约 60%+、北美占比约 30%，拉美不到 10%，分类型看公司仍以一拖二为主，占比达 70%+，展望 2024H2，预计微逆出货逐季环增，全年我们预计微逆出货 100-110 万台，同增 20%+。工商储逐步放量，2024 年有望翻多倍增长。公司 2024H1 工商储实现营收 1.78 亿元，已超去年全年营收，其中 2024Q2 工商储营收约 0.9 亿元，环增 10%左右，毛利率约 15%，基本维持稳定，预计 2024H2 为工商储项目集中交付，全年公司工商储有望翻多倍增长。关断器环比高增、毛利率持续亮眼。2024H1 公司关断器收入 0.77 亿元，出货 43 万台，毛利率约 41%，其中 2024Q2 出货 25.5 万台，环增 50%，主要系美国市场需求较为旺盛，毛利率约 72%，环增 2pct，

主要系售价略有提升。期间费率有所下行、存货逐步消化。2024H1 公司期间费用 1.7 亿元，同增 42%，期间费用率 19.3%，同增 0.8pct；2024Q2 期间费用 0.9 亿元，同环比+22%/10%，期间费用率 19.25%，同环比-14/-0.1pct；2024Q2 末存货 15.2 亿元，较 2024 年初下降 3%，2024Q2 末合同负债 0.33 亿元，较 24 年初增长 88%；2024Q2 经营活动现金流净额 1.1 亿元，同增 135%。盈利预测与投资评级：考虑公司微逆出货增速略有放缓，我们略微下调此前盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利 2.5/3.4/4.6 亿元（前值为 3.0/4.1/5.1 亿元），同比 +15%/+35%/+35%，对应 PE 为 27/20/15 倍，考虑公司储能逐步贡献业绩增量，微逆出货逐步提升，维持“增持”评级。风险提示：竞争加剧、政策不及预期

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：郭亚男
 证券分析师：余慧勇）

中国太保（601601）：2024 年中报点评：资负共振，全面向好

投资要点 事件：公司披露 1H24 业绩，集团实现归母净利润 251.32 亿元，同比增长 37.1%（对应 2Q24 单季度同比接近翻番）；归母营运利润为 197.38 亿元，同比增长 3.3%，得益于短期投资波动超出营运利润假设 42.87 亿元，公司归母净利润高于归母营运利润金额。公司业绩表现超出市场预期，得益于持续深化战略升级，寿险纵深推进“长航”转型。个险银保均衡发展，投资业绩带动净利润快速增长，NBV 连续 7 个季度同比改善。1H24 公司实现 NBV 达 90.37 亿元，同比增长 22.8%（若按照精算调整后可比口径同比增速达 29.5%，优于上市同业平均水平），归因来看：1）NBV 新单同比-12.0%，但 NBV Margin 同比上升 5.3 个 pct.至 18.7%；2）个险和银保渠道 NBV 同比增速分别为 21.5%和 26.6%，NBV Margin 分别为 30.6%和 12.5%（1H23：27.8%和 6.9%），贡献占比分别为 79.9%和 19.3%（1H23：80.7%和 18.8%）。1H24 公司代理人渠道/银保渠道/团险新保贡献占比分别为 49.9%、28.4%和 21.4%，保持均衡。1H24 太保寿险营运利润 151.73 亿元，同比增长 1.8%，归因来看得益于投资业绩同比 173.7%且期末 CSM 余额较上年末增长 2.7%至 3,325.76 亿元。公司以队伍成长为核心，持续牵引队伍能力提升，公司首次披露月均核心人力达 6.0 万人，同比增长 0.8%。1H24 太保财险非年化 ROE 达 8.4%。新准则下 1H24 财险净利润同比增长 18.6%，归因来看：1）承保利润同比增长 47.6%得益于承保综合成本率 97.1%同比下降 0.8 个 pct.（承保综合赔付率同比下降 0.8 个 pct.；承保综合费用率同比持平）；2）车险和非车保险服务同比增速分别为 4.9%和 3.3%，COR 分别为 97.1%和 97.2%（1H23：98.0%和 97.9%）；3）总投资收益同比增长 12.6%。公司车险强化客户经营能力建设，客户黏度持续提升；非车险业务品质整体提升，健康险、责任险、企财险实现较快增长。交易性金融资产公允价值变动损益增加以及信用减值损失同比减少影响投资业绩表现良好。1H24 集团投资资产净/总投资收益总额同比分别为 1.7%和 46.5%，非年化净/综合投资收益率分别为 1.8%/2.7%/3.0%，同比上升-0.2/+0.7/+0.9 个 pct.；期末管理资产 32,630.10 亿元，较上年末增长 11.7%；其中，核心权益占比 11.2%，较上年末上升 0.5 个 pct.。新业务回暖和降本增效措施到位推动价值口径指标恢复性增长。期末寿险和集团内含价值为 5,687.66 亿元，较上年末增长 8.4%和 7.4%，1H24 寿险 ROEV 达 6.8%（1H23:6.1%），得益于 NBV 回暖、投资和营运偏差正向贡献所致。公司保单继续率同比提升，长险赔付率、综合退保率同比优化，多措并举推进降本增效。盈利预测与投资评级：资负共振，全面向好。因投资收益超预期上调盈利预测，我们预计 2024-26 年归母净利

润为 318、376 和 430 亿元（原 2024-26 年预测为 303、376 和 429 亿元），新经济假设下 2024 年 8 月 29 日收盘价对应 2024 年动态 PEV 仅为 0.47 倍，维持“买入”评级。风险提示：长航行动转型不及预期，战略持续成效低于预期

（证券分析师：胡翔 证券分析师：葛玉翔 证券分析师：武欣妹 研究助理：罗宇康）

美团-W (03690.HK): 2024Q2 业绩点评: 利润超预期, 平台韧性继续显现

投资要点 业绩超预期: 美团 24Q2 实现营业收入 823 亿元, 同比增长 21%, 彭博一致预期为 804 亿元; 经调整净利润 136 亿元, 彭博一致预期为 103 亿元。公司收入利润均超预期。核心本地商业与新业务利润均好于预期。(1)核心本地商业: 24Q2 收入 607 亿(yoy+18.5%, qoq+11.1%), 好于一致预期 599 亿元; 运营利润为 152 亿(yoy+36.8%, qoq+57.1%), 好于一致预期 123 亿元, 经营利润率同比增长 3pct 至 25.1%。(2)新业务: 24Q2 收入 216 亿(yoy+28.7%, qoq+16%), 好于一致预期 205 亿元; 运营亏损同比收窄至 13 亿, 明显好于一致预期 21 亿元, 运营亏损率同比收窄 25pct 至 6.1%, 考虑到 Q2 社区团购亏损继续好于预期, 我们预计 2024 年新业务整体亏损有望收窄至 80 亿元左右。外卖利润好于我们预期, 平台韧性凸显。24Q2 即时配送交易笔数(餐饮外卖+闪购订单) 61.67 亿笔, 同比增长 14.2%, 基本符合一致预期。1)餐饮外卖我们测算得 24Q2 单量同比增长 11%~12%。公司精细化运营和策略进一步提升用户黏性、用户规模和购买频次。其中拼好饭 Q2 单日订单量峰值再创新高, 突破 800 万单。UE 同比明显改善, 主要受益于广告货币化率提升(商家投放意愿增强)、骑手成本优化(骑手供给充裕+拼好饭模式贡献)和补贴改善驱动, 部分被客单价同比下滑抵消。展望 Q3, 单量和客单价继续承压, 但 UE 同比提升趋势不变。2)闪购业务继续高增长, 我们测算得 24Q2 单量同比增长 35~40%。年度交易用户保持稳健增长, 下单频次增速更快。UE 亦同比环比实现优化。我们认为 2024 年将是闪购零售渠道价值开始凸显的一年, 看好业务后续规模及盈利超预期。到店酒旅 GTV 高增, 利润率继续修复。Q2 到店酒旅订单量同比增长超过 60%, 其中美团核心优势品类均表现亮眼, 如休闲娱乐品类交易金额及订单量同比增长均超过 60%, 丽人医美品类交易金额同比增长超过 50%。年度交易用户及年度活跃商家数量均创历史新高。Q2 到店酒旅收入同比增速我们测算得 20%~25%, 与 GTV 增速差值环比有所缩减, OPM 环比亦有所改善, 竞争层面对公司财务的负面影响正逐渐弱化。展望 Q3, 神会员等业务协同动作有望驱动到店酒旅 GTV 和变现效率进一步提升, 我们继续看好该业务利润后续增长。盈利预测与投资评级: 考虑到公司 Q2 利润好于我们预期, 我们将公司 2024-2026 年经调整利润由 377/515/609 亿元上调至 415/519/662 亿元, 对应 2024-2026 年经调整 PE 为 16/13/10 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 消费恢复不及预期, 盈利不及预期, 竞争格局恶化

（证券分析师：张良卫 证券分析师：郭若娜）

创维数字 (000810): 2024 年中报点评: 需求疲软业绩承压, 革新+开拓有望逐步见效

投资要点 事件: 2024H1, 公司实现营收 44.5 亿元, 同比下降 13.9%; 归母净利润 1.8 亿元, 同比下降 42.8%。2024Q2, 公司实现营收 21.7 亿元, 同比下降 23.3%; 归母净利润 0.8 亿元, 同比下降 62.2%。需求低位、市场竞争等宏观因素限制智能终端业务增长, 公司积极拓展市场应对变化。2024H1, 智能终端业务实现营业收入 32.9 亿元, 同比

下降 12.6%，毛利率 16.3%，同比-5.8pct，主要系市场竞争导致价格下探且需求不足，公司主动放弃部分负毛利订单。 1) 机顶盒业务，公司突破了 8K 超高清机顶盒项目，获得河南、河北等地独供订单，海外重点战略客户及欧洲、东南亚、拉美、澳洲等市场的合同订单量也在积极增长； 2) 宽带连接业务，公司在国内通信运营商市场网关集团采购项目 100% 中标，市场份额提升； 3) XR 业务，公司推出新一代 Pancake MR 产品以及首款 AR 眼镜，XR 系列产品研发和新一代储备升级。 汽车显示进展可观，工控模组业务改革效果可期。 2024H1，专业显示业务实现营业收入 9.8 亿元，同比下滑 21.9%，毛利率 6.8%，同比增加 7.7pct，主要系公司放弃手机显示模组导致转型期内收入下降。 1) 汽车显示收入 6.9 亿元，同比+86.4%，公司获得了核心客户的 18 个重点项目定点，完成了超过 50 万套产品的生产销售，上半年实现营业收入 6.89 亿元，同比增长 86.39%。 2) 其他模组实现收入 2.9 亿元，同比-64.2%，主要系公司放弃手机显示模组等行业竞争激烈的产品，转型积极发展工控模组。我们认为，一方面随着汽车以旧换新、新能源汽车下乡、车路云一体等利好政策持续落地实施，公司定点车型不断积累，汽车电子车载显示总成业务稳步增长；另一方面随着中小模组逐步转型，工控模组业务营收、毛利率也有望开启修复。 盈利预测与投资评级：我们认为机顶盒和宽带连接产品需求有望在触底后修复，车载和 XR 产品一前一后为公司贡献业绩增量。考虑到需求仍在较低区间，将公司 2024/2025/2026 年归母净利润由 8.0/9.5/11.1 亿元调整至 6.3/7.4/9.4 亿元，2024 年 8 月 28 日收盘价对应 PE 分别为 21.2/18.1/14.4 倍，维持“买入”评级。 风险提示：订单交付不及预期，海外拓展不及预期，VR 产业发展不及预期，供应链风险

(证券分析师：张良卫 证券分析师：马天翼
证券分析师：金晶 研究助理：李博韦)

安克创新 (300866)：2024 年半年报点评：Q2 扣非净利润+50%超预期，各主要品类&渠道均有上佳表现

投资要点 事件：公司发布 2024 年半年报。2024H1 公司营收 96.5 亿元，同比+37%；归母净利润 8.7 亿元，同比+6.4%；扣非净利润 7.7 亿元，同比+41%。公司收入及扣非净利润增速均超预期。去年同期非经常项较大，主要是南芯科技上市产生较大的公允价值变动损益等，因此扣非净利润增速更能反映经营结果。 对应 2024Q2，公司收入 52.7 亿元，同比+42%；归母净利润 5.6 亿元，同比+9%；扣非净利润 4.5 亿元，同比+50%；毛利率/扣非净利率为 45.2%/ 8.5%，同比+0.6pct/+0.4pct。销售/管理/研发/财务费用率为 21.6%/ 4.0%/ 8.1%/ -0.25%，同比+0.1/ +1.1/ -0.5/ -0.5pct。管理费用率上升主要因股权支付费用增加等，财务费用率下降主要因汇兑收益增加。 2024H1 分品类看：充电&智能创新发力。①充电储能类营收 49.7 亿元，同比+42.8%，毛利率同比-0.42pct，我们认为该品类收入高增及毛利率下滑均是储能产品（中大充）快速增长所致，此外新渠道开拓也促进数码充电类（小充）产品高增。②智能创新类营收 23.6 亿元，同比+35.3%，毛利率同比+3.3pct，我们认为主要得益于安防品类表现良好。③智能影音类营收 23.1 亿元，同比+31%，毛利率同比+4.9pct，我们认为主要得益于无线耳机品类表现良好。 2024H1 分地区/渠道看：①各主要地区均高增：北美/欧洲/日本/中东收入占比分别为 48%/ 21%/ 13%/ 6%，营收同比增速为 41%/ 45%/ 22%/ 39%，各地区实现均衡增长。②线上渠道占比 70%，同比增速 38.5%，其中独立站渠道营收同比+103%，占比达到 9.6%，反映公司品牌认可度及私域流量持续提升。③线下渠道增长提

速，同比增长 32%，主要受益于公司在欧洲、澳洲、东南亚、南美等国家的线下渠道不断拓宽拓深。上半年各品类均有重磅新品推出，期待下半年 Primeday 和黑五大促旺季表现：①充电类，小充无线充发力，上半年推出 MagGo 磁吸无线充等产品，并联名“猫和老鼠”等经典 IP；大充户外电源和家用储能系统持续迭代，是增长最快的子品类之一。②智创类，上半年安防上新 EUFY 4G LTE CAM S330，创新实现太阳能+4G LTE 双链接技术，扫地机推出 X10 PRO。③智能影音类，Soundcore 推出 C30i 耳夹耳机等。盈利预测与投资评级：安克创新是消费品出海领域中，具备突出品牌认可度的稀缺标的。看好公司通过新品发力（储能、安防、无线充电等）+新渠道扩张（欧澳 KA+新兴市场）实现持续成长。考虑公司新品增速较快，我们将公司 2024-26 年归母净利润预期由 17.6/ 21.4/ 24.8 亿元，上调至 19.1/ 22.9/ 27.5 亿元，同比+18%/ +20%/ +20%，8 月 29 日收盘价对应 P/E 为 17/ 14/ 12 倍 P/E。维持“买入”评级。风险提示：运费及汇率波动，海外终端需求，地缘及关税风险

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：阳靖）

洋河股份（002304）：2024 年中报业绩点评：降速调整，质量为先

投资要点 事件：公司发布 2024 年中报，2024H1 营收 228.76 亿元，同比增长 4.58%；归母净利润 79.47 亿元，同比增长 1.08%；2024Q2 营收 66.21 亿元，同比下降 3.02%；归母净利润 18.92 亿元，同比下降 9.75%。Q2 淡季去库调整，腰部轮动支撑规模。24 年公司营销策略及渠道管控仍处梳理阶段，24H1/Q2 公司营收同比分别为 4.6%/-3.0%。伴随淡季动销走弱，公司亦加强 M6+等核心产品的发货及促销管控，Q2 销售增长压力边际放大。24H1 公司中高档酒、普酒销售分别同增 4.8%、5.2%，其中，预计 M6+控量挺价，海之蓝蓄力整固，主要由水晶梦、天之蓝承担销量增长任务。24H1 公司省内、省外经销商对比 23 年末分别-18、+62 家，省内推进渠道分类分级及结构优化管理。毛销差有所回落，正贡献主要来自管理费率。1）收现端：Q2 季末公司合同负债同比/环比分别回落 13.8、18.8 亿元，表现略弱于以往，主因渠道回款更趋谨慎。2）利润端：Q2 净利率同比-2.1pct 至 28.6%，主因毛销差及公允价值变动拖累。①Q2 毛利率同降 1.4pct 至 73.7%，降幅较 Q1 扩大，与负经营杠杆及 M6 控量有关。H1 毛利率同比回落 0.8pct 至 75.4%，中高档酒、普酒毛利率分别同比-1.4pct/+2.8pct。②Q2 销售费率同比+1.8pct，销售费用高基数下小幅增长 7.2%，预计主因公司加强宴席活动支持力度。H1 公司销售费率同比+1.1pct，其中广告促销费用影响约 1.0pct。Q2 公司管理(含研发)费用同比回落，费率同比-0.9pct，主因折旧费及研发材料费减少。③Q2 公允价值损失同比增加 1.0 亿元，对净利率拖累约 1.2pct，主因公司所持中银国际等证券投资市价下跌导致。深化变革，转型跨越。2024 年是洋河刀刀向内，加强整顿的一年：①产品端，要求聚焦大单品，做高手工班、做强 M6+、做实基本盘。②市场端，要求聚焦大本营及高地市场，省外通过完善基础工作，增点扩面，做好渠道下沉、宴席、陈列等过程动作，实行项目化管理、责任制推进、清单式落实；省内迭代完善营销组织架构，完善经销商分类分级管理和经销商服务措施。期待公司通过制度优化及组织锻造，重塑训练有素、作战有力的“筑梦”之师。盈利预测与投资评级：公司 23Q4 以来主动降速调整，明确 600 及以上价位价在量先，期待 M6+经过控货调整打好百亿基础，手工班真年份产品重振公司品质及品牌形象。此外，公司公告 24~26 年年度现金分红总额不低于归母净利的 70%，且不低于人民币 70 亿元（含税），即现价股息率不低于 6%，高分红夯实股价安全边际。考虑年度经营目标及当

前宏观需求环境,我们下调 2024-26 年归母净利润至 102/107/118 亿元 (前值 104、115、126 亿元),同比+2%/5%/10%,当前市值对应 2024-2026 年 PE 为 11/11/10X,维持“买入”评级。风险提示:省内竞争加剧、省外开拓不及预期、食品安全问题。

(证券分析师:孙瑜 研究助理:于思淼)

芯源微 (688037): 2024 年半年报点评: 业绩短期承压,看好多元业务持续突破加速放量

投资要点 业绩波动下滑,主要受费用前置影响: 2024 上半年公司实现营收 6.94 亿元,同比-0.29%,收入阶段性小幅减少主要受存量订单结构、生产交付及验收周期等因素影响。2024H1 实现归母净利润 0.76 亿元,同比-43.88%;扣非净利润为 0.36 亿元,同比-65.52%,利润下滑较多主要系研发投入显著提升、员工规模扩张及股份支付费用增加。Q2 单季营收为 4.49 亿元,同比+10.31%,环比+84.02%,Q2 订单交付及验收节奏回归常态,收入恢复增长;归母净利润为 0.60 亿元,同比-13.73%,环比+276%。产品验收结构调整及费用率提升,盈利能力阶段性下滑: 2024H1 公司毛利率为 40.22%,同比-3.22pct,我们认为毛利率下滑主要系产品验收结构影响,未来随着设备零部件国产化率持续提升叠加规模效应释放,毛利率仍有较大提升空间;销售净利率为 10.77%,同比-8.73pct。2024H1 公司期间费用率为 42.09%,同比+12.36pct,其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 11.06%/15.16%/16.87%/-1.01%,同比+2.52/+4.46/+5.80/0.42pct。2024H1 公司持续加大研发投入,研发投入为 1.17 亿元,同比+52%,多款新产品迭代及研发进展顺利。Q2 单季毛利率为 40.18%,同比-1.94pct,环比-0.12pct;销售净利率为 13.15%,同比-3.96pct,环比+6.75pct。多领域突破带动新签订单持续增长,在手订单充足:截至 2024Q2 末公司存货为 17.36 亿元,同比+10%;合同负债为 3.45 亿元,同比-26%。2024H1 公司新签订单为 12.19 亿元,同比+31%,其中前道 Track 新签订单同比保持良好增长,后道先进封装及化合物等小尺寸设备新签订单同比较大增长,应用于 Chiplet 领域的新产品临时键合、解键合等新签订单同比增长超过十倍,公司战略性新产品前道单片式高温硫酸化学清洗设备也获得国内重要客户订单。截至 2024Q2 末,公司在手订单超过 26 亿元,创历史新高。2024Q2 公司经营活动净现金流为 1.16 亿元,同比转正,环比大幅增长 163%,表明订单回款情况良好。前道涂胶显影国产替代中,清洗设备、后道先进封装设备进一步打开成长空间:(1)前道 Track: 公司作为国内唯一可以提供量产型前道 Track 的厂商,目前已完成在前道晶圆制造 $\geq 28\text{nm}$ 工艺节点的全覆盖,Offline、I-line、KrF 及 ArF 浸没式机台等均已实现批量销售, $\leq 14\text{nm}$ 先进制程工艺技术也在有序验证中。公司新一代超高产能架构 Track FTEX 研发取得良好进展,可匹配未来更先进的光刻机产能提升需求。(2)前道清洗设备: 2024H1,公司该设备获得国内高端逻辑客户大批量订单,进一步夯实龙头地位。此外,公司前道化学清洗机已获多家客户验证订单,其中高温 SPM 化学清洗机获得国内领先逻辑客户验证订单(高温 SPM 清洗工艺为 28nm/14nm 制程性能要求最高的工艺之一,也是技术壁垒最高的湿法工艺)。(3)后道先进封装设备: 公司后道先进封装用 Track、单片式湿法设备已连续多年作为主流机型批量应用于台积电、盛合晶微、长电科技、华天科技、通富微电等海内外一线大厂。2024H1 公司临时键合机、解键合机验证顺利,已与国内多家 2.5D、HBM 客户达成深度合作,目前在手量产或验证订单已十余台。盈利预测与投资评级:考虑到设备交付节奏,我们维持公司 2024-2026 年归母净利润预测分别为 3.3/4.3/5.5 亿元,

当前市值对应动态 PE 分别为 34/26/21 倍。基于公司在前道 Track 和清洗领域的成长性，维持“增持”评级。风险提示：半导体行业投资下滑，新品研发&产业化不及预期等。

(证券分析师：周尔双 证券分析师：李文意)

中集集团 (000039): 2024 年中报点评: 业绩符合预期, 集装箱板块量利齐升

投资要点 Q2 归母净利润同比+228%，集装箱制造业务量利齐升 2024 年上半年，公司共实现营业收入 791.2 亿元，同比+31%；归母净利润 8.7 亿元，同比+117%，处于业绩预告中枢；扣非归母净利润 8.2 亿元，同比-16%，趋近业绩预告上限。其中 Q2 单季度，实现营业收入 466.7 亿元，同比+38%；归母净利润 7.8 亿元，同比+228%；扣非归母净利润 6.0 亿元，同比-37%。公司归母经营业绩显著改善，主要系①100%控股的集装箱板块景气修复，量利齐升，②集团外汇套保策略较 2023 年同期更加灵活，套保成本降低。扣非净利润同比下滑，主要系去年同期外汇相关衍生品投资活动带来较多非经常性亏损。上半年分业务看：(1) 集装箱制造业务受益干货集装箱销量高增，实现营收 249.5 亿元 (YOY+83%)，净利润 12.8 亿元 (YOY+66%)；(2) 道路运输车辆业务实现营收 107.0 亿元 (YOY-21%)，净利润 5.7 亿元 (YOY-70%)，主要受上年同期北美业务高景气叠加处置股权收益致基期数据较高影响；(3) 能源、化工及液态食品装备业务实现营收 121.2 亿元 (YOY+6%)，净利润 2.4 亿元 (YOY-45%)，主要受分部海外业务业绩承压影响；(4) 海洋工程业务实现营收 77.9 亿元 (YOY+89%)，净亏损 0.84 亿元 (同比减亏 54%)，受益全球海工环境持续向好新接订单陆续进入建造期；(5) 金融及资产管理业务实现营收 11.6 亿元 (YOY+44%)，净亏损 8.8 亿元 (同比减亏 22%)，亏损主要系高额利息费用支出。毛利率短期承压，期间费用率控制良好 2024 年上半年，公司销售毛利率 10.7%，同比-2.93pct；销售净利率 1.8%，同比+0.1pct。上半年毛利率下滑主要系(1) 集装箱板块，因冷特箱收入占比下降等原因，毛利率同比-4.21pct；(2) 道路运输车辆板块，北美半挂车市场回归价格中枢，以及 EAAP 影响下泰国工厂生产的集装箱骨架车出口销量下滑，毛利率同比-3.87pct；(3) 能源、化工及液态食品装备板块，受全球罐箱需求回落导致规模效应下降，毛利率同比-2.66pct。上半年公司期间费用率为 7.7%，同比-1.23pct；其中销售/管理/财务/研发费用率为 1.5%/4.1%/0.7%/1.4%，同比分别-0.55/-0.70/+0.44/-0.43pct，期间费用率控制良好。主要事业部进入利润兑现期，看好公司业绩增长 (1) 集装箱：产销端，根据我们产业链调研，2024 上半年行业集装箱产量已达 300 万 TEU，德路里预测 2024 年全行业产销量会超过 450 万 TEU，公司在手订单已排至 Q4。我们判断本轮集装箱产销修复系海外贸易复苏和船箱东基于未来形势不确定性的下单，2025 年产销出现 2023 年断崖式下滑的概率不大。利润端，2024 年 Q1 集装箱量升但价平，Q2 起价格才持续修复。钢材约占集装箱制造成本的 50%，钢价低位震荡形势下，产业利润率有望回升。我们认为公司作为份额常年稳定 40%以上的行业龙一，将充分受益本轮集装箱利润修复。(2) 海工造船：海工装备景气度可持续：①海上油气：当前油价高于采油盈亏平衡点，公司的海上钻井平台租约与 FPSO 接单量有望持续增长，②特种船舶：受益海上风电发展、国产汽车出海，公司的风电安装船和滚装船订单持续增长。2024 上半年公司累计持有在手订单 62 亿美元，同比增长 21%。随在手订单兑现，海工将成为公司未来业绩核心贡献点。盈利预测与投资评级：我们维持公司 2024-2026 年归母净利润预测为 24.7/32.9/47.5 亿元，当前市

值对应 PE 为 16/12/9 倍，维持“买入”评级。 风险提示：宏观经济波动、地缘政治风险、原油价格波动等

（证券分析师：周尔双 证券分析师：韦译捷）

埃斯顿（002747）：2024 年中报点评：业绩短期承压，静待行业出清利润水平回升

投资要点 事件：公司发布 2024 年中报，2024H1 公司实现归母净利润-0.73 亿元，同比-175.37%，接近此前业绩预告中值；实现扣非归母净利润-0.97 亿元，同比-240.11%，接近此前业绩预告下限。 营收小幅波动，增长不及预期，利润端承压 2024H1 公司营收 21.69 亿元，同比-3.21%；归母净利润-0.73 亿元，同比-175.37%；扣非归母净利润-0.97 亿元，同比-240.11%。分业务看：①工业机器人及智能制造业务营收 16.53 亿元，同比-4.55%；②自动化核心部件业务营收 5.16 亿元，同比+1.33%。业绩短期承压主要系机器人行业需求下滑，投资放缓及市场竞争加剧，收入增长不及预期，人员费用增长、折旧摊销等固定成本费用增加，对公司净利润产生较大影响。此外公司为构建长期发展核心竞争力，继续保持了高研发投入，在全球研发体系、销售网络、生产能力及人才储备等方面投入较大。2024Q2 公司实现营收 11.66 亿元，同比-7.10%；归母净利润-0.80 亿元，同比-247.07%，扣非归母净利润-0.84 亿元，同比-326.39%。 市场竞争加剧，盈利能力下滑 2024H1 综合毛利率 29.33%，同比-3.76pct，分业务来看：①工业机器人及智能制造业务：毛利率 28.13%，同比-5.31pct；②自动化核心部件：毛利率 33.17%，同比+1.27pct。 2024H1 销售净利率-3.22%，同比-7.80pct。期间费用率为 32.96%，同比+3.25pct。其中销售/管理（含研发）/财务费用率分别为 10.36%/20.08%/2.52%，分别同比+2.19/+1.36/-0.29pct。销售费用率上升主要为人员增加所致。同时公司保持高研发投入，研发费用率有所上升。 短期波动不改长期向好趋势，关注焊接机器人放量增厚业绩 1）当前我国工业机器人行业处于激烈竞争卡位阶段，头部企业将凭借完善的供应链及优秀的管理能力获得更高的市场份额，行业逐渐向头部集中，盈利能力将逐渐修复。我们认为短期的波动不改国内工业机器人长期发展趋势，中长期来看，机器替人大势所趋，2023 年 1 月《“机器人+”应用行动实施方案》提出到 2025 年制造业机器人密度较 2020 年实现翻番，在国内人口基数不变的情况下工业机器人销量仍有翻倍空间，公司作为国产工业机器人龙头深度受益机器替人及国产化趋势，长期发展可期。 2）智能焊接机器人产业化已基本落地，公司旗下 Cloos 为全球焊接机器人隐形龙头，兼具软硬件实力，与中集飞秒的合作进展顺利，有望充分受益于智能焊接机器人 1-10 放量。 盈利预测与投资评级：我们维持公司 2024-2026 年归母净利润预测分别为 2.04/3.06/4.26 亿元，当前市值对应 PE 分别为 52/35/25 倍，考虑到公司在工业机器人领域的龙头地位，维持公司“增持”评级。 风险提示：制造业复苏放缓，工业机器人需求不及预期，行业竞争加剧

（证券分析师：周尔双）

德龙激光（688170）：2024 年半年报点评：新业务开拓影响利润表现，产业化布局前景可期

投资要点 Q2 收入高增，利润短期承压系研发费用增长所致：2024 上半年公司实现营收 2.78 亿元，同比+39.40%，主要系设备验收增加。其中精密激光加工设备销售收入 2.02 亿元，同比+45.18%，占比 72.89%，激光器对外销售实现收入 1576 万元，同比-17.80%，占比 5.66%。2024H1 实现归母净利润-987 万元，同比-365%；扣非净利润为-1610 万元，同比-1026%，主要系公司加大新业务的拓展和支持力

度,使得公司员工人数增加、职工薪酬增长,研发费用以及销售相关费用较上年同期增长较快,影响了利润水平。Q2单季营收为1.63亿元,同比+49.97%,环比+40.61%;归母净利润为-260万元,同比-144.24%,环比+64.14%。盈利能力有所提升,期间费用影响净利表现:2024上半年毛利率为48.05%,同比+1.55pct,销售净利率为-3.5%,同比-5.35pct;期间费用率为51.98%,同比+1.26pct,其中销售费用率为19.1%,同比-0.01pct,管理费用率为10.8%,同比-0.99pct,研发费用率为23.7%,同比+0.73pct,财务费用率为-1.6%,同比+1.51pct。上半年研发投入为0.66亿元,同比+40.43%。Q2单季毛利率为47.16%,同比-0.86pct,环比-2.14pct;销售净利率为-1.60%,同比-0.62pct,环比+4.68pct。存货&合同负债同比持续增长,在手订单充足:截至2024Q2末公司合同负债为1.51亿元,同比+3%,存货为5.66亿元,同比+35%,存货取得较快增长,表明公司在手订单充足。2024H1公司经营活动净现金流-0.64亿元,同比-306%,系客户和供应商结算周期不匹配,下游客户收款周期通常长于上游供应商的付款周期。聚焦激光精细微加工前沿开发,产业化布局前景可期:公司积极布局SiC晶锭切片、Mini/Micro LED等领域前沿性产品开发,多赛道0到1快速突破:(1)高功率固体超快激光器技术:公司在现有的激光器技术基础上进一步开发高功率超快激光器。高功率皮秒激光器实现红外平均功率200W输出,绿光150W以上输出,紫外100W以上输出。高功率飞秒激光器实现红外平均功率200W输出并已掌握300W功率输出技术。(2)SiC晶锭激光切片:已具备8英寸碳化硅晶锭加工的碳化硅晶锭激光切片设备,已经成功在多家头部碳化硅材料生产企业得到验证和生产使用。(3)Micro LED巨量转移设备:自2022年获得首个客户订单后,公司积极进行产品推广,现已获得多家头部厂商订单。盈利预测与投资评级:考虑到公司研发投入力度、设备验收节奏等因素,我们维持2024-2026年归母净利润预测为0.6/0.9/1.2亿元,当前市值对应PE为34/23/18倍。基于公司在多领域0到1突破的潜力,维持“增持”评级。风险提示:市场竞争加剧、新品产业化不及预期。

(证券分析师:周尔双 证券分析师:李文意)

利柏特(605167):2024半年报点评:利润增速表现亮眼,充足订单保证业绩增长

投资要点 事件:公司发布2024年半年报,实现营业收入18.0亿元,同比+33.4%,归母净利润1.3亿元,同比+48.9%;其中单Q2实现营收11.4亿元,同比+47.8%,归母净利润9105万元,同比+71.1%,基本符合预期。公司上半年营收高增,利润率维持良好水平:(1)公司充分发挥“设计-采购-模块化-施工”(EPFC)全产业链环节及一体化服务能力,在手项目上半年执行与结算情况良好,收入显著增加,上半年工业模块设计和制造业务、工程服务业务分别实现营收3.5、14.4亿元;(2)公司24H1综合毛利率为16.3%,同比+0.8pct,其中工业模块设计和制造业务、工程服务业务分别实现毛利率26.3%、13.8%;凭借优秀的项目业绩,公司取得巴斯夫、霍尼韦尔、科思创、陶氏化学、液化空气、英威达等客户的高度认可,利润率有所保障。费用率管控得当,经营活动净现金流略有承压:(1)24H1公司分别实现销售/管理/研发/财务费用率0.6%/3.9%/2.2%/0.1%,同比分别-0.1/-1.5/+1.4/+0.5pct,公司研发投入力度增加,财务费用率变动主要是受到专项长期借款利息费用化的影响;24H1公司实现销售净利率7.2%,同比+0.8pct;(2)24H1公司经营活动净现金流为6289万元,同比-69.3%,主要是受到因为项目执行而购买商品、接受劳务支付的现金增

加的影响；收、付现比分别为 77.5%/65.6%，同比分别-25.5/-8.6pct；

(3) 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 2405 万元，同比-77.2%；资产负债率为 42.3%，同比-5.8pct。 中标多个重要项目，在手订单充足。今年 1 月公司与拓烯光学签订《7000 吨/年 SOOC 项目总承包合同协议书》与《41000 吨/年光学树脂项目施工总承包合同》，合同总金额分别为 3 亿元、3.5 亿元，预计将在 24-25 年确认收入；今年 6 月子公司利柏特工程与索尔维组成联合体中标北方华锦联合石化有限公司精细化工及原料工程项目折百 20 万吨/年双氧水装置设计、采购及施工工程总承包（B+EPC）项目，订单总额 11.0 亿元，工期为 960 日历天；2022-2023Q1 公司公告 7 项重大项目合同，签约合同金额累计超 41 亿，充足的在手订单将为公司业绩提供坚实保障。盈利预测与投资评级：公司是国内少数具备大型工业模块设计建造能力的企业，客户多为知名化工跨国企业，重大在手订单量为未来 3 年业绩提供支撑；公司拟发行可转债募集 7.5 亿元用于南通利柏特重工项目，进一步提升公司工业模块设计和制造业的制造和总装能力。我们调整公司 2024-2025 年归母净利润预测至 2.4/3.0 亿元（前值为 2.6/3.5 亿元），新增 2026 年预测为 3.8 亿元，8 月 29 日收盘价对应市盈率分别为 14.8/11.7/9.4 倍，维持“增持”评级。 风险提示：在手订单推进不及预期；海外化工龙头来华投资不及预期；模块化生产方式渗透率提升不及预期。

（证券分析师：黄诗涛 证券分析师：房大磊

证券分析师：杨晓曦）

松原股份(300893): 2024 年半年度报告点评: 2024Q2 业绩符合预期, 自主被动安全龙头持续成长

投资要点 事件：公司发布 2024 年半年度报告。2024 年上半年公司实现营业收入 8.03 亿元，同比增长 70.85%；实现归母净利润 1.23 亿元，同比增长 95.65%。其中，2024Q2 单季度公司实现营业收入 4.35 亿元，同比增长 77.85%，环比增长 18.01%；实现归母净利润 0.62 亿元，同比增长 103.90%；环比增长 2.10%。公司 2024Q2 业绩整体符合我们的预期。 2024Q2 业绩符合预期，营收环比持续增长。收入端，公司 2024Q2 单季度实现营业收入 4.35 亿元，环比增长 18.01%。从主要下游客户 2024Q2 表现来看：奇瑞汽车批发销量 54.74 万辆，环比增长 7.27%；吉利汽车批发 48.00 万辆，环比增长 0.90%；上汽通用五菱批发 34.60 万辆，环比增长 54.46%；长城汽车批发 28.44 万辆，环比增长 3.31%。毛利率方面，公司 2024Q2 单季度毛利率为 29.94%，同比下降 0.16 个百分点，环比下降 0.73 个百分点。费用率方面，公司 2024Q2 单季度期间费用率为 11.74%，环比下降 0.39 个百分点；其中，销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.59%/3.90%/5.68%/0.58%，环比分别-0.67/-0.53/+0.90/-0.10 个百分点。净利润方面，公司 2024Q2 单季度实现归母净利润 0.62 亿元，环比微增 2.10%；对应归母净利率为 14.33%，环比下降 2.23 个百分点。 安全带业务量价齐升，气囊+方向盘成为第二曲线。安全带方面，公司凭借技术、成本和服务响应等方面的竞争优势，有望持续提升安全带产品的市场份额，实现对外资的国产替代；此外，高性能安全带的功能复杂，安全性更好，价值量更高，特别是集成主被动可逆预紧式安全带（电动安全带）的价值量更是大幅提升，公司安全带业务有望实现量价齐升。而方向盘+气囊业务则是公司的第二曲线，公司于 2021 年实现方向盘+气囊产品的量产，目前已经突破吉利、上通五菱、奇瑞和合众等客户，后续有望持续为公司业绩贡献增量。 盈利预测与投资评级：我们维持公司 2024-2026 年归母净利润为 2.70 亿元、3.58 亿元、4.49 亿元的预测，对应的 EPS

分别为 1.20 元、1.58 元、1.98 元，2024-2026 年市盈率分别为 21.61 倍、16.32 倍、13.02 倍，维持“买入”评级。风险提示：乘用车行业销量不及预期；新客户及新产品开拓不及预期；原材料价格波动导致盈利不及预期。

（证券分析师：黄细里 证券分析师：刘力宇）

双环传动(002472): 2024 年半年度报告点评: 2024Q2 业绩表现亮眼, 长期成长空间广阔

投资要点 事件：公司发布 2024 年半年度报告。2024 年上半年公司实现营业收入 43.22 亿元，同比增长 17.26%；实现归母净利润 4.73 亿元，同比增长 28.33%。其中，2024Q2 单季度公司实现营业收入 22.48 亿元，同比增长 18.64%，环比增长 8.35%；实现归母净利润 2.52 亿元，同比增长 27.42%，环比增长 13.71%。公司 2024Q2 业绩略超我们之前的预期。2024Q2 业绩表现亮眼，毛利率水平环比提升。收入端，2024Q2 单季度公司实现营业收入 22.48 亿元，环比增长 8.35%。从主要下游 2024Q2 表现来看：国内新能源乘用车行业批发 266.57 万辆，环比增长 36.66%；其中 A0 级及以上纯电动乘用车批发 129.50 万辆，环比增长 32.33%；插电混动乘用车批发 111.75 万辆，环比增长 45.68%。国内重卡行业批发 23.18 万辆，环比下降 14.90%。毛利率方面，公司 2024Q2 综合毛利率 22.83%，环比提升 0.18 个百分点，预计主要系公司持续推进降本增效措施。费用率方面，公司 2024Q2 期间费用率为 9.31%，环比下降 0.59 个百分点；其中，销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.96%/3.36%/4.68%/0.31%，环比分别+0.02/-0.31/-0.15/-0.16 个百分点。净利润方面，公司 2024Q2 单季度实现归母净利润 2.52 亿元，环比增长 13.71%；对应归母净利率 11.20%，环比提升 0.53 个百分点。电驱齿轮龙头强者恒强，机器人减速器+民生齿轮打开长期成长空间。随着乘用车电动化率的持续提升，汽车齿轮市场格局重塑，齿轮外包趋势愈发明确。双环作为电驱齿轮龙头，在技术研发、设备产能和客户资源上均有着明显的竞争优势，后续将持续受益于行业电动化率的提升。减速器方面，减速器是工业机器人的核心部件，价值量占比大，双环深耕工业机器人精密减速器多年，已逐步实现 6-1000KG 工业机器人所需精密减速器的全覆盖，并已配套国内一线机器人客户，后续减速业务收入将持续增长。民生齿轮方面，公司成立环驱科技布局民生齿轮，并收购三多乐，助力民生齿轮业务发展，三多乐主要产品包括精密齿轮、塑胶齿轮减速器、汽车零配件和机能组装品，并覆盖下游广泛优质客户。盈利预测与投资评级：我们维持公司 2024-2026 年归母净利润为 10.03 亿元、12.53 亿元、15.28 亿元的预测，对应的 EPS 分别为 1.19 元、1.48 元、1.81 元，2024-2026 年市盈率分别为 17.08 倍、13.67 倍、11.21 倍，维持“买入”评级。风险提示：新能源乘用车销量不及预期；原材料价格波动影响；新业务开拓不及预期；并购整合不及预期。

（证券分析师：黄细里 证券分析师：刘力宇）

经纬恒润-W(688326): 2024 年中报点评: 研发费用环比收窄, 业绩拐点将现

投资要点 公告要点：公司发布 2024 年半年度报告，业绩符合预期。2024H1 实现营收 20.27 亿元，同比+19.43%，归母净利润-3.33 亿元，扣非归母净利润-3.87 亿元。其中 24Q2 实现营收 11.38 亿元，同环比+18.72%/+27.92%，归母净利润-1.42 亿元，环比亏损收窄，扣非归母净利润-1.67 亿元，环比亏损收窄。新业务新客户不断突破，多项汽车电子产品放量在即。分业务看，2024 年 H1 电子产品业务收入为 16.80 亿元，同比+32.80%，研发服务及解决方案业务收入为 3.41 亿

元，同比-19.12%，高级别智能驾驶整体解决方案业务收入为 0.08 亿元，同比+65.40%。1) 新产品，2024H1 公司基本完成整车电控产品的全覆盖布局，形成“分布式电控单品—域控产品—L4 集成平台”短中长期结合的产品模式，并实现量产落地。2) 自研软件，主要软件系列产品 INTEWORK、ModelBase、OrienLink 均实现了客户群体的扩大与应用，涵盖红旗、比亚迪、蔚来、长安、重汽、零跑、百度阿波罗、极氪、广汽等客户。3) 国际化，公司在马来西亚的工厂已经建成投产并持续提升出货量，持续 Stellantis、Scania、Navistar、舍弗勒、BorgWarner、Magna 及 HI-LEX 等多个国际 OEM/Tier1 的定点。研发费用环比收窄，业绩拐点将至。我们认为公司目前仍处于业绩释放的蓄力期，多个项目开发亟需高研发投入支撑。2024Q2 公司研发费用率为 21.7%，同环比-1.3pct/-11.0pct，研发费用环比收窄，公司前期研发投入逐渐贡献收入有望带动公司盈利回升。24Q2 期间费用率为 36.2%，同环比+4.7pct/-13.5pct，其中销售费用率/管理费用率受益于规模效应环比下降，研发费用率同环比显著下降。盈利预测与投资评级：我们维持公司 2024-2026 年营收预测为 55.0/71.5/80.4 亿元，同比分别+18%/+30%/+13%；基本维持 2024-2026 年归母净利润预测为 0.04/2.01/3.63 亿元，2025-2026 年归母净利润同比分别+5101%/+81%，2024-2026 年对应 PE 分别为 1855/36/20 倍，鉴于公司电子业务新品放量在即，我们维持“买入”评级。风险提示：智能电动汽车行业发展不及预期，法律法规限制自动驾驶发展，下游车企价格战超预期。

(证券分析师：黄细里 研究助理：孙仁昊)

中国黄金 (600916)：2024 年半年报点评：Q2 收入同比+26%，产品结构变动利润端受到一定影响

投资要点 2024 年 Q2 收入同比+25.9%，利润端受投资资金和黄金回购业务影响承压：2024 年 H1 公司实现收入 351.6 亿元，同比+18.9%，实现归母净利润 5.94 亿元，同比+10.6%，实现扣非归母净利润 5.8 亿元，同比+15.3%。单拆 Q2，公司实现收入 169 亿元，同比+25.9%，实现归母净利润 2.31 亿元，同比-2.58%，实现扣非归母净利润 2.11 亿元，同比-6.6%。黄金产品为主要营收来源，推动公司业务保持增长：分产品来看，2024 年 H1 公司黄金产品收入 346.7 亿元，同比+19.4%，K 金珠宝产品收入 7519 万元，同比下滑 65.3%，品牌使用费 7287 万元，同比+105.7%，管理服务费 8398 万元，同比+338.3%。2024 年 H1 毛利率略有增长：2024 年 H1 公司整体毛利率为 4.39%，同比增加了 0.16pct，销售费用率为 0.68%，同比减少 0.04pct；管理费用率为 0.23%，与去年同期基本持平；销售净利率 1.7%。公司于线下开设贵金属回购中心、健全完善互联网回购体系，全面开展品牌黄金产品回购业务。公司已建立起规范化、标准化的黄金回收流程体系，回收价格公开透明，打破了当前黄金回购市场良莠不齐的局面；同时通过多平台开发线上回购小程序、优化回购业务平台，持续提升公司在黄金回收、精炼领域的品牌优势与行业竞争力。2024 年 H1 公司仍保持净开店状态，未来将持续优化门店网络：截至 2024 年 6 月末，公司门店总数 4266 家，其中自营门店 100 家，较 2023 年末净减少 3 家，加盟门店 4166 家，较 2023 年末净增 12 家。在未来的 2024 年 H2，公司拟开业直营门店 4 家，加盟门店 178 家，新增加盟店将主要分布在华东和西北地区。盈利预测与投资评级：中国黄金背靠大央企，资源优势明显，2024 年在终端动销承压的背景下加大黄金回购业务和投资金条业务发展，实现收入端较好增长，但业绩仍有压力，我们下调公司 2024-2026 年归母净利润从 12.2/14.5/17.2 亿元至 10.5/11.8/13.2 亿元，最新收盘价对应 2024-2026 年 PE 分别为 14/12/11 倍，维持“买

入”评级。 风险提示：金价波动风险，开店不及预期，终端需求不及预期等。

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：谭志千）

拓普集团(601689): 2024 年半年度报告点评: 2024Q2 业绩符合预期, 汽零+机器人共驱发展

投资要点 事件：公司发布 2024 年半年度报告。2024 年上半年公司实现营业收入 122.22 亿元，同比增长 33.42%；实现归母净利润 14.56 亿元，同比增长 33.11%；实现扣非后归母净利润 12.96 亿元，同比增长 26.14%。其中，2024Q2 单季度公司实现营业收入 65.34 亿元，同比增长 39.25%，环比增长 14.86%；实现归母净利润 8.11 亿元，同比增长 25.94%，环比增长 25.63%；实现扣非后归母净利润 7.00 亿元，同比增长 15.30%，环比增长 17.41%。公司 2024Q2 业绩整体符合我们的预期。 2024Q2 业绩整体符合预期，毛利率环比下降暂时承压。收入端，公司 2024Q2 单季度实现营业收入 65.34 亿元，环比增长 14.86%。从主要下游客户 2024Q2 表现来看：特斯拉全球交付 44.40 万辆，环比增长 14.79%；吉利汽车批发 48.00 万辆，环比增长 0.90%；比亚迪批发 98.27 万辆，环比增长 57.38%；上汽通用批发 11.41 万辆，环比增长 2.33%；赛力斯问界批发 9.88 万辆，环比增长 18.61%，其中问界 M9 批发 4.82 万辆，环比大幅增长 350.47%。毛利率方面，公司 2024Q2 单季度毛利率为 20.40%，环比下降 2.02 个百分点，预计主要系客户年降+铝价上涨+海运价格上涨等因素影响。费用率方面，公司 2024Q2 单季度期间费用率为 8.22%，环比下降 1.11 个百分点，预计主要系收入规模环比提升摊低费用率。净利润方面，公司 2024Q2 单季度实现归母净利润 8.11 亿元，环比增长 25.63%；对应归母净利率 12.41%，环比提升 1.06 个百分点。公司 2024Q2 单季度实现扣非后归母净利润 7.00 亿元，环比增长 17.41%；对应扣非后归母净利率为 10.71%，环比提升 0.23 个百分点。 Tier 0.5 级供应商，机器人执行器打开新空间。公司持续推进 Tier 0.5 级供应商的模式，前瞻布局电动化、智能化零部件赛道，持续扩张产品线，目前已经形成了平台型的零部件企业，共拥有 NVH 减震系统、内外饰、车身轻量化、智能座舱部件、热管理系统、底盘系统、空气悬架、智能驾驶系统等 8 大产品线，单车配套价值量达 3 万元。此外，公司还在布局人形机器人执行器产品，2023 年 7 月，公司拆分设立机器人事业部，推动机器人业务与汽车零部件业务的协同发展。目前，公司电驱系统等在研项目进展顺利，潜在成长空间广阔，为后续公司高速发展提供保障。 盈利预测与投资评级：考虑到公司 2024Q2 毛利率有所波动，我们将公司 2024-2026 年归母净利润的预测调整为 27.97 亿元、35.12 亿元、45.01 亿元（前值为 28.33 亿元、35.97 亿元、45.51 亿元），对应 2024-2026 年 EPS 分别为 1.66 元、2.08 元、2.67 元（前值为 1.68 元、2.13 元、2.70 元），市盈率分别为 19.77 倍、15.74 倍、12.28 倍。考虑到公司作为 Tier 0.5 级供应商，后续新客户增量持续释放，叠加机器人执行器未来空间广阔，因此维持“买入”评级。 风险提示：客户销量不及预期；项目开拓不及预期；原材料价格波动。

（证券分析师：黄细里 证券分析师：刘力宇）

元力股份(300174): 2024 年中报点评: 活性炭满产满销, 业绩符合市场预期

投资要点 Q2 业绩市场预期。公司 24 年 H1 营收 9.8 亿元，同增 2.5%，归母净利润 1.5 亿元，同增 29.9%，毛利率 23.3%，同增 0.9pct，归母净利率 15%，同增 3.2pct；其中 24Q2 营收 5.2 亿元，同环比 +2.8%/+10.6%，归母净利润 0.7 亿元，同环比 +2.5%/-9.6%，毛利率 24%，

同环比+1/+1.4pct，归母净利率 13.6%，同比持平，环减 3pct，业绩位于预告中值，符合市场预期。活性炭 Q2 满产满销，全年出货预计 13.5 万吨。活性炭方面，公司 H1 收入 6.8 亿元，同增 14%，对应出货 6.7-6.8 万吨，其中 Q1 出货 3.1-3.2 万吨，Q2 出货 3.6 万吨，开启满产满销状态，公司预计全年出货 13.5 万吨，同增 5%+，其中粉状炭 12 万吨，颗粒炭 1.5 万吨，同增 50%；硅化物方面，公司 H1 收入 3.0 亿元，同减 16%，其中硅酸钠收入 2.3 亿元，同减 19%，硅胶收入 0.7 亿元，同增 1%，硅酸钠业务体量下降，主要系剥离赢创嘉联产能，产能从 30 万吨降至 16 万吨，但从水玻璃向下延伸白炭黑产品，我们预计 25 年开始贡献收入。活性炭毛利率略降，硅化物向下游延伸，毛利率逐步提升。活性炭方面，公司 24 年 H1 毛利率 25.1%，同降 2.6pct，主要系扩张低端市场所致，随着高毛利率的颗粒炭放量，我们预计 24 年毛利率恢复至 27%；硅化物方面，公司 24 年 H1 硅酸钠毛利率 15.3%，同增 5.9pct，硅酸钠向下游延伸，白炭黑 25 年开始贡献利润，我们预计毛利率超 30%。24 年 H1 硅胶毛利率 32.4%，同增 1.0pct，恢复至正常水平。此外，25 年硅碳产品开启放量，壁垒更高，我们预计盈利水平优于主业。费用率基本稳定，现金流环比转正。公司 24H1 期间费用 1.1 亿元，同增 13.6%，费用率 11.5%，同增 1.1pct，其中 24Q2 期间费用 0.6 亿元，同环比+22.1%/+1.9%，费用率 11.1%，同环比+1.7/-0.9pct；24H1 经营性净现金流 257 万元同减 95.6%，其中 Q2 经营性现金流 0.9 亿元，同减 13.4%，环比转正；24H1 资本开支 0.7 亿元，同减 59.9%，其中 Q2 资本开支 0.3 亿元，同环比-75.3%/-35.4%；24Q2 末存货 2.6 亿元，较 Q1 末减 4.8%。盈利预测与投资评级：考虑到市场竞争加剧，我们下修 24-26 年归母净利润至 2.5/3.0/4.8 亿元（此前预测 24-26 年归母净利润 2.6/2.9/4.7 亿元），同比+6%/+18%/+61%，对应 PE 为 19/16/10x，维持“买入”评级。风险提示：行业竞争加剧、新技术放量不及预期、下游需求不及预期。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕

证券分析师：朱家佟）

东威科技（688700）：2024 年半年报点评：受产业进度影响业绩承压，静待复合铜箔设备放量

投资要点 受复合集流体产业化后延影响，公司业绩下降：2024 上半年公司实现营收 3.92 亿元，同比-21.4%，主要是复合集流体产业化进程持续后延，新能源领域设备需求不及预期，新能源领域设备收入同比下降所致；归母净利润 0.56 亿元，同比-45.5%；扣非净利润 0.49 亿元，同比-49.6%。Q2 营业收入 1.95 亿元，同比-26%，环比-1.01%；归母净利润 0.25 亿元，同比-52%，环比-19.4%；扣非归母净利润 0.2 亿元，同比-59%，环比-31%。受 PCB 设备毛利率下降影响，盈利能力有所下滑：2024 上半年公司毛利率为 38.5%，同比-4.78pct，销售净利率为 14.2%，同比-6.29pct，期间费用率为 24.79%，同比+5.68pct，其中销售费用率为 7.7%，同比+0.32pct，管理费用率为 7.1%，同比+1.93pct，研发费用率为 10.6%，同比+2.71pct，财务费用率为-0.5%，同比+0.72pct；Q2 单季毛利率为 38%，同比-3.74pct，环比-1.14pct，销售净利率为 12.7%，同比-6.84pct，环比-3pct。合同负债略有下滑，存货实现增长，回款放缓影响经营活动净现金流：截至 2024Q2 末公司合同负债为 1.94 亿元，同比-21%，存货为 4.43 亿元，同比+14%；2024 上半年公司经营活动净现金流为-0.15 亿元，同比-660%，主要系客户回款受市场影响有所放缓。复合铜箔设备&光伏电镀铜设备有望带来新增长点：（1）复合铜箔设备：公司已实现规模量产，此外还积极布局复合铝设备，目前蒸镀铝设备已研制完成；（2）光伏电镀铜

设备:公司第三代光伏镀铜设备已突破产能限制,每小时生产 8000 片,目前已在客户处开始量产,所生产产品已亮相于 2024SNEC 大会;

(3)复合集流体设备:公司正着手研发大宽幅双边传动卷式水平无接触镀膜线,以提高锂电池复合集流体材料的利用率。 盈利预测与投资评级:考虑到设备验收进度,我们维持公司 2024-2026 年归母净利润分别为 2.8/4.0/5.3 亿元,对应 PE 为 21/15/11 倍,维持“增持”评级。

风险提示:下游扩产不及预期,新品拓展不及预期。

(证券分析师:周尔双 证券分析师:李文意)

航天电器 (002025): 2024 年中报点评: 向互连一体化转型升级, 打造市场竞争新优势

事件:公司发布 2024 年中报,2024 年上半年实现营收 29.21 亿元,同比减少 19.31%,实现归母净利润 3.85 亿元,同比减少 10.00%。 投资要点 拓展新市场新领域,销售费用同比增长 31.64%;公司 2024 年上半年实现营收 29.21 亿元,同比减少 19.31%,实现归母净利润 3.85 亿元,同比减少 10.00%,营业收入有所下降。销售费用为 0.95 亿元,同比增长 31.64%,主要原因系 2024 年上半年公司持续加大新市场新领域拓展、新产品推广,公司市场营销、产品推广等支出相应增加。应收账款为 46.52 亿元,同比增长 12.15%。主要原因系,公司 2024 年上半年持续强化应收账款管理,但受传统配套领域需求波动及客户货款结算模式改变影响,公司货款回笼低于预期目标;同时,公司货款回笼主要集中于第 4 季度,上半年公司货款回收平稳,符合公司历年货款回收规律。 同比例增资航电系统 3060 万元,持续拓宽民用电机产业发展空间:为满足公司控股子公司航电系统业务发展资金需求,2024 年 6 月 11 日,在公司第七届董事会 2024 年第四次临时会议上,董事会同意公司与关联企业深圳科工以现金方式同比例增资航电系统 4500 万元,其中公司对航电系统增资 3060 万元,增资完成后,航电系统注册资本由 500 万元增加至 5000 万元,股东双方出资比例保持不变。此并购事件将持续拓宽民用电机产业发展空间,促进航电系统高质量发展。 由单一元器件向互连一体化转型升级,打造新优势:公司是一家以高端连接器与互连一体化产品、微特电机与控制组件、继电器、光电器件等产品的研制和销售为主营业务的高新技术企业,为客户提供系统集成互连一体化解决方案。公司主导产品用于航天、航空、电子、兵器、船舶、通信、商业航天、数据中心、新能源汽车、低空经济、能源装备、轨道交通等高技术领域配套,下游市场需求影响旺盛。当前公司业务正在由单一元器件向互连一体化、驱动控制整体解决方案转型升级,有望提高公司在中高端机电组件领域一体化、专业化水平,促进公司形成新质生产力,开辟新赛道、打造新优势。 盈利预测与投资评级:公司业绩略微承压,考虑到行业订单波动,我们下调公司 2024-2026 年归母净利润预测值至 8.65/9.97/12.02 亿元,前值 9.87/12.68/15.75 亿元,对应 PE 分别为 24/21/17 倍,维持“买入”评级。 风险提示:1)宏观经济波动风险;2)市场或业务经营风险;3)管理风险;4)应收账款增加的风险。

(证券分析师:苏立赞 证券分析师:许牧 研究助理:高正泰)

中直股份 (600038): 2024 年中报点评: 中直股份业务高效整合, 业绩有望复苏

事件:公司发布 2024 年中报,2024 年上半年实现营收 81.74 亿元,同比下降 31.69%,实现归母净利润 2.98 亿元,同比下降 9.18%。 投资要点 行业周期波动,公司业绩有所下降。2024 年上半年实现营收 81.74 亿元,同比下降 31.69%,实现归母净利润 2.98 亿元,同比下降

9.18%。主要系航空产品交付量同比下降所致。公司 2024 年上半年研发费用为 1.78 亿元，自筹研发项目稳步推行。销售费用为 0.95 亿元，同比增长 28.81%，公司销售规模增大，加大市场开拓力度。经营活动产生的现金流量净额减少，主要系公司采购支付的现金同比减少所致。公司正在集中备产，下半年整机产品有望集中交付，公司业绩有望实现复苏。收购昌飞集团和哈飞集团，高效整合直升机业务。2024 年公司发行股份购买资产已完成股权交割，昌飞集团及哈飞集团已成为公司的全资子公司，公司合并范围变化，主营业务拓宽，规模扩大。2024 年 7 月 17 日，公司收到募集资金 29.67 亿元，7 月 25 日，募集资金新增的 0.88 亿股份完成登记手续，公司股份总数变为 8.2 亿股，公司将使用募集资金进行新型直升机与无人机研发能力建设项目、直升机生产能力提升项目和补充流动资金或偿还债务等五个项目。稳步推进科研工作，持续开拓应急救援领域市场。中直股份作为我国直升机产业的专业化上市公司，是全面支撑低空经济发展的航空高科技核心骨干企业。公司与中国航空研究院、中航科工签署协议，联合研发高速电动垂直起降飞行器(H-eVTOL)，AC332 直升机 2 月底完成 AEG 评审启动会,002 架机已于 3 月 23 日转场建三江开展平原试飞工作,6 月末地转至六盘水机场开展次高原试飞。公司持续开拓森林消防、搜索救援、医疗救护、警用执法等重点应急救援领域市场，AC311A 直升机参加拉萨“应急使命 2024 西藏”实战演练，与南昌大学第一附属医院签署 1 架 AC311A 直升机购销合同，与山西航产集团持续对接直升机产业合作项目，完成 10 架 AC311A 直升机采购合同和产业合作框架协议的签订。盈利预测与投资评级：公司业绩符合预期，考虑到公司是国内军民用直升机领域龙头企业，基于十四五期间航空产业高景气，以及未来低空经济带来的增长空间，我们上调先前的盈利预测，预计公司 2024-2026 年归母净利润为 7.18/8.80/10.76 亿元，前值 5.04/6.06/7.18 亿元；对应 PE 分别为 43/35/29 倍，维持“买入”评级。风险提示：1) 产品质量与安全生产风险；2) 原材料短缺及价格波动风险；3) 订单及产品结构性调整风险。

(证券分析师：苏立赞 证券分析师：许牧 研究助理：高正泰)

免责声明

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

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

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

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>