

## 晨会纪要

| 数据日期: 2024-08-30 | 上证综指    | 深证成指    | 沪深300指数 | 中小板综指   | 创业板综指   | 科创50   |
|------------------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|
| 收盘指数(点)          | 2842.21 | 8348.47 | 3321.43 | 8996.18 | 2039.78 | 694.16 |
| 涨跌幅度(%)          | 0.67    | 2.37    | 1.33    | 2.32    | 2.62    | 2.14   |
| 成交金额(亿元)         | 3840.92 | 4924.95 | 2683.76 | 1642.03 | 2279.65 | 481.94 |

## 晨会主题

## 【常规内容】

## 宏观与策略

宏观快评: QE、YCC 与传统政策之辨-中央银行首度国债吞吐操作解读

宏观快评: 8月PMI数据解读-消费性服务业展现韧性

宏观周报: 宏观经济宏观周报-本周国内经济增长动能依然偏弱但边际出现改善

固定收益投资策略: 2024年9月转债市场研判及“十强转债”组合

固定收益投资策略: 债海观潮, 大势研判(九月债市魔咒能否打破?)

固定收益快评: 可交换私募债跟踪-私募EB每周跟踪(20240826-20240830)

固定收益周报: 超长债周报-交易活跃度继续保持在低位

固定收益周报: 转债市场周报-情绪边际转暖, 静待右侧确认

策略深度: 2024年中报深度解析(一): 景气修复的路径与波折

策略专题: ESG月度观察——经济发展绿色转型步伐加快

策略专题: 多元资产配置系列(十二)-本轮降息周期对A股有何种意味

策略月报: 全球降息潮下的风险资产重估

## 行业与公司

电新行业周报: 光伏产业链周评(8月第5周)-1-7月光伏新增装机同比增长27%, 光伏板块中报业绩普遍承压

海外市场专题: 美股ETF投资指南系列之三——全球ETF资产配置组合策略研究

海外市场专题: 港股市场速览-港股上方空间打开, 维持缓慢上行趋势

海外市场专题: 美股市场速览-美股上行势头趋弱

非银行业快评: 评估外部冲击下资管产品赎回压力-基于债市波动和产品抽样的方法

农业行业周报: 农产品研究跟踪系列报告(124)-蛋白消费需求旺季临近, 看好猪价景气延续

传媒互联网周报: 7月游戏行业收入环比向上, 新片供应不足导致暑期档票房下滑明显

特锐德(300001.SZ)财报点评: 电力设备业务稳健增长, 充电网业务经营持续向好

百隆东方(601339.SH)财报点评: 上半年收入增长24%, 二季度毛利率环比修复

鲁泰A(000726.SZ)财报点评: 上半年收入基本持平, 面料产能利用率回升

## 市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

## 主要市场指数 09月02日

|         | 收盘指数     | 涨跌幅%  |
|---------|----------|-------|
| 道琼斯     | 33597.92 | 0     |
| 纳斯达克    | 10961.46 | -0.48 |
| S&P500  | 3801.78  | -0.44 |
| 法国CAC40 | 6000.24  | -0.72 |
| 德国DAX   | 14261.19 | -0.57 |
| 日经225   | 27574.43 | -0.4  |
| 恒生      | 17989.07 | 1.13  |

## 基金指数 09月02日

|        | 收盘指数    | 涨跌幅% |
|--------|---------|------|
| 债券基金指数 | 3166.93 | 0.02 |
| 股票基金指数 | 8497.17 | 0.59 |
| 混合基金指数 | 7613.77 | 0.63 |

## 汇率 09月02日

|        | 收盘指数/价 | 涨跌幅%  |
|--------|--------|-------|
| 欧元兑美元  | 1.1    | -0.27 |
| 美元兑人民币 | 7.08   | -0.13 |
| 美元兑港币  | 7.79   | 0.01  |
| 美元兑日元  | 146.21 | 0.84  |

## 非流通股解禁 09月02日

| 名称   | 解禁数量(万股) | 流通股增加% | 解禁日期       |
|------|----------|--------|------------|
| 国光电气 | 5279.20  | 100.00 | 2024-09-02 |
| 远信工业 | 5609.53  | 100.00 | 2024-09-02 |
| 宏微科技 | 1807.46  | 100.00 | 2024-09-02 |
| 园林股份 | 9325.26  | 100.00 | 2024-09-02 |
| 宝信软件 | 1432.66  | 37.39  | 2024-09-02 |
| 果麦文化 | 1762.64  | 100.00 | 2024-08-29 |
| 信濠光电 | 3304.40  | 100.00 | 2024-08-27 |
| 山西路桥 | 85726.62 | 100.00 | 2024-08-27 |

稳健医疗(300888.SZ) 财报点评:第二季度收入增速转正,消费品业务表现亮眼

新华保险(601336.SH) 财报点评:业务质态改善,利润企稳回升

东方证券(600958.SH) 财报点评:自营优异,投行承压,拓展投顾与海外

招商证券(600999.SH) 财报点评:业绩转正,深化转型

兴业证券(601377.SH) 财报点评:投资拖累业绩,业务转型推进

华泰证券(601688.SH) 财报点评:行业困局推动转型,海外/资管/财富布局加快

脸书(META PLATFORMS)(META.O) 海外公司深度报告:META的AI投入与ROI测算

KEEP(03650.HK) 海外公司财报点评:会员渗透率提升顺利,亏损持续收窄

美团-W(03690.HK) 海外公司财报点评:经营稳健提效,神会员预计将促进核心本地业务增长

英伟达(NVIDIA)(NVDA.O) 海外公司财报点评:业绩与指引稳健,预计平稳过渡到Blackwell新品出货

BOSS直聘(BZ.O) 海外公司财报点评:付费企业数健康增长,利润持续释放

云图控股(002539.SZ) 财报点评:二季度净利同环比提升,主营产品复合肥销量增长

广汇能源(600256.SH) 财报点评:马朗煤矿获批,看好长期发展

华润万象生活(01209.HK) 海外公司财报点评:核心净利润同比增长24%,派发特别股息

华润置地(01109.HK) 海外公司财报点评:核心净利润同比降低5%,经常性业务贡献51%利润

博威合金(601137.SH) 财报点评:上半年归母净利润同增38.7%,新材料销量显著提升

驰宏锌锗(600497.SH) 财报点评:加工费下滑影响冶炼利润,加强综合回收增产增效

云南铜业(000878.SZ) 财报点评:矿铜产量平稳,冶炼业务盈利增长

中金岭南(000060.SZ) 财报点评:铜铅锌产量平稳,冶炼业务利润承压

永兴材料(002756.SZ) 财报点评:锂盐成本进一步优化,特钢毛利维持在较高水平

盐湖股份(000792.SZ) 财报点评:氯化钾和碳酸锂成本优势显著,有效抵御行业下行风险

赣锋锂业(002460.SZ) 财报点评:二季度业绩环比有所改善,锂资源布局进入收获期

天齐锂业(002466.SZ) 财报点评:二季度亏损幅度收窄,低成本资源优势有望逐步凸显

盘江股份(600395.SH) 财报点评:煤炭销量下滑、成本上涨拖累业绩,煤电新一体化发展稳步推进

长沙银行(601577.SH) 财报点评:业绩略有放缓,县域金融成效明显

浙商银行(601916.SH) 财报点评:净息差逐步企稳,加大不良管控

光大银行(601818.SH) 财报点评:资产扩张放缓,投资收益增长较多

工商银行(601398.SH) 财报点评:净息差下降,资产质量优异

苏州银行(002966.SZ) 财报点评:非息收入增长较快,拨备覆盖率仍处高位

农业银行(601288.SH) 财报点评:净息差企稳回升,业绩增速转正

邮储银行(601658.SH) 财报点评:净息差环比稳定,资产质量较为优异

沪光股份(605333.SH) 财报点评:单二季度量利双增,新能源客户项目持

## 续放量

三花智控(002050.SZ) 财报点评:毛利率提升, 关注机器人新增长点

卓胜微(300782.SZ) 财报点评:L-PAMiD 已在部分品牌客户验证通过, 短期利润承压

江海股份(002484.SZ) 财报点评:2Q24 业绩触底回升, 车载薄膜电容在手订单饱满

宏微科技(688711.SH) 财报点评:2Q24 营收环比增长 58%, 下游需求逐步改善

圣邦股份(300661.SZ) 财报点评:二季度收入同比增长 33%, 盈利能力改善

唯捷创芯(688153.SH) 财报点评:上半年收入同比增长 20%, 接收端模组收入翻倍以上增长

通富微电(002156.SZ) 财报点评:上半年收入同比增长 11.8%, 盈利能力提高

沪硅产业(688126.SH) 财报点评:二季度收入环比增长, 短期利润承压

天岳先进(688234.SH) 财报点评:毛利率环比持续提升, 8 英寸衬底保持领先

杰华特(688141.SH) 财报点评:二季度收入创季度新高, 亏损幅度收窄

洲明科技(300232.SZ) 财报点评:上半年收入同比增长 3.3%, 积极开拓国际市场巩固市占率

华润微(688396.SH) 财报点评:营收与净利润环比改善, 工艺与产品持续升级

蓝特光学(688127.SH) 财报点评:上半年净利润同比增长 122%, 光学棱镜收入大幅增长

赛微电子(300456.SZ) 财报点评:上半年收入同比增长 39%, 北京产线继续处于产能爬坡阶段

海天味业(603288.SH) 财报点评:第二季度收入同比增长 7.98%, 员工持股计划助力长远发展

古井贡酒(000596.SZ) 财报点评:产品结构延续升级趋势, 净利率提升逻辑持续兑现

洋河股份(002304.SZ) 财报点评:第二季度业绩承压, 现金分红回报指引积极

巴比食品(605338.SH) 财报点评:第二季度收入同比减少 1.93%, 单店经营承压

泸州老窖(000568.SZ) 财报点评:上半年收入增速稳健, 第二季度税金率波动影响净利润增速

京沪高铁(601816.SH) 财报点评:跨线列车业务量增长稳健, 盈利能力持续提升

春秋航空(601021.SH) 财报点评:客收表现稳健, 成本管控优异

中远海能(600026.SH) 财报点评:上半年成品油表现强劲, 旺季原油值得期待

中远海控(601919.SH) 财报点评:中期分红回报股东, 下半年业绩值得期待

姚记科技(002605.SZ) 财报点评:游戏及营销业务下滑, 关注卡牌潮玩等创新业务发展

视觉中国(000681.SZ) 财报点评:扣非净利润同比向上, 关注下游需求及AIGC 场景落地

蓝色光标(300058.SZ) 财报点评:营收保持高增长, 净利润增速逐季改善

中国核电(601985.SH) 财报点评:高温气冷堆获核准, 拓展核能新生态

中广核矿业(01164.HK) 财报点评:分红预提税政策口径收紧致溢利下

降，核电发展支撑铀矿长期需求

三峡能源(600905.SH) 财报点评:电价下降影响业绩表现,在建项目装机容量较大

南网能源(003035.SZ) 财报点评:分布式光伏业务稳健发展,大力拓展分散式风电

南网储能(600995.SH) 财报点评:容量电价调整影响基本出尽,静待抽水蓄能和新型储能放量投产

金开新能(600821.SH) 财报点评:业绩表现较为稳健,中期拟现金分红1.97亿元

安克创新(300866.SZ) 财报点评:二季度扣非净利润增长50%,多品类拓展稳步推进

菜百股份(605599.SH) 财报点评:上半年收入增长31%,全渠道销售扩张持续推进

海底捞(06862.HK) 海外公司财报点评:核心经营利润率维持稳定,“红石榴”计划加码新品牌孵化

中集集团(000039.SZ) 财报点评:收入同比增长31%,集装箱制造收入实现修复

鼎阳科技(688112.SH) 财报点评:收入同比下降5%,高端化发展战略成效显著

中国通号(688009.SH) 财报点评:半年报业绩点评:收入同比下降14%,加快聚焦高质量发展主线

华统股份(002840.SZ) 财报点评:成本稳步下降,资金储备充裕

天康生物(002100.SZ) 财报点评:2024H1业绩同比扭亏为盈,养殖成本稳步改善

## 金融工程

金融工程周报:主动量化策略周报-小盘涨红利跌,超预期精选组合年内排名主动股基前20%

金融工程周报:热点追踪周报-由创新高个股看市场投资热点(第159期)

金融工程周报:多因子选股周报-反转因子表现出色,中证500增强组合年内超额12.92%

金融工程周报:港股投资周报-生物科技板块反弹,港股精选组合年内收益3.94%

金融工程周报:基金周报-中证A500指数即将发布,基金半年报披露中央汇金增持ETF

金融工程日报:市场放量上涨,成交额超8800亿

## 【常规内容】

### 宏观与策略

#### ◆ 宏观快评:QE、YCC 与传统政策之辨-中央银行首度国债吞吐操作解读

8月30日,中国人民银行发布国债买卖业务公告[2024]第1号。为贯彻落实中央金融工作会议相关要求,2024年8月人民银行开展了公开市场国债买卖操作,向部分公开市场业务一级交易商买入短期限国债并卖出长期限国债,全月净买入债券面值为1000亿元。

2023年10月31日,中央金融工作会议提出:“要充实货币政策工具箱,在央行公开市场操作中逐步增加国债买卖”。10个月后,靴子落地,我国央行开展了首轮国债买卖操作。随着上述操作披露,在社会上引起广泛关注,特别是央行为何开展国债买卖?是否类似西方国家的“大放水”?对基础货币投放方式带来哪些改变?

证券分析师: 董德志 (S0980513100001)

联系人: 田地

#### ◆ 宏观快评:8月PMI数据解读-消费性服务业展现韧性

结论:除出口订单企稳、消费性服务业修复等亮点外,8月PMI总体呈现的信号,仍是4月以来经济向上动能趋弱,其核心在于“投资”与“消费”割裂带来的有效需求不足。供需缺口的持续压制,使制造业与非制造业企业预期连续两个月出现实质性滑落,创下年内新低。

前瞻地看,三季度宏观政策对有望对经济运行特别是需求端加力,主要方向或是将存量财政空间的发力方向从“投资”向“消费”再平衡,近期特别国债用途调整即是这种思路的体现。

具体来看,8月PMI有以下几点特征:

淡季制造业“产需双弱”依然突出,新订单回落略快于生产,产需缺口边际走阔。从相对变化看,生产与需求同步走弱,“产需差”边际走阔:一方面新订单再度萎缩(-0.4pct),另一方面需求不振进一步向生产传导(-0.3pct),“产需差”相应走阔0.1pct至0.9pct。从绝对水平看,生产在连续4个月的回落后,跌至荣枯线下方(49.8),从“三大需求”看:仅新出口订单(+0.2pct至48.7)在奥运会和“抢出口”带动下有所企稳,新订单、现有订单(-0.6pct至44.7)仍在下滑,且三者均位于收缩区间。

产成品被动补库,价格指数大幅滑落。库存方面,随着企业生产放缓,原材料库存低位窄幅震荡(-0.2pct至47.6),销售不畅导致成品库存有所回升(+0.7pct至48.5)。与此同时,价格指数继续滑落,投入跌幅大于产出,有助于缓解企业成本压力。购进价格大幅回落(-6.7pct至43.2),非金属、黑色、汽车、化学原料等显著下降;出厂价格回落幅度略小(-4.3pct至42),纺织服装、农副食品、通用设备等韧性相对较好。

非制造业PMI有所企稳,韧性主要来自服务业。服务业PMI小幅回升(+0.2pct至50.2),消费性服务业走强而生产性服务业走弱。建筑业PMI回落0.6pct至50.6,支撑来自基建等政府主导项目的企稳:土木工程(+1.8pct至57)明显企稳,建筑安装装饰及其它建筑业(+13.5pct至60.9)显著改善;但房屋建筑业持续恶化(-6.7pct至42.9)。

中观行业表现总体改善,制造业、非制造业景气行业数量均有所增加,总体偏弱的背景下,指向各行业分化加剧。15个行业中6个(40%)位于景气区间,较前月(13.3%)有所改善,显示行业分化加剧。石油加工、专用设备、电气机械、计算机等表现相对较好。19个非制造业行业中13个(68.4%)位于景气区间,较上月的11个边际改善。运输物流(航空运输、邮政、装卸搬运、水上运输、铁路运输)及通讯网络(电信传输、网络软件)等表现相对较好。

证券分析师: 董德志 (S0980513100001)

联系人：田地

### ◆ 宏观周报:宏观经济宏观周报-本周国内经济增长动能依然偏弱但边际出现改善

本周国内经济增长动能依然偏弱但边际出现改善。8月国内制造业PMI为49.1%，比上月下降0.3个百分点，下降幅度大于7月，表明8月国内经济增长动能较7月进一步弱化。8月制造业PMI加速回落与国信高频宏观扩散指数、流通领域生产资料等高频数据走势低迷对经济增长动能偏弱的指向保持一致。在经济增长动能偏弱的大背景下，8月食品价格快速上涨的势头逐渐得到遏制，本周农业部披露的食品价格基本持平上周，已不再继续上涨。

本周国信高频宏观扩散指数A转为正数，指数B小幅上行。从分项来看，本周消费领域景气有所上行，投资领域景气有所下行，房地产领域景气基本不变。从季节性比较来看，本周指数B标准化后小幅上行，但上行幅度仍逊于历史平均水平，指向国内以房地产、基建为代表的经济动能依然偏弱，但边际上较上周有所改善。

基于国信高频宏观扩散指数对资产价格进行预测，显示当前国内利率和上证综合指数均偏低，预计下周（2024年9月6日所在周）十年期国债利率、上证综合指数均将上行。

周度价格高频跟踪方面：

（1）本周食品价格持平上周，非食品价格下跌。预计2024年8月CPI食品环比约为3.5%，非食品环比约为-0.1%，CPI整体环比约为0.6%，8月CPI同比或继续上升至0.8%。

（2）8月上旬国内流通领域生产资料价格继续下跌，8月中旬继续下跌且跌幅有所扩大，显示工业品价格走势仍偏弱。预计2024年8月国内PPI环比约为-0.5%，PPI同比回落至-1.5%。

风险提示：政策刺激力度减弱，经济增速下滑。

证券分析师：李智能（S0980516060001）、董德志（S0980513100001）

### ◆ 固定收益投资策略:2024年9月转债市场研判及“十强转债”组合

权益右侧信号出现是转债估值修复的必要条件，持续关注回售及减资清偿风险，中期对多数转债修复面值债底保持信心：

- 近期部分权益类账户、私募资金、信托等风险偏好更高的资金对转债资产关注度提升，入场寻找个券错杀机会，短期内构成增量资金，助力转债市场企稳；8月最后一周转债估值企稳迹象明显，转债市场溢价率急剧压缩或已结束；然而，更广泛的资金入场仍需等待权益右侧信号出现；

- 展望后市，我们认为市场风险主要在于，若股市延续长期弱势，则触发回售条款公司将增加，下修条款对于促转股的作用被削减，转债到期还本付息的比例将显著上升，后续投研需密切跟踪临近回售和到期发行人现金储备情况；乐观情形下，权益市场持续回暖，转债股性得到修复，信用忧虑得也可得到缓释；此外，近期债市流动性偏紧，部分交易日利率波动较大，需警惕较大规模赎回导致的转债市场流动性进一步挤压；

- 中长期看，转债市场生态正在经历显著变化，机构投资策略及标的定价逻辑均纳入更多对于发行人偿债能力、促转股能力及意愿的考量，由于权益市场持续低迷、小盘股表现劣于大盘，预计转债转股退出比例将下降，违约率将略有提升；然而，我们认为有三点积极因素不可忽视：

- 其一，下修条款和可转股的性质对于转债而言意味着即便违约，回收率和回收速度也有传统信用债不可比拟的优势；

- 其二，公募转债发行人均为上市公司，性质与2018年民企违约潮主体不同，其对于“保壳”有较强诉求；目前来看山鹰、塞力等弱资质发行人在面临到期和回售时积极筹措兑付资金且与投资者密切沟通、公告兑付进展，转债价格也得到修复；

- 其三，投资者更新对于转债资产风险和波动率的认知后，部分不能承受其波动的资金撤出市场，筹码结构或已完成再平衡；

总的来看，目前偿债能力较好且与市场积极沟通，但价格仍低于面值及债底的个券数量甚多，我们认为

此种现象属于市场过度悲观定价，中期看好破面破债底范围收缩至确有兑付风险且发行人不作为的个券之内；

择券方面，从转债债性和股性分别出发，分解后续转债收益来源：

- 债性出发，由于保险、理财欠配仍是大背景，转债市场存在不少 YTM 高于同评级信用债的标的，可挖掘信用替代机会，寻找两年内到期，YTM 大于 3%，评级高于 AA-且偿债能力指标表现较好的品种，如海亮、合兴、家悦、利群、亚泰、好客等；另一方面，当前跌破面值品种中或存在部分错杀标的，关注转债价格“正常化”的机会；

- 股性出发，由于本轮下跌中机构持仓占比与跌幅正相关，待权益市场企稳后，大盘成长高端制造品种估值有望率先修复，此类转债债底保护作用也更强，关注 105-115 元无信用担忧的中大规模平衡型转债，如韦尔、温氏、立讯、拓普、环旭、科数等；若风险偏好快速回升，可关注溢价率压缩至 10% 以内的正股替代品种，如龙净、花园、东亚、博杰、佳禾、翔丰等；中报业绩主线可关注豪鹏、烽火、精测、博威等；

综合市场观点及转债价格、溢价率、余额等，2024 年 9 月“十强转债”组合为：博 23 转债、温氏转债、海亮转债、科数转债、力合转债、韦尔转债、冠宇转债、爱玛转债、拓普转债、豪能转债。

证券分析师： 王艺熹（S0980522100006）、董德志（S0980513100001）

联系人： 吴越

#### ◆ 固定收益投资策略：债海观潮，大势研判（九月债市魔咒能否打破？）

Ø 行情回顾：7 月经济数据走稳，金融数据迎来反弹，政策利率持平。利率债方面，8 月利率先下后上，债市大幅调整，波动明显加大。信用债方面，8 月下半年月信用利率背离，信用利差大幅走阔，中短期限品种利差回升到 2023 年底水平。违约方面，8 月上实租赁和西安建工首次违约，违约风险有所回升；

Ø 海外基本面：美国经济景气分化，就业市场下滑明显；美国通胀继续降温，通胀预期震荡向下；欧日经济景气继续上升，通胀低位企稳；

Ø 国内基本面：7 月国内经济增速基本持平 6 月，其中工业增速小幅回落，服务业增速小幅回升。根据测算，2024 年 7 月国内实际 GDP 同比约为 4.9%，持平 6 月。高频跟踪来看，2024 年 8 月国信高频宏观扩散指数 B 明显下行，表现逊于历史平均水平，表明 8 月国内经济增长动能偏弱；价格方面，8 月国内 CPI 同比或继续上升，但 PPI 同比或明显下行；

Ø 货币政策：《二季度货币政策执行报告》新增推动金融高质量发展，加强逆周期调节，增强经济持续回升向好态势，为完成全年经济社会发展目标任务营造良好的货币金融环境； Ø 热点追踪：在诸多甚至可能相互背离的指标中，如何敏锐地捕捉货币政策方向调整和力度变化？

Ø 大势研判：近些年 9 月债市均出现牛市调整，触发原因不一。刚刚过去的 8 月债市交易趋冷，信用债调整幅度较大。展望 9 月，我们倾向于信用债存在修复行情；

证券分析师： 赵婧（S0980513080004）、董德志（S0980513100001）、李智能（S0980516060001）、季家辉（S0980522010002）

联系人： 田地

#### ◆ 固定收益快评：可交换私募债跟踪—私募 EB 每周跟踪（20240826-20240830）

我们定期梳理从公开渠道可获得的最新的可交换私募债（私募 EB）项目情况，对私募可交换债项目做基本要素跟踪，私募发行条款发行过程可能有更改，请以最终募集说明书为准，发行进度请与相关主承销商咨询。

本周无新增项目信息（部分项目因合规原因未予列示）；

- 风险提示

项目获批进度不及预期，经济增速下滑。

证券分析师： 王艺熹（S0980522100006）、董德志（S0980513100001）

联系人： 吴越

### ◆ 固定收益周报:超长债周报-交易活跃度继续保持在低位

超长债复盘：上周信用债赎回“负反馈”担忧，央行官网添加“国债买卖”板块，债市小幅回调，全周超长债小跌。成交方面，上周超长债交投活跃度有所回升，交投较不活跃。利差方面，上周超长债期限利差持平，品种利差缩窄。

超长债投资展望：

30年国债：截至8月30日，30年国债和10年国债利差为19BP，处于历史极低位置。二季度GDP同比回落至4.7%，经济增速有所放缓，政策稳增长诉求上升。7月经济数据和6月持平，稳增长政策仍需发力。上周超长债成交活跃度继续保持在低位，预计近期债市仍将区间波动为主。当前30年国债期限利差较低，短周期介入30年国债品种需谨慎。

20年国开债：截至8月30日，20年国开债和20年国债利差为3BP，处于历史极低位置。二季度GDP同比回落至4.7%，经济增速有所放缓，政策稳增长诉求上升。7月经济数据和6月持平，稳增长政策仍需发力。上周超长债成交活跃度继续保持在低位，预计近期债市仍将区间波动为主。当前20年国开债品种利差偏低，短周期介入20年国开债品种需谨慎。

一级发行：上周超长债发行量大增。和上上周相比，超长债总发行量大幅增加。

成交量：上周超长债交投较不活跃。和上上周相比，上周超长债交投活跃度小幅上升。

收益率：上周信用债赎回“负反馈”担忧，央行官网添加“国债买卖”板块，债市小幅回调，全周超长债小跌。

利差分析：上周超长债期限利差持平，绝对水平依然偏低。上周超长债品种利差缩窄，绝对水平极低。

风险提示：政策调整滞后，经济增速下滑。

证券分析师： 赵婧（S0980513080004）、董德志（S0980513100001）、季家辉（S0980522010002）

### ◆ 固定收益周报:转债市场周报-情绪边际转暖，静待右侧确认

上周市场焦点（8月26日-8月30日）

股市方面，上周权益市场先抑后扬，周五成交量突破8000亿，市场情绪有所回暖，全周科技、电力设备、化工等板块表现较好，受部分银行股业绩不够理想、政策压力可能导致息差下行等影响，前期涨幅较大的银行板块调整较多。债市方面，上周公布的MLF与OMO利率与前月持平，全周央行公开市场净投放5040亿元资金，跨月资金面总体偏松，但周初在赎回风险影响下，债市情绪较差，利率上行较多；全周来看，10年期国债利率收于2.17%，较前周上行1.57bp。转债市场方面，上周转债个券多数上涨，中证转债指数全周+1.84%，价格中位数+2.98%，我们计算的转债平价指数全周-0.01%，全市场转股溢价率与上周相比-0.43%。

观点及策略（9月2日-9月6日）

权益右侧信号出现是转债估值修复的必要条件，持续关注回售及减资清偿风险，中期对多数转债修复面值债底保持信心：

近期部分权益类账户、私募资金、信托等风险偏好更高的资金对转债资产关注度提升，入场寻找个券错杀机会，短期内构成增量资金，助力转债市场企稳；8月最后一周转债估值企稳迹象明显，转债市场溢价率急剧压缩或已结束；然而，更广泛的资金入场仍需等待权益右侧信号出现；

展望后市，我们认为市场风险主要在于，若股市延续长期弱势，则触发回售条款公司将增加，下修条款对于促转股的作用被削减，转债到期还本付息的比例将显著上升，后续投研需密切跟踪临近回售和到期发行人现金储备情况；乐观情形下，权益市场持续回暖，转债股性得到修复，信用忧虑得也可得到缓释；此外，近期债市流动性偏紧，部分交易日利率波动较大，需警惕较大规模赎回导致的转债市场流动性进一步挤压；

中长期看，转债市场生态正在经历显著变化，机构投资策略及标的定价逻辑均纳入更多对于发行人偿债

能力、促转股能力及意愿的考量，由于权益市场持续低迷、小盘股表现劣于大盘，预计转债转股退出比例将下降，违约率将略有提升；然而，我们认为有三点积极因素不可忽视：

（1）下修条款和可转股的性质对于转债而言意味着即便违约，回收率和回收速度也有传统信用债不可比拟的优势；（2）公募转债发行人均为上市公司，性质与 2018 年民企违约潮主体不同，其对于“保壳”有较强诉求；目前来看山鹰、塞力等弱资质发行人在面临到期和回售时积极筹措兑付资金且与投资者密切沟通、公告兑付进展，转债价格也得到修复；（3）投资者更新对于转债资产风险和波动率的认知后，部分不能承受其波动的资金撤出市场，筹码结构或已完成再平衡；

总的来看，目前偿债能力较好且与市场积极沟通，但价格仍低于面值及债底的个券数量甚多，我们认为此种现象属于市场过度悲观定价，中期看好破面破债底范围收缩至确有兑付风险且发行人不作为的个券之内；

风险提示：政策调整滞后，经济增速下滑。

证券分析师： 王艺熹（S0980522100006）、董德志（S0980513100001）

联系人： 吴越

### ◆ 策略深度：2024 年中报深度解析（一）：景气修复的路径与波折

Ø整体概览：分子端磨底修复过程仍存在波折，各上市板正增率边际走弱。1）24 中报全 A、全 A 非金融、全 A 两非归母净利润整体法同比增速分别为-2.6%、-5.8%、-6.6%，整体法&中位数口径下的修复路径出现背离，整体法优于中位数；2）分上市板看，主板中位数口径变化不大，整体法口径下边际改善 2.27pct，创业板、科创板中报业绩增速分别为-4.0%、-25.2%，较 1Q24 走弱明显；3）正增率及边际变化方面，中证 100、沪深 300 在 2024 年上半年分子端表现更稳健。Ø一级行业业绩综述：正增率普遍下滑，行业景气仍相对稀缺。1）石油石化、食品饮料、汽车、公用事业预喜\正增率更高，数量占比口径预喜\正增率在 50%+，市值占比口径预喜\正增率在 75%+；2）农业、社服、电子、汽车整体法口径下增速占优，汽车、电子、石油石化、轻工中位数增速超过 10%；3）综合整体法&中位数口径，边际改善的行业包括煤炭、基础化工、农业、非银；4）行业整体业绩正增长且微观企业层面出现边际改善的行业仅有农业、通信、非银。Ø细分行业业绩综述：核心边际改善方向集中在上游和 TMT，受制于基数效应，“真景气”细分方向较少。

1）上游板块近半数二级行业出现显著边际改善，包括煤炭开采、金属新材料、工业金属、小金属、能源金属、普钢、化学原料、农化制品；

2）中游制造业方面，整体法口径中报增速较高的行业包括航海装备、汽车零部件、摩托车及其他；中位数口径下仅有航海装备、商用车 2 个行业净利润增速在 20%以上，边际改善品种包括其他电源设备、风电设备、航天装备、摩托车及其他；其中航天装备前期增速较低，20+pct 边际改善对应的绝对增速仍为-50%以下；

3）可选消费方面，中位数口径下造纸、互联网电商业绩增速超过 30%，轻工、美护所有细分行业 1H24 净利润正增长，边际改善较为明显的主要是贸易、互联网电商；

4）必选消费方面，农业整体转暖，饲料、渔业、养殖业交叉验证下具备边际改善，整体法口径下增速在 30%以上的二级行业包括饲料、渔业、养殖业、化学制药、调味品；中位数口径下增速在 30%+的行业仅有饲料、养殖业，其中饲料连续两个季度中位数增速高于 30%；食品饮料行业除食品加工以外的二级行业延续一季报的边际下滑趋势；

5）TMT 板块中，电子各细分行业景气度较高，修复持续，除半导体、电子化学品外，其余二级行业中报中位数增速均超过 10%；计算机设备连续两个季度个位数增长，整体法、中位数口径中报业绩增速分别为 6.0%、3.9%，行业长尾效应显现，体现在整体法边际改善但中位数增速边际走弱；

6）金融地产有改善，主要体现在证券和保险行业，但两者增速方向相反，证券行业整体法、中位数口径均在降速；房地产服务、房地产开发出现分化，房地产服务小幅改善，中位数增速改善 5.6pct；

7）航空机场增速亮眼，燃气、物流边际改善。

Ø行业比较：“高增长( $G > 20\%$ ) + 强改善( $\Delta G > 5pct$ )”方向。1）上游资源：化学原料、工业金属、

小金属；2) 下游消费：互联网电商、饲料、养殖

风险提示：历史复盘对未来指引有限；部分行业因个别企业未按期限披露导致的统计误差；本文个股仅作为复盘梳理，不涉及主观意见及推荐

证券分析师： 陈凯畅（S0980523090002）、王开（S0980521030001）

#### ◆ 策略专题:ESG 月度观察——经济发展绿色转型步伐加快

热点事件：绿色发展政策在本月密集落地。8月11日，国务院印发《关于加快经济社会发展全面绿色转型的意见》，这是中央层面首次对加快经济社会发展全面绿色转型进行系统部署。8月11日，国务院印发《关于加快经济社会发展全面绿色转型的意见》，这是中央层面首次对加快经济社会发展全面绿色转型进行系统部署。《意见》提出两个阶段目标，到2030年，经济社会发展全面绿色转型取得显著成效；到2035年，经济社会发展全面进入绿色低碳轨道，碳排放达峰后稳中有降，美丽中国目标基本实现。8月24日，中央网信办等十部门秘书局（办公厅、综合司）联合印发《数字化绿色化协同转型发展实施指南》。《实施指南》从创新引领、协同推进、开放合作、务求实效等四个方面，明确了推进双化协同工作的基本原则。8月29日，国务院新闻办公室发布《中国的能源转型》白皮书。白皮书全面介绍、展示了中国在推动形成能源绿色消费新模式、构建新型能源体系、持续深化绿色能源国际合作等方面取得的积极成效。

国内 ESG 公募基金规模及资金流动：根据 windESG 基金统计口径，截至 2024 年 6 月末，国内现存 545 支 ESG 基金，最新可得规模为 5149 亿元，总体规模相较于 2024 年 3 月末减少 54 亿元。按投资主题分，纯 ESG 基金规模为 420 亿元，占比为 8.15%；ESG 策略基金规模为 1149 亿元，占比为 22.32%；环境保护主题基金规模为 2022 亿元，占比为 39.27%；社会责任主题基金规模为 1304 亿元，占比为 25.33%；公司治理主题基金规模为 253 亿元，占比为 4.92%。2024 年 2 季度，国内 ESG 基金单季度资金净流入为 100.19 亿元。其中，纯 ESG 基金，ESG 策略基金，环境保护主题基金、社会责任主题基金分别净流入 39.2 亿元、6.97 亿元、-80.77 亿元、128.07 亿元。

国内 ESG 基金本月业绩：国内 ESG 基金普遍为负收益，2024 年 8 月，国内 ESG 基金大部分取得负收益，收益平均数及中位数分别为-4.04%、-4.17%。ESG 策略基金负收益幅度较小，环境主题基金本月表现较差。

学术前沿：李向前等（2024）基金开展 ESG 投资能够获得超额收益，并且这一效果在疫情发生后和经济政策不确定性较卡时更加明显。俞莹等（2024）企业良好的 ESG 表现促进了企业价值的提升，并且公司规模越大、成立年限越长、公司杠杆越低和股权集中度越高的企业，越有利于企业价值的提升。Yin 等（2024）发现企业在面临更高的气候风险时，会倾向于提升其在环境、社会和治理方面的表现。Vestrelli 等（2024）发现气候风险披露与公司市值之间存在正相关关系。

风险提示：(1) 海外低碳经济发展过程中遇到波折；(2) 全球经济增长和低碳环保间权衡取舍对 ESG 投资节奏的短期扰动。

证券分析师： 王开（S0980521030001）

联系人： 李晨光

#### ◆ 策略专题:多元资产配置系列（十二）-本轮降息周期对 A 股有何种意味

历次降息周期下的全球权益市场演绎复盘：美联储开启降息周期时 A 股表现往往颇具韧性。回溯历次美联储降息周期并区分其降息原因，可将降息周期分为海外衰退式降息和预防式降息；根据杰克逊霍尔年会上鲍威尔的表述，本次更贴近海外衰退式降息。全球权益市场走势在降息周期存在一定一致性，衰退式表现为和美国新增非农就业人数同步磨底的 V 字型走势，预防式降息主要权益市场均上涨，上证指数在衰退式降息区间展现了较好的弹性与支撑力。首次降息后 5 个交易日表现 H 股>A 股>美股，首次降息后一个月内表现美股>H 股>A 股，整个降息周期里美股、A 股表现较优。本次处在内需景气震荡磨底时期，分子端盈利不振对冲了分母端估值提振效果，因此相比大势行情更需关注结构机会。

A 股风格研判：成长存在动能，资金偏好大盘。联储降息及带来的海外流动性压力缓释对国内股市总量

和结构均有提振。前两轮降息周期，2007-2008 小市值风格主导，2019-2020 成长风格主导，小盘成长占优。成长/价值风格强弱取决于美债利率走势，市值风格取决于增量资金结构。回归本轮市场，随着本轮海外流动性的逐步宽松和新一轮科技周期的开启，大盘成长或成为本轮降息周期优势风格。

A 股行业配置：关注中报高增速行业。过去三轮降息周期中，A 股优势行业完成了从金融基建到 TMT、医药的转变，背后反映的是 A 股成长板块的切换，更准确的来说是高增速板块的切换。在寻找本轮降息周期优势行业时，短期应考虑对融资成本较为敏感、对美债利率下行较敏感的行业；长期关注基本面景气修复逻辑较硬且有估值催化、增量外资偏好行业。取基本面、折现模型、资金面最大公约数，降息周期内收益最大者为景气度较高的成长属性科技行业。

风险提示：（1）海外地缘政治冲突不确定性；（2）美国大选结果的不确定性；（3）海外降息时间和幅度的不确定性。

证券分析师：王开（S0980521030001）、陈凯畅（S0980523090002）

## ◆ 策略月报：全球降息潮下的风险资产重估

### 1. 货币-信用“风火轮”：延续宽货币、紧信用格局

信用方面，7 月我国新增社融 7724 亿元，低于万得一致调查值（9536 亿元）。其中新增人民币贷款 2600 亿元，低于万得一致调查值（4561 亿元）。狭义货币条件指数提示短端利率有下行空间，流动性持续宽松；广义货币指数提示信用紧缩还在继续，上行节点预计出现在三季度后。在货币-信用“风火轮”2.0 版本中，宽货币、紧信用格局下，以往经验显示债市胜率高于股市和商品。而短期来看，8 月利率走势相比倒 V 型更接近 N 型，债券震荡调整后胜率依然有待提升。

### 2. 2024 年 9 月大类资产价格展望

海外降息前景推动下，股市分母端存在利好但分子端仍待提振。当下国内的内需表现承压，通胀水位较低，拖累分子端并一定程度上抵消了海外降息对分母端的助力。在以旧换新、特别国债续作等政策提振下，8 月末股市迎来强力反弹，后续市场表现仍将围绕政策段博弈展开，大势上关注政策进一步的提振，从股市赔率和债券胜率来看可以进一步提升股市的结构行业布局组合的收益增厚。

政策利率仍有下调空间，长债博弈需谨慎。当下货币政策仍是需求提振的主要发力点，利率下行的趋势没有改变。但对于长期利率而言，其节奏一方面有赖于财政刺激下的基本面演进，一方面与政策风向密切相关，长债博弈需谨慎。

美联储 9 月降息前景助推人民币强势。美联储 9 月降息几乎已成定局，人民币在 8 月取得全年最高涨幅。展望后市，也需警惕降息落地后的汇率波动。

商品市场继续分化，黄金破局仍待时机。就黄金而言，最为重要的中长期因素在于全球央行，其购金趋势是边际决定要素，但央行购金行为也和金价走势息息相关。年内黄金价格演绎的“主因”在于地缘冲突的演绎情况与美国总统大选对全球风险程度的提升，“次因”在于通胀走势与降息前景。

根据国内定量配置模型，我们对 9 月份国内资产的配置建议为：

积极配置情景：股票、债券、原油、黄金分别为 100%、0%、0%、0%；

稳健配置情景：股票、债券、原油、黄金分别为 15%、85%、0%、0%。

### 3. 2024 年 8 月末-9 月初中观指数最新信号：计算机景气修复

根据 8 月份的中观行业景气指数，景气上行的行业有计算机、汽车、医药生物、建筑装饰、非银金融、有色金属等。

### 4. 全球资产配置：印度、法国配置价值凸显

根据我们的全球资产配置模型，9 月份 A 股之外全球主要股市的配置比例为：美国（12.43%）、德国（1.55%）、法国（13.98%）、英国（12.43%）、日本（0.78%）、越南（12.43%）、印度（13.98%）、中国香港（12.43%）。余下 20%比例按模型假设配置无风险收益产品。

风险提示：1）基本面修复节奏偏缓；2）海外地缘政治事件爆发；3）美联储货币政策不确定性。

证券分析师：王开（S0980521030001）

联系人：郭兰滨

## 行业与公司

### ◆ 电新行业周报:光伏产业链周评（8月第5周）-1-7月光伏新增装机同比增长27%，光伏板块中报业绩普遍承压

#### 【产业链价格】

主链方面，硅片企业上调报价，但尚未在本周平均交易价格中体现。P型方面，硅料、182硅片、双玻价格环比持平，电池片价格下跌0.01元/W至0.29元/W。N型方面，硅料价格环比持平，182硅片价格下跌0.02元/片（0.002元/W）至1.07元/片（0.133元/W），高效TOPCon电池片价格下跌0.01元/W至0.28元/W，高效TOPCon双玻组件价格下跌0.02元/W至0.77元/W。数据详见P8表1。本周N型硅料单W毛利约-0.009元，硅片+电池+组件一体化单W毛利约-0.080元；P型硅料单W毛利约-0.016元，硅片+电池+组件一体化单W毛利约-0.108元。

本周辅材价格相对稳定，银浆价格小幅上涨。本周，银粉价格上涨10元/kg至7830元/kg，受此影响，主栅正银价格上涨63元/kg至7503元/kg，细栅正银价格上涨63元/kg至7553元/kg，背银价格上涨42元/kg至4988元/kg。白色CPC背板价格下跌0.05元/平至5.25元/平。聚酯切片价格下跌50元/吨至6665元/吨。铜材价格上涨750元/吨至7.1万元/吨。其余辅材价格环比基本持平。数据详见P13表4。

2024年初以来累计招标104.9GW，同比-32%，主要系因部分招标需求提前至2023年12月释放。2023年全年累计招标293.8GW，同比+85%。

组件出口方面，7月我国组件出口环比减弱；欧洲组件出口同比改善。7月我国光伏组件出口24.7GW，同比增长44%，环比下滑8%。其中7月组件出口欧洲9.3GW，同比增长24%，环比下滑8%；7月组件出口印度1.76GW，同比增长160%，环比增长14%。

#### 【公司公告&行业要闻】

硅片企业上调N型硅片报价：近日，隆基绿能和TCL中环先后上调硅片价格。TCL中环硅片报价为，G10N 1.15元/片，G12RN 1.3元/片，G12N 1.5元/片；隆基绿能硅片报价为，N-G10L 1.15元/片，N-G12R 1.3元/片，新报价平均上调5分/片。

7月我国光伏新增装机21GW：根据国家能源局数据，7月我国光伏新增装机21.05GW，同比+12%，环比-10%；1-7月累计新增装机123.53GW，同比+27%；截至7月末，我国太阳能累计装机735.57GW，占全国发电装机总量的23.7%。

上海启动首轮海上光伏项目竞争配置：8月26日，上海市发改委印发《上海市“风光同场”海上光伏开发建设方案》，2024年上海将启动首轮海上光伏项目竞争配置，规模不低于1GW，首轮竞争配置项目作为上海市保障性并网项目；2025年开展其余海上光伏项目竞争配置和开发建设，投资主体配套建设新型储能装置，出力不低于海上光伏装机容量的20%。

梅耶博格暂停美国扩产计划：近日，瑞士光伏制造商梅耶博格宣布暂停在美国科罗拉多州投建工厂的计划，该工厂拥有2GW的HJT电池片年产能，原计划为亚利桑那州HJT组件工厂提供电池片。该项目延迟或搁置的原因，主要是因为政府补贴规则模糊、市场环境恶化、需求放缓、人才短缺，以及美国大选年缺乏政策确定性。

TCL中环：拟加快Maxeon重组暨对外投资方案实施落地，即在2024年8月26日后（美国反垄断审查等待期结束和已获得的外部监管审批已达成）相关协议生效后且未收到境外其他监管审批否决意见的条件下实施本次定增交易。交易实施后MAXN将并入公司合并报表范围内，成为公司控股子公司。

德业股份：公司及全资子公司浙江新能源拟终止在海宁市黄湾镇投资微型逆变器生产制造、逆变器研发项目，并与海宁市黄湾镇人民政府签订《解约协议》。

#### 【行情复盘】

光伏板块显著反弹，本周申万光伏设备指数上涨 7.1%。个股方面，本周上能电气上涨 18.0%，阳光电源上涨 13.0%，TCL 中环上涨 11.4%。

#### 【投资建议】

建议关注福莱特、信义光能、聚和材料、阳光电源、通灵股份、宇邦新材、第一太阳能（First Solar）、晶科能源、天合光能、隆基绿能、福斯特、迈为股份、金博股份、爱旭股份、东方日升、通威股份、海优新材、固德威、德业股份、上能电气。

【风险提示】原材料价格下降不及预期，全球贸易形势变化，行业竞争加剧，政策变动风险。

证券分析师： 李恒源（S0980520080009）、陈抒扬（S0980523010001）、袁阳（S0980524030002）

### ◆ 海外市场专题：美股 ETF 投资指南系列之三——全球 ETF 资产配置组合策略研究

美国上市交易的 ETF 具有品种丰富、交易便捷、成本低廉、风险分散、透明度高特点，使其成为进行全球资产配置的合理选择。美国市场上存在丰富的 ETF 品种，涵盖了股票、债券、商品、外汇等主要大类资产类别和全球几乎所有主要市场，投资者可以通过投资 ETF 轻松实现全球资产配置。此外，ETF 还可以按照行业、主题、风格等维度进行细分，投资者可以根据自己的投资偏好选择不同的 ETF。很多 ETF 的交易活跃，流动性极高，投资者可以随时买入或卖出，无需担心流动性不足的问题。通过投资于多只 ETF，可以将投资风险分散到不同的资产类别、行业和地区，降低投资组合的波动性。

构建 ETF 投资组合可以增强分散化效果，提升整体收益性价比。近年来，全球经济环境的复杂性和不确定性逐步加剧，通过跨地域、跨资产类别的分散投资，可以帮助投资者有效降低单一市场或资产的不利变动对整个投资组合的影响，同时捕捉到不同市场的投资机会，而能否真正实现风险分散的关键是投资标的间的相关性如何。如果投资组合中的资产价格波动高度相关，那在市场下跌时会同时受到影响，减弱分散投资的效果，反之，资产间的相关性越低，风险分散的效果则越好。

常见 ETF 投资策略组合探究与业绩回顾：

经典的 60/40 投资组合：由 60% 的股票和 40% 的债券构成。股票部分通常是大盘指数或广泛的股票市场，债券部分则包括政府债券或高质量企业债券。旨在通过股票获取增长，同时通过债券降低波动性和风险，适合大多数风险承受能力中等的长期投资者。

哈利布朗的永久投资组合：由等比例的四类资产构成：25% 股票、25% 长期国债、25% 现金或短期债券、25% 黄金，用于应对各种经济环境（通胀、通缩、繁荣、衰退），通过分散不同经济周期中的风险来保值增值。

达里奥全天候组合：组合主要包括 30% 股票、40% 长期国债、15% 中期国债、7.5% 黄金、7.5% 大宗商品，旨在通过在不同经济环境下表现稳定的资产类别，实现全天候（任何经济环境下）的稳定回报。

里克法利的核心 4 组合：基于 6 大投资主题和 4 种风险偏好可构建 24 种投资组合，主要包含美股、国际股票、美国房地产 REITs、美国综合债券等核心资产，可以提供简洁且广泛的市场覆盖，适合希望通过简单的资产配置实现多样化投资的投资者。

史文森捐赠基金组合：由耶鲁大学首席投资官大卫史文森提出，包括 30% 美国股票、20% 国际股票、20% 美国房地产 REITs、30% 美国国债及国债通胀保值债券（TIPS），旨在通过多元化资产配置，平衡风险与回报，适合长期投资尤其是机构和基金管理。

ETF 组合策略优化可以聚焦于以下方向：风险平价策略平衡各资产的风险贡献；均值方差优化可以最大化在给定风险下的收益；目标风险下收益最优和目标收益下风险最小分别优化给定水平下的收益和风险；索提诺比率最优策略侧重于最大化超额收益，注重下行风险，适合风险厌恶型投资者。

风险提示：全球宏观经济基本面的不确定性，地缘政治的不确定性，成分股重叠风险，权重股集中度过高，历史表现不代表未来，组合有效性以及资产间的相关性可能随市场环境变化。

证券分析师： 王学恒（S0980514030002）、徐桢霖（S0980522060001）

### ◆ 海外市场专题：港股市场速览-港股上方空间打开，维持缓慢上行趋势

股价表现：大盘维持稳步上行

本周，港股维持了缓步上行走势。恒指涨 2.1%，恒生综指涨 1.8%。风格上，大盘（恒生大型股+1.9%）>中盘（恒生中型股+1.3%）>小盘（恒生小型股+1.1%）。

概念指数中，上涨幅度居前的有恒生医疗保健（+3.7%）、恒生消费（+3.4%）、恒生香港 35（+2.7%）、恒生汽车（+2.7%）；表现较弱的有恒生金融（+0.6%）、恒生公用事业（+0.7%）。

港股通行业中，24 个行业上涨，6 个行业下跌。涨幅居前的行业有：消费者服务（+6.1%）、纺织服装（+5.6%）、医药（+5.2%）、石油石化（5.1%）、食品饮料（+4.7%）；跌幅居前的行业有：国防军工（-4.2%）、建材（-1.5%）、电力及公用事业（-1%）、银行（-0.8%）、机械（-0.6%）。

资金强度：资金总体加速回流

本周，港股通个股加速回流，幅度居中，总体日均资金强度（日均涨跌 x 日均成交量）为 2.8 亿港元/日；上周为+560 亿港元/日；近 4 周平均为+1.2 亿港元/日；近 13 周平均-6580 亿港元/日。

分行业看，21 个行业资金流入，8 个行业资金流出，1 个行业基本不变。资金流入较显著的行业有：消费者服务（+8980 亿港元/日）、非银行金融（+5030 亿港元/日）、医药（+3110 亿港元/日）、汽车（+3010 亿港元/日）、石油石化（+2400 亿港元/日）；资金流出量较大的行业有：银行（-3500 亿港元/日）、电力及公用事业（-910 亿港元/日）、机械（-800 亿港元/日）、有色金属（-530 亿港元/日）、建材（-140 亿港元/日）。

盈利预期：维持较优上修节奏

本周，港股通总体法 EPS 增长 0.4%。

结构上，16 个行业 EPS 预期上修，12 个行业 EPS 预期下修。上修幅度较大的行业有：钢铁（+7.1%）、消费者服务（+3.4%）、石油石化（+2.5%）、纺织服装（+1.6%）、非银行金融（+1.4%）；业绩预期下修幅度较大的行业有：电力设备及新能源（-23.2%）、基础化工（-10.3%）、建材（-5.3%）、轻工制造（-3.6%）、计算机（-2.9%）。

投资建议：缓慢上行趋势或将得到延续

本周，恒生指数突破 60 日均线，在周五最高达到 18200，收于 18000，但股指期货在夜盘收于 17800 附近。我们认为，恒指突破 60 日均线，下方有有效的技术支撑（120 日均线，目前约为 17600），上方空间已经进一步打开。权重股方面，美团二季度业绩 BEAT 市场一致预期，为上涨提供了催化。

总体上，我们认为港股接下来有望延续稳步上行的趋势，但可能节奏较缓，建议投资者逢低布局，恒指 17700 将会是较优的成本。中观层面，维持推荐恒生公用事业、恒生香港 35、恒生金融、恒生互联网。

风险提示：经济基本面的不确定性，国际政治局势的不确定性，美国财政政策的不确定性，美联储货币政策的不确定性。

证券分析师：王学恒（S0980514030002）、张熙（S0980522040001）

## ◆ 海外市场专题：美股市场速览-美股上行势头趋弱

美国 PCE 数据显示消费稳定，控通胀处在正轨上...

8 月 30 日，美国个人消费支出数据公布，总体呈现出量价皆稳的状态。量方面，个人消费支出环比+0.5%（共识+0.3%，上月+0.3%）；价方面，PCE 物价指数同比+2.5%（共识+2.6%，上月+2.5%），环比+0.16%（共识+0.2%，上月+0.06%）；核心 PCE 物价指数同比+2.6%（共识+2.7%，上月+2.6%），环比+0.16%（共识+0.2%，上月+0.16%）。

观察 PCE 物价指数结构，商品价格持平，耐用品降价（环比-0.3%），非耐用品小幅涨价（环比+0.1%）。服务业价格环比+0.2%，涨价幅度较大的有房租（环比+0.4%）、文娱服务（环比+0.8%）、金融服务（环比+0.5%）；降价的有交运服务（环比-0.1%）。

...密歇根大学问卷数据亦揭示相似格局

8 月 30 日，密歇根大学问卷数据终值发布，与 PCE 数据形成交叉验证。其中，消费者信心指数报 72.1（前值 72.1），消费者现状指数报 61.3（前值 60.9），情绪指数 67.9（共识 67.8，前值 67.8），通

胀预期 2.8%（前值 2.9%），5 年通胀预期 3%（前值 3%）。

其他宏观经济数据

8 月 27 日，美国消费者信心指数公布。8 月读数 103.3（共识 100，上月 101.9）。

8 月 29 日，美国失业数据公布。初次失业申报 23.1 万人（共识 23.2 万人，上周 23.3 万人）；持续失业申报 186.8 万人（共识 187 万人，上周 185.5 万人）。

投资建议：科技巨头的价格焦虑或需要时间消化，但减仓必要性不强

本周，美股市场上的一系列数据均指向较为乐观的基本面：消费表现稳定，通胀处在正轨中，市场焦点英伟达的季度业绩也经受住了考验。

然而，美股的上行趋势在本周明显趋缓。标普 500 初步形成双重顶的技术形态，纳斯达克 100 勉强守住 60 日均线，道指创新高。市场总体呈现出退守大盘价值风格传统行业的格局。上述的表现说明，美股三季度乃至下半年的震荡走势或许尚未结束，市场短期内对科技巨头价格方面的焦虑并不一定会因为业绩而骤然消散，而是需要时间慢慢消化。

总体上看，我们的固有收益模型显示，美股从全局的角度看并没有显著的估值负担。因此，我们对美股的长线观点并没有发生变化，短期内也暂时看不到显著的潜在回撤。建议当下主要考虑持有观望，中长线的中观建议仍是纳斯达克 100+罗素 2000 价值（大盘成长+小盘价值），短线可适当配置标普 500（大盘均衡）或道琼斯（大盘价值）以平滑净值走势。

证券分析师：王学恒（S0980514030002）、张熙（S0980522040001）

#### ◆ 非银行业快评：评估外部冲击下资管产品赎回压力-基于债市波动和产品抽样的方法

国信非银观点：在监管政策推动下，资管产品净值化转型进程持续加快。面对外部冲击下，净值型产品波动情况和渠道端应对，既反映了资管新规后净值型产品形态变化，更体现了财富机构负债渠道的经营。为此，借助近期债券市场波动，我们从公募债基净值波动和理财样本规模变动角度进行分析，发现机构投资者、个人投资者在本轮债市波动中的行为有显著差异。具体体现为：1）机构投资者占比较高的债基，净值波动程度较个人投资者占比较高的债基大，且纯债债基、混合债基、被动债基净值在本轮债市波动中均有回撤；2）个人投资者占比较高的债基，短期纯债基、被动债基净值虽有波动，但均保持正收益，其中被动债基净值整体呈现连续上涨趋势；3）债券 ETF 份额规模在 8 月 29 日、30 日连续明显上升；4）样本理财（主要是按公允价值计量的最短持有期型、实时赎回型理财产品）合计资产规模小幅下降，但累计净值仍保持提升，整体对债券波动体现了较强防御特征。

证券分析师：孔祥（S0980523060004）、王德坤（S0980524070008）

#### ◆ 农业行业周报：农产品研究跟踪系列报告（124）-蛋白消费需求旺季临近，看好猪价景气延续

周度农产品价格跟踪：看好猪价下半年景气上行。

生猪：本周商品猪价环比下跌。8 月 30 日生猪价格 19.43 元/公斤，环比下跌 3.09%；7kg 仔猪价格 487 元/头，环比下跌 1.81%；淘汰母猪 13.86 元/公斤，环比下跌 4.68%。

白鸡：短期供需格局边际改善，中期看好猪价景气共振。8 月 30 日，鸡苗价格 3.27 元/羽，环比下跌 4.11%；毛鸡价格 7.38 元/千克，环比下跌 1.34%。

黄鸡：供给维持底部，需求逐步改善。青脚麻鸡价格 8 月 30 日为 5.23 元/斤，环比上涨 1.55%，同比下跌 13.12%。

鸡蛋：短期或迎季节性反弹，中期供应压力仍大。8 月 30 日，鸡蛋主产区价格 4.85 元/斤，环比下跌 2.81%，同比上涨 15.20%。

大豆、豆粕：供应宽松渐成趋势，中期盘面震荡下行。8 月 30 日大豆现货价为 4392 元/吨，环比下跌 0.41%；豆粕现货价 3052 元/吨，环比上涨 3.60%。

玉米：产区天气扰动，底部支撑偏强。8月30日国内玉米现货价2342元/吨，较上周同期上涨0.26%，较去年同期下降20.29%。

白糖：短期面临到港压力，中期关注产区天气。8月30日，国内广西南宁糖现货价为6270元/吨，较上周环比上涨1.13%。

橡胶：短期需求走弱，价格底部不悲观。8月30日，20号标胶上海现货价为13025元/吨，环比上涨1.68%，同比上涨31.37%。

核心观点：看好养殖布局，关注种子转基因催化。1) 生猪养殖：猪价表现偏强，看好板块下半年景气上行。2) 黄鸡：前期产能回落，未来有望与猪价反转同步共振。3) 白鸡：中期供给充足，有望随猪价反转开启高景气。4) 动保：关注非瘟疫苗、宠物疫苗等新品研发进展。5) 肉制品：今年猪价处于周期景气上行初期，看好双汇发展业绩上行及高分红。6) 饲料及宠物：饲料会向技术服务类企业集中，核心看好海大集团等。宠物板块出口表现较好，或迎来较好机会。7) 种植链：转基因商业化落地，看好技术领先种企迎来成长黄金期。糖市短期边际供需强弱，看好中期基本面。

投资建议：推荐养殖。1) 生猪推荐：华统股份、巨星农牧、唐人神、新五丰、天康生物、神农集团、温氏股份、牧原股份等；2) 禽推荐：立华股份、益生股份、圣农发展等；3) 肉制品推荐：双汇发展；4) 种业推荐：丰乐种业、隆平高科、大北农、登海种业等；5) 动保推荐：科前生物、回盛生物等；6) 饲料推荐：海大集团等。

风险提示：恶劣天气带来的不确定性风险；不可控动物疫情引发的潜在风险

证券分析师：鲁家瑞（S0980520110002）、李瑞楠（S0980523030001）、江海航（S0980524070003）

## ◆ 传媒互联网周报：7月游戏行业收入环比向上，新片供应不足导致暑期档票房下滑明显

传媒板块本周表现：行业上涨3.81%，跑赢沪深300，跑赢创业板指。本周（8.23-8.30）传媒行业上涨3.81%，跑赢沪深300（+0.25%），跑赢创业板指（+2.19%）。其中涨幅靠前的分别为广西广电、华立科技、三六五网等，跌幅靠前的分别为浙版传媒、中信出版、旗天科技、天娱数科等。横向比较来看，本周传媒板块在所有板块中涨跌幅排名第4位。

重点关注：OpenAI最新估值达1000亿美元，市场监管总局督导阿里巴巴集团完成三年整改，游戏市场景气度环比改善。1) OpenAI正在新一轮融资，成功后公司估值将突破1000亿美元。2) 8月30日讯，市监局督导阿里巴巴集团完成三年整改。3) 8月30日傍晚，国家新闻出版署网站公布8月份获批版号117个。4) 8月28日，据中国音数协游戏工委官方微信，《2024年7月中国游戏产业月度报告》发布，7月中国游戏市场收入278亿元，环比增长4.26%，同比下降2.83%。5) 暑期档收官，票房接近120亿元。

本周重要数据跟踪：暑期档电影票房突破116亿元。1) 本周（8月24日-8月30日）电影票房7.40亿元。票房前三名分别为《异形：夺命舰》（19,223.31万，票房占比25.9%）、《逆鳞》（10,025.74万，票房占比13.5%）和《重生》（8,840.37万，票房占比11.9%）；2) 综艺节目方面，《喜人奇妙夜》、《战至巅峰 第三季》、《超新星运动会第五季》、《喜剧之王单口季》和《中餐厅第八季》排名居前；3) 游戏方面，2024年7月中国手游收入前三名分别为点点互动《Whiteout Survival》、腾讯《PUBG MOBILE》和动视暴雪 & 腾讯《使命召唤手游》。

投资建议：景气度有望底部改善，长期看好新科技带动下的板块机遇。1) 8月117款新游戏获得版号、7月游戏市场收入环比增长4%，关注游戏行业底部机会，游戏板块推荐恺英网络、巨人网络等标的；暑期档票房破116亿，关注供给恢复之下的影视板块底部复苏可能，推荐渠道（万达电影、猫眼娱乐）以及内容（光线传媒、华策影视）；媒体端关注经济底部向上带来的广告投放增长（分众传媒、芒果超媒、哔哩哔哩等）；IP潮玩推荐泡泡玛特、阅文集团、姚记科技等；同时从高分红、低估值角度关注出版板块。2) OpenAI最新估值达1000亿美元，大模型加速发展带动AIGC应用端向上机会，重点把握IP、大模型及应用环节（具体标的见正文投资建议部分）。

风险提示：监管政策风险；业绩风险；商誉及资产减值风险等。

证券分析师： 张衡（S0980517060002）、陈瑶蓉（S0980523100001）

#### ◆ 特锐德(300001.SZ) 财报点评:电力设备业务稳健增长，充电网业务经营持续向好

公司 2024H1 实现归母净利润 1.93 亿元、同比+105%。公司 2024H1 实现营收 63.32 亿元，同比+13%；实现归母净利润 1.93 亿元、同比+105%；毛利率为 20.37%，同比+1.65pct。公司 2024Q2 实现营收 37.63 亿元，同比+4%、环比+46%；实现归母净利润 1.32 亿元，同比+78%、环比+114%；毛利率为 21.80%，同比+1.32pct、环比+3.52pct。

公司 2024H1 智能制造与系统集成业务稳步发展，盈利快速提升。公司 2024H1 智能制造与系统集成业务实现营收 36.74 亿元、同比+13%；毛利率为 21.64%、同比-0.57pct；实现归母净利润 2.13 亿元、同比+45%。公司在发电侧、电网侧、用户侧持续发力，聚焦以新能源为主体的新型电力系统各应用场景。公司 2024H1 在新能源发电领域实现营收 12.93 亿元，同比+1%；电网领域实现营收 10.07 亿元，同比+70%；战略新兴产业领域实现营收 13.73 亿元，同比+1%。公司积极稳妥推进海外业务布局，2024H1 先后完成 33kV 环网柜、中压环保气体柜等国际产品的研发与认证。

公司电动汽车充电网业务经营持续向好。2024H1 公司电动汽车充电网业务实现营收 26.58 亿元、同比+12%；毛利率为 18.63%、同比+4.84pct；实现归母净利润为-0.20 亿元、同比减亏 0.33 亿元。截至 2024 年 6 月末，公司运营公共充电终端 59.5 万个，保持行业第一地位。2024H1 公司充电量超 58 亿度，同比+42%。公司持续加大充电网生态合作，扩大产业协同。截至 2024 年 6 月底，公司已与 70 多家车企达成合作，累计建设车企品牌站超 1700 座。同时公司在全国范围内和政府投资平台、公交集团成立合资企业超 160 家。

公司在新能源微电网、虚拟电厂等领域积极探索，深化相关布局。2024H1 公司拓展新能源微电网项目约 100 个；截至 2024 年 6 月底公司已累计布局新能源电网电站约 600 个，覆盖城市超过 140 个。公司多维度优化调度策略，积极参与车网互动。截至 2024 年 6 月底，公司具备虚拟电厂条件的可调度资源容量超过 470 万 kW。2024H1 公司在上海、深圳、江苏、福建等地参与调峰辅助服务、需求侧响应等电网互动业务，参与规模超 5 万 kW；参与电力市场化交易的电量超 6 亿度。

风险提示：电网投资不及预期；新能源车销量不及预期；行业竞争加剧风险。

投资建议：维持盈利预测，维持优于大市评级。我们预计公司 2024-2026 年实现归母净利润 6.88/9.35/12.23 亿元，同比+40%/+36%/+31%，EPS 分别为 0.65/0.89/1.16 元；动态 PE 分别为 27/20/15 倍。

证券分析师： 王蔚祺（S0980520080003）、李全（S0980524070002）

#### ◆ 百隆东方(601339.SH) 财报点评:上半年收入增长 24%，二季度毛利率环比修复

2024 上半年收入增长 24%，存货周转显著改善。公司是全球第二大色纺纱龙头生产商。伴随海外品牌去库基本完成后，今年订单逐渐恢复，2024 上半年收入同比增长 23.9%至 39.9 亿元，拆分量价来看，销量同比增长 23.8%，单价基本持平。2023 年由于海外品牌去库存，订单需求下降，叠加棉价下行影响，产品售价下降，毛利率被压缩。2024 年以来，订单修复趋于饱满，逐渐平抑了棉价下跌带来的影响，上半年环比 2023 下半年增长 6.8 个百分点至 10.0%，但同比仍有差距，下降 4.9 百分点。费用率整体改善 0.7 个百分点至 6.1%，主要由于职工薪酬下降带来管理费用率下降。非经常性损益主要为非流动资产处置收益 1.19 亿元，占收入比例较去年增加 2.4 百分点；金融资产投资收益较去年同期减少 0.12 亿元。主要受毛利率下滑影响，净利率同比-2.6 百分点至 5.8%，归母净利润同比-14.8%至 2.3 亿元。随着订单恢复，库存商品下降带动存货同比-22.3%，存货周转天数同比-131 天。

第二季度收入增长 24%，毛利率环比进一步恢复。二季度延续一季度订单恢复趋势，收入同比增长 24.3%至 21.6 亿元。毛利率进一步恢复，环比一季度+7.6 百分点至 13.5%，同比差距收窄至 2.8 百分点，毛利率恢复的驱动因素主要来自产能利用率修复以及成本下降。由于去年同期汇兑收益较高今年减少，财务费用率同比提升 2.0 百分点，整体费用率增加 0.5 百分点。归母净利率在毛利率修复带动下环比+2.7 百分点至 7.1%，同比下降 3.8 百分点。

展望：短期关注盈利能力修复和棉价上行趋势，中长期关注海外扩张布局。

1) 从短期看，二季度毛利率进一步修复，未来订单相对乐观，公司严控折扣，在棉价低位储备较多原材料，有利于未来盈利能力提升；今年棉价下行或扰动明年棉农种植积极性，种植面积若缩减将造成棉价上行，公司盈利水平将进一步得到修复。2) 从中长期看，公司在越南产能利用率接近最大化，剩余产能将陆续投产。海外价格、毛利等竞争优势明显，未来市场增量将重点布局海外，看好公司海外扩张贡献业绩增长。

风险提示：品牌持续去库存、原料价格大幅波动、系统性风险。

投资建议：海外纱线产能竞争优势明显，短期关注盈利修复趋势。短期看，公司第二季度毛利率环比提升符合预期，随着行业景气度好转、价格水平回升，业绩低谷期正逐步过去。维持盈利预测，预计2024-2026年归母净利润为5.1/7.6/8.4亿元，同比增长0.6%/49.3%/10.2%。基于原材料价格、下游需求、毛利率修复进度的不确定性，我们下调目标价至5.6-6.3元（前值为6.2-6.8元），对应2024年0.85-0.95x PB，维持“优于大市”评级。

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

### ◆ 鲁泰 A(000726.SZ) 财报点评:上半年收入基本持平，面料产能利用率回升

上半年收入基本持平，毛利率改善明显，但非经常损益拖累归母净利。公司是全球色织面料制造龙头，主要产品梭织面料和衬衣。2024上半年收入同比-0.4%至28.3亿元，归母净利润同比-23.5%至1.7亿元，扣非归母净利润同比+37.5%至2.6亿元，非经常性损益变动主要受公允价值变动净损失占收入比重较去年增加2.5个百分点，以及投资净收益占比同比下降1.8个百分点影响。主营业务来看，在产能利用率提升、以及原材料成本下降驱动下，毛利率同比提升3.3个百分点至24.7%；主要受去年汇兑收益较高影响，财务费用率提升2.2个百分点；其他费用率均小幅下降，整体费用率合计同比+0.9个百分点。扣非归母净利率同比+2.6个百分点至9.3%。存货周转天数同比小幅提升6天至180天；现金流充裕，经营活动现金流同比提升2倍至4.5亿元，中期每10股派发现金红利1元，分红率约48.2%。

第二季度收入同比下降1%，毛利率同环比改善。第二季度公司收入同比-1.0%至14.5亿元，归母净利润同比-19.5%至1.0亿元，扣非归母净利润同比+0.5%至1.4亿元。基于产能利用率恢复及原材料成本下降，毛利率同比提升3.9个百分点、环比提升2.3个百分点至25.8%；财务费用率受汇兑收益较去年同期大幅减少影响，同比+6.4个百分点。扣非归母净利率同比+0.1个百分点至9.8%。

上半年面料产能利用率回升、毛利率提升，中长期产能及销量预期稳健增长。分品类看，上半年面料/衬衣收入分别同比+3.9%/-11.9%，收入占比70.9%/21.9%，毛利率分别同比+4.1/0.0个百分点至26.3%/24.6%。面料产能利用率较去年同期提升6个百分点至76%，产量同比+5.2%；衬衣产能利用率小幅下降2个百分点至82%，产量同比+6.8%。下半年随终端需求缓慢复苏，预计公司销量和收入稳健增长、产能利用率及毛利率有望持续改善。中长期看，越南万象项目及功能性面料投产有望逐步贡献业绩增量，3000万米高档色织面料产能正在储备过程中，未来产能预期保持稳健增长。

风险提示：下游需求疲软；原料价格大幅波动；汇率大幅波动。

投资建议：关注主业盈利改善、业绩底部反弹机遇。上半年公司扣非归母净利率修复，主业盈利能力改善，归母净利率波动主要受非经影响。下半年到明年预计主业维持向好趋势，业绩将有较大修复潜力。由于公司上半年衬衣业务增长和盈利情况不及预期以及公允价值净损失超过预期，下调盈利预测，预计2024-2026年归母净利润分别为4.2/5.8/6.2亿元（前值为6.1/7.2/7.8亿元）；扣非归母净利润分别为5.4/6.0/6.5，同比增长34.7%/11.8%/6.9%。基于盈利预测下调，下调目标价至6.6-7.3元（前值为7.0-7.8元），对应2024年调整后eps 10-11x PE，维持“优于大市”评级。

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

### ◆ 稳健医疗(300888.SZ) 财报点评:第二季度收入增速转正，消费品业务表现亮眼

上半年收入同比下降5.5%，毛利率下降。受去年一季度防疫带来的高基数影响，2024上半年公司营业收入同比-5.5%至40.3亿元。感染防护类产品需求回归常态化，折扣加深，毛利率大幅下降，叠加棉价

波动影响，整体毛利率同比-2.7 个百分点至 48.7%。公司调整医疗业务产品结构，加大新品推广力度，销售费用率同比+3.7 百分点。由于毛利率下降和销售费用上涨，归母净利润同比-43.6%至 3.8 亿元。库存水平基本保持稳定，期末存货同比+2.8%，存货周转天数同比-4 天。上半年每 10 股派发现金股利 4 元，共派发 2.3 亿元。

第二季度医疗业务收入增速实现反转，消费品业务表现亮眼。2024 年第二季度疫情的基数影响基本消除，收入增长转正，实现同比+11%至 21.2 亿元。医疗和消费品业务分别同比+6.6%/13.8%至 8.6/12.4 亿元。感染防护类产品非常态化影响逐渐消除，毛利率环比一季度改善 2.1 百分点。公司积极推广新产品，单二季度销售费用率同比+1.6 百分点。归母净利率 9.5%，环比一季度基本持平。

高端敷料和健康个护产品增长提速，干湿棉柔巾引领增长。分业务看，1) 医疗板块：上半年收入同比-20.9%至 17.2 亿元，占总营收 43%，剔除感染防护产品影响，常规品实现营业收入同比+7.5%至 15.5 亿，其中高端敷料和健康个护产品增长提速，分别同比+34.1%/56.2%至 3.8/1.8 亿元；渠道方面，国外销售渠道占比 46%，同比+14%，国内电商平台累计粉丝数将近 1700 万。2) 消费品板块：消费品业务增长稳健，上半年同比增长 10.6%至 22.8 亿元，核心产品干湿棉柔巾引领增长，同比+24.8%至 6.8 亿元，其他产品卫生巾/成人服饰/婴童服饰分别同比+7.6%/8.9%/4.3%；上半年环比 2023 年年末净开门店 33 家至 444 家，线上/线下营收分别+11.1%/8.9%至 13.8/7.0 亿元。

风险提示：海外需求疲软、新客户开拓不及预期、系统性风险。

投资建议：中长期看好医疗并购协同效益，及消费品利润率提升。医疗板块方面，短期疾控防护产品需求随疫情稳定而收缩，拖累业绩表现，第二季度防疫产品高基数影响基本消除，收入规模重回良性发展。我们维持收入预测，主要基于医疗业务上半年毛利率降幅较大，下调毛利率预期，进而下调 2024-2026 年归母净利润至 6.6/9.0/10.2 亿元（前值为 8.0、9.4、10.6 亿元），同比增长 14.2%/36.4%/12.4%。2025 年预计防疫用品高基数影响将消退，消费品降本增效及医疗并购的协同效益将逐步显现，因此维持目标价 34-36 元，对应 2025 年 PE 22-23x，维持“优于大市”评级。

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

## ◆ 新华保险(601336.SH) 财报点评:业务质态改善，利润企稳回升

公司利润表现企稳回升。2024 年上半年，新华保险实现营业收入 555.9 亿元，同比增长 13.6%；实现归母净利润 110.8 亿元，同比增长 11.1%。新华保险持续推动产品、渠道、业务结构等方面的转型，业务质态得到显著提升，核心价值指标大幅回升。截至年中，公司新业务价值超越过去两年全年水平，同比增长 57.7%，业务质态及利润率显著提升。公司内含价值同比增长 7.1%，业务品质持续向好。

个险坚持期交文化转型，提高中长期承保盈利空间。上半年，个险渠道实现原保险保费收入 687.2 亿元，同比下降 0.7%。公司持续深化渠道业务结构转型，推动期交型长险的发展，长期险首年保费为 84.9 亿元，同比增长 1.8%，其中长险首年期交保费 82.6 亿元，同比增长 4.1%。代理人团队方面，公司上半年启动“XIN 一代”计划专项队伍建设项目，加强代理人基础管理。截至年中，个险渠道月人均综合产能 1.04 万元，同比提升 28.3%。上半年，渠道 NBV 为 27.8 亿元，同比上升 39.5%。

银保丰富产品供给，优化渠道结构。2024 年上半年，受行业“报行合一”整顿等因素影响，公司银保业务保费增速放缓，渠道实现原保险保费收入 10.0 亿元，同比下降 60.8%。在当前行业整顿期，公司深耕渠道价值发展，强化中高端客户经营，发展以传统型保险为主的产品体系，发挥渠道自身优势，实现中长期价值增长。截至 6 月末，银保渠道实现长期险首年期交保费比例 71.7%，同比大幅提升 34.3pt。上半年，银保渠道 NBV 大幅增长 97.1%至 13.8 亿元，业务质态持续向好。

资产端投资收益同比大幅提升，带动利润表现改善。2024 年，公司坚持动态调整各类资产配置及交易机会，把握股票、债券等结构性机遇，总投资收益水平得到显著改善。从利源贡献贡献来看，上半年公司投资业绩同比提升 41.6%，其中总投资收益净额为 303.8 亿元，同比增长 42.8%，实现年化总投资收益率 4.8%，由于行业平均水平。

投资建议：公司持续推进负债端价值转型，业务价值率得到显著提升。此外，公司相对较高的权益配置规模铸就更好的股价表现弹性，我们维持此前盈利预测，预计公司 2024 至 2026 年公司 EPS 为

4.35/5.36/5.99 元/股，对应 P/EV 为 0.35/0.32/0.30x，维持“优于大市”评级。

风险提示：保费增速不及预期；长端利率下行；资产收益下行等。

证券分析师：孔祥（S0980523060004）

联系人：王京灵

#### ◆ 东方证券(600958.SH) 财报点评：自营优异，投行承压，拓展投顾与海外

东方证券发布 2024 年中报。2024 年上半年，公司实现营业收入 85.71 亿元，同比下降 1.42%；实现归母净利润 21.11 亿元，同比增长 11.04%。公司基本每股收益为 0.240，同比增长 14.29%；加权平均净资产收益率 2.66%，同比增加 0.22pct。营收下降的主因系受市场景气度影响。公司计划每 10 股派发 0.75 元，共计派发 6.35 亿元，占归母净利润的 30.06%，重视股东回报。

自营收益同比增近五成。公司实现投资业务收入 22.67 亿元，同比增长 49.25%，除低基数效应外，主因系债券市场表现良好。公司银行间现券交易量同比增长 26.1%，交易所债券交易量同比增长 81.4%，利率互换名义本金较年初增长 57.5%。公司有望受益于固收类自营交易业务规模稳步增长。

经纪业务承压，持续拓宽获客渠道。上半年市场日均交易额 8,606.8 亿元，同比下降 8.21%。受市场影响，公司实现经纪业务收入 10.46 亿元，同比下降 28.74%。公司客户资金账户总数为 280.4 万户，较年初增长 4.21%；公司非货产品销售规模为人民币 96 亿元，同比提升 17.2%。公司持续拓宽获客渠道，发力财富投顾业务。

权益融资大幅下滑，债券承销表现良好。公司实现投行业务收入 5.47 亿元，同比下降 25.45%，主因系受 IPO 收紧影响。但公司债券承销业务表现良好，合计承销 2161.6 亿元，同比增长两成；市场排名第 6 位，较去年同期上升 3 位。目前，公司储备项目丰富，共计 12 家，其中已受理 3 家，已问询 8 家，已审核通过 1 家，同时拓展产业并购。

资管等业务国际化进程推进。公司实现资管业务收入 7.08 亿元，同比下降 38.06%。东证资管总管理规模人民币 2,249.39 亿元，较 2023 年末下降 4.59%。公司联营企业汇添富新加坡子公司开业，为客户提供跨境财富需求。

投资建议：基于权益市波动及监管新规对证券行业的影响，我们对公司 2024-2026 年的盈利预测分别下调 6.4%/6.4%/6.5%，预计 2024-2026 年公司归母净利润 29.7/31.6/33.1 亿元，同比增长 8.0%/6.2%/4.7%，当前股价对应的 PE 为 23.6/22.2/21.2x，PB 为 1.0/0.9/0.9x。随着市场改革持续，公司各项业务优势有望延续，公司综合实力将持续提升。我们对公司维持“优于大市”评级。

风险提示：市场下跌对券商业绩与估值修复带来不确定性；金融监管趋严；市场竞争加剧；创新推进不及预期等。

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

#### ◆ 招商证券(600999.SH) 财报点评：-业绩转正，深化转型

招商证券发布 2024 年中报。2024 年上半年公司实现营业收入 95.95 亿元，同比下滑 11%；实现归母净利润 47.48 亿元，同比提升 0.44%；ROE 为 4.08%，同比减少 0.25pct；EPS 为 0.51 元/股，同比持平；公司拟每 10 股派发现金红利 1.01 元（含税）。业绩下滑主要因资本市场景气度、佣金费率持续下降影响，公司持续拓展机构业务，夯实优势。

深化财富管理转型，托管外包保持领先，机构业务生态稳步搭建。财富管理方面，2024 年上半年，公司股基交易市场份额达 4.59%；托管客户资产规模达 3.6 万亿元，较 2023 年末下降 3.23%；“e 招投”金融产品保有规模 63.14 亿元，较 2023 年末增长 35.61%。机构业务方面，托管外包规模达 3.28 万亿元，较 2023 年末下降 5.48%；私募基金产品托管数量市场份额达 21.82%，连续十年排名第一。公司持续打造数智化优势，创新推出运营中控台、超级 FOF、“风声”风控服务以及连接私募机构上下游的“渠道+”私募圈等服务，公司经纪业务与财富产品份额有望保持上升态势。

投资收益占比近五成，自营业务成主要驱动力。2024 年上半年，公司实现投资收益（含公允价值变动收

益) 47.53 亿元, 同比增长 21.31%; 公司金融资产规模 3695.11 亿元, 同比上涨 10.82%, 主要因固收市场表现良好, 固定收益类投资收益同比增长。

资管、投行业务承压, 债承规模提升。2024 年上半年, 在 IPO 审核持续趋严的情况下, 市场股票融资总规模下降, 公司投行业务收入 2.85 亿元, 同比下跌 36.3%。股权融资方面, 公司股权承销金额 51.83 亿元, 同比下滑 25%, 行业排名第 7; IPO 储备项目 17 单, 行业排名第 9; 债权融资规模约为 1714 亿元, 同比增长 18.41%, 市占率提升。资管业务业绩下滑, 管理规模稳步提升。2024 年上半年, 公司资管业务手续费净收入 3.4 亿元, 同比下降 9%; 资管总资产管理规模 3021.59 亿元, 较 2023 年末增长 2.48%。

投资建议: 基于权益市场波动、公司佣金率下调、监管政策新规等对证券业务的影响, 我们对公司 2024 年、2025 年与 2026 年的盈利预测分别下调 8.11%、10.23% 和 9.63%, 预测 2024-2026 年公司归母净利润分别为 89.55 亿元、98.03 亿元、109.53 亿元, 同比增长 2.2%/9.5%/11.7%, 当前股价对应的 PE 为 14.2/13.0/11.6x, PB 为 1.0/1.0/0.9x。在市场活跃度改善的情况下, 公司核心业务优势继续保持, 展现出良好的发展韧性, 对公司维持“优大于市”评级。

风险提示: 市场下跌对券商业绩与估值修复带来不确定性, 政策风险等。

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

#### ◆ 兴业证券(601377.SH) 财报点评: 投资拖累业绩, 业务转型推进

兴业证券公布 2024 年中报。2024 年上半年公司实现营业收入 53.91 亿元, 同比下滑 22.3%; 实现归母净利润 9.42 亿元, 同比下滑 47.57%; 扣除非经常性损益后的净利润为 9.1 亿元, 同比下滑 46.58%, 对应 EPS0.103 元, 同比下滑 50.48%; ROE 为 1.65%, 同比减少 1.72pct。业绩下滑主要因资本市场表现和监管环境等多方面因素的影响, 公司投资收益、手续费及佣金净收入、利息净收入及其他收益同比下降。

经纪业绩承压, 财富转型推进。2024 年上半年, 受资本市场景气度低迷, 交投活跃度表现不佳影响, 经纪业务收入 9.25 亿元, 同比下降 24.87%; 公司股基交易额 2.95 万亿元, 市占率 1.28%。公司持续推进数智化建设, 围绕“1+2+4”投顾赋能体系持续提高投顾队伍买方投顾专业能力。

投行业绩承压, 债承规模持续增长。受市场 IPO 严监管影响, 市场股票融资总规模持续下降。2024 年上半年, 公司实现投行业务收入 2.63 亿元, 同比下滑 55.15%。2024 年上半年, 公司股权承销金额 14.81 亿元, 同比下滑 87.94%; 债券承销金额 5646.76 亿元, 同比增长 6.46%, 公司债券承销规模持续增长。

投资收益下滑, 金融资产规模提升。2024 年上半年, 公司投资规模大幅提升, 金融资产规模同比增长 18.81% 至 1401 亿元。公司实现投资业务收入 (含公允价值变动) 11.71 亿元, 同比小幅下滑 5.38%, 主因资本市场在宏观经济弱复苏背景下整体震荡承压, 交易性金融工具投资收益同比减少。

资管业务提升, 海外业绩亮眼。2024 年上半年资管业务手续费实现净收入 0.76 亿元, 同比提升 10.09%; AUM 达 862.29 亿元, 比 2023 年末提升 2%。兴证全球基金 AUM 达 6505.2 亿元, 其中公募基金规模达 6024.45 亿元, 较上年末增长 7%; 公募 FOF 管理规模保持行业第一, 养老基金 Y 份额规模位居行业第二。境外业务成亮点, 公司海外业务实现收入 2.21 亿元, 同比提升 17.01%。

风险提示: 市场下跌对券商业绩与估值修复带来不确定性; 政策风险等。

投资建议: 基于权益市场波动与监管新规对证券业务的影响, 我们对公司 2024 年、2025 年和 2026 年的盈利预测分别下调 22.09%、18.09% 和 20.64%, 预测 2024-2026 年公司归母净利润分别为 20.79 元、23.70 亿元、26.68 亿元, 同比增长 5.9%/14%/12.6%, 当前股价对应的 PE 为 21.5/18.8/16.7x, PB 为 0.8/0.7/0.7x。随着权益市场活跃度稳步回升, 公司将持续深化“双轮联动”战略, 深入打造国际化专业平台, 对公司维持“优于大市”评级。

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

#### ◆ 华泰证券(601688.SH) 财报点评: 行业困局推动转型, 海外/资管/财富布局加快

华泰证券发布 2024 年中报。2024 年上半年公司实现营业收入 174.41 亿元, 同比下滑 5%; 实现归母净利润 53.11 亿元, 同比下滑 19%; 扣除非经常性损益后的净利润为 52.58 亿元, 同比下滑 25%, 对应 EPS0.55

元，同比下滑 21%；ROE 为 3.18%，同比减 1.05pct，业绩下滑主要因市场及政策影响，投行业务收入与投资收益减少所致。

经纪业绩承压，财富架构优化。2024 年上半年受资本市场景气度低迷，交易量下滑影响，经纪业务收入 27.23 亿元，同比下降 14%。公司金融产品保有数量 1.42 万只，金融产品销售规模达 2277.48 亿元。公司持续优化财富管理业务架构，优化平台化运营策略与服务体系，提升客户粘性。

投行承压，自营探索去方向投资。2024 年上半年，在 IPO 审核持续趋严的情况下，市场股票融资总规模下降，公司实现投行业务收入 9.31 亿元，同比下滑 42%。2024 年上半年，公司股权承销金额 195.45 亿元，同比下滑 73%，行业排名第二；债券承销金额 5361 亿元，同比下滑 5%，行业排名第三。当前公司 IPO 储备项目为 21 单，排名行业第三，后续并购业务有拓展潜力。2024 年上半年因权益、衍生品、股权市场估值波动，金融工具投资收益下降，当期实现投资业务收入（含公允价值变动）42.14 亿元，同比下滑 28%。公司将积极推进 FICC 量化交易战略转型，加大债券配置，投资规模持续提升。

资管业绩亮眼，国际业务逆势增长。2024 年上半年公司资管业务手续费实现净收入 22.20 亿元，同比提升 6%；AUM 约达 5060 亿元，比 2023 年末提升 6%。其中，华泰资管公司企业 ABS 发行数量 60 单，排名行业第二；发行规模 424.28 亿元，排名行业第三。截至 6 月末，华泰柏瑞 AUM 达 5045 亿元（同比+42%），其旗下宽基指数基金沪深 300ETF 规模为 2118 亿元，位居沪深两市非货币 ETF 规模市场第一；南方基金 AUM 达 2.17 万亿元（同比+15%）。境外成为新机遇，公司当期国际业务收入达 64.91 亿元，同比增长 19%。截至 2024 年 6 月末，AssetMark 平台资产总规模约 1194 亿美元，较 2023 年年末增长 10%，后续资产出售运作有望为海外业务提供资本。

风险提示：市场下跌对券商业绩与估值修复带来不确定性；市场大幅波动风险；金融监管趋严；境外监管风险等。

投资建议：基于权益市场波动与监管新规对证券业务的影响，我们对公司 2024 年、2025 年和 2026 年的盈利预测分别下调 3.18%、0.49%和 1.01%，预测 2024-2026 年公司归母净利润分别为 134.85 元、145.32 亿元、156.50 亿元，同比增长 5.8%/7.8%/7.7%，当前股价对应的 PE 为 8.5/7.9/7.3x，PB 为 0.6/0.6/0.5x。作为行业转型范例，对公司维持“优大于市”评级。

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

## ◆ 脸书(META PLATFORMS) (META.O) 海外公司深度报告: META 的 AI 投入与 ROI 测算

Meta 是英伟达数据中心业务最大的客户之一且 Meta 着力发展 AI 应用层上两大业务——广告与 AI Agent，AI 能否商业化变现对后续投资持续性至关重要，市场高度关注 META 中远期潜在的 AI 投入与回报率。本报告主要就 META 的 AI 投资情况、AI 商业化变现方式以及收入空间、AI 投资的 ROI 几个方面展开讨论。

META 本轮关于 AI 的投资从 21 年开始，在 GenAI 的浪潮下增加显著。投资主要包含两个部分：AI 推荐系统（AI content ranking）以及通用人工智能计算（GenAI），前者是公司根据可衡量的回报安排、目前已有显著收入转化，而后者还在回报曲线的早期。

①AI 推荐系统（AI content ranking）投资：内容推荐引擎底层硬件更新，如切换 GPU；广告平台升级，如 Advantage+ 产品；

②通用人工智能计算（GenAI）投资：训练 Llama 系列模型，为 Meta AI 提供推理算力以及 AI Agent 等。

我们将 META 可展望的 AI 技术与商业化落地分为三个周期：

①2022-2024 年：主要依赖 AI 分发算法、GPU 替换与小部分 GenAI 技术

META 借助 Reels 短视频功能的快速发展，通过提高 AI 分发占比显著拉动了 Impression（曝光量/广告位）的增长，公司 23Q3 财报会表示推荐算法更新带来全年 7%FB 时长增长、6%INS 时长增长。同时底层硬件升级成 GPU，提升内容/广告推荐准确性。发布 Advantage+ 广告投放工具，节省广告主投放成本，公司表示 Advantage+ 可提升广告主 32% 的广告支出回报率。

②2025-2026 年：除了 AI 分发、GPU、Advantage+ 占比持续提升，GenAI 技术将持续提升广告 ROI，META

### AI 逐步商业化

META 在 24 年初发布基于 Transformer 改进广告推荐流程、从而提升推荐准确性的论文。预计随着底层硬件逐渐完备，推荐算法模块将利用 Transformer 技术进行更新，从而拉动 CTR 以及 CPM 持续增长。同时，Meta AI 预计从 C 端和 B 端持续提升变现。

#### ③2027-2029 年：大一统的推荐系统与 META AI 变现

24Q2 财报会扎克伯格提到 Facebook 已将所有视频类型集成到一个播放系统中，未来希望朝着统一的推荐系统迈进。预计该系统有望颠覆目前推荐流程，未来如果叠加 AIGC 进行内容创作，形成兴趣捕捉-内容生成-精准分发的闭环，达到更高的推荐准确度和更繁荣的内容生态。META AI 助手在 C 端预计可实现订阅与广告的双重变现，B 端则借助 WhatsApp 产品提供 AI Agent 商业对话变现。

测算 AI 贡献收入空间，AI 主要通过拉动 META 现有社媒广告业务以及 META AI 的直接变现两种方式。

①AI 拉动 META 社媒广告：通过提升内容/广告推荐精准度，增强客户粘性、提升用户时长，提高广告转化率与广告价格，每年约拉动 META 传统社媒广告高个位数增长，我们测算在 2029 年有望带动 200 亿美元/年的收入。

②META AI：随着使用渗透率的提升，商业化变现显著增长。采用中性预测，我们预计 2029 年约可带动 730 亿美元年收入，其中包括 C 端订阅收入约 75 亿美元/年，C 端广告收费 294 亿美元/年，B 端 WhatsApp 商业消息收入 364 亿美元/年。采用乐观预测，预计 2029 年约可带动 1180 亿美元年收入。

META AI C 端：形态为嵌入应用家族的 AI Agent，主要变现包括订阅（类似 ChatGPT Plus）与广告收费（类似搜索广告）。

META AI B 端：变现主要作为客服助理通过 WhatsApp 实现商业消息的传递，参考 Meta WhatsApp Business 按使用量抽成。

根据测算，AI 技术对 META 收入端的总拉动作用持续提升，预计在 27 年开始增速贡献超过 20pcts。2029 年，AI 带来的收入预计占 META 总收入的 1/4。

测算 AI 投入的 ROI 空间：

假设 META Capex 在 2025 年达到 500 亿美元，后 Capex 稳定在 450 亿美元/年左右（考虑 GPU/ASIC/AI 模型成本持续优化）。

①ROI（当年 AI 利润/当年 AI 投入）：在 2028 年可大于 100%且持续提升，意味当年 AI 投入对自由现金流产生正面影响；

②ROI（当年 AI 利润/AI 当年折旧摊销）：在 2028 年可大于 100%且持续提升，意味当年 AI 投入对净利润产生正面影响；

③ROIIC（当年 AI 利润/累计 AI 投入）：在 2029 年 AI 投资的 ROIIC 达到 20%且持续提升（ROIIC 为 20%则 5 年可收回投资成本）；

盈利预测：考虑到 AI 持续提升广告效率以及 META AI 商业化变现的潜力，上调 2024-2025 年公司收入为 1629/1901/2242 亿美元（前值 1629/1843/2068 亿美元），上调幅度 0%/3%/8%。由于 AI 对于前期投资要求较高，下调盈利预测 2024-2026 年净利润为 550/627/723 亿美元（前值为 550/639/753 亿美元），幅度 0%/-2%/-4%。中性预测下 2024/2025 年 PE 24x/21x，维持“优大于市”评级。

风险提示：盈利预测的风险，宏观经济波动，下游广告需求不及预期。技术投资过大风险。AI 产品进度以及性能水平不及预期，产生安全合规性问题的风险。（本篇报告对中远期的业务假设主要为 META AI 商业化变现与 GenAI 广告系统，仅考虑 AI 对 META 现有业务的影响。由于业务模型尚未成熟，本篇报告主要参考 META 业绩会、相关论文与相似产品形态，盈利预测的相关假设采用类似产品形态的中性假设。）

证券分析师： 张伦可（S0980521120004）

联系人： 刘子谭

### ◆ KEEP (03650. HK) 海外公司财报点评：会员渗透率提升顺利，亏损持续收窄

消费品收入回归增长，会员渗透率提升顺利。公司是线上健身平台龙头。2024H1 公司收入同比上涨 5.4%，

自有品牌产品/会员及线上付费/广告分别同比变动 8%/-3%/42%至 5.0/4.4/1.0 亿元。1) 消费品收入回归增长，主要系批发渠道销售的增加。2) 会员及线上付费：虚拟体育赛事产生的收入减少，部分被线上会员收入的增加所抵消。公司 2024H1 平均月活数 (MAU) 上涨 0.5%至 2970 万人，会员付费渗透率 11.1%，同比提升 1pct。24 年 3 月，公司推出了 Keep App 8.0 版本升级，旨在为用户带来更加丰富的运动体验，通过全面便捷的功能和扩展，扩大对户外和兴趣活动触达，融入创新玩法互动设置。3) 广告：大幅增长主要系线上至线下整合广告服务。

毛利率、费用率改善，经调净利润减亏明显。2024H1 公司毛利率 46.0%，同比上涨 3 个百分点，自有品牌产品/会员及线上付费/广告分别同比变动+4/+8/-12 个百分点至 31.5%/67.9%/22.8%。会员及线上付费业务毛利率增长明显主要系虚拟体育赛事收入减少，优化第三方达人合作 IP 成本。同时公司优化仓储、包装及交付开支，股份薪酬激励，费用率同比下降 6 个百分点，其中履约、行政和研发相关的费用下降较多。销售费用增长主要系开展更多品牌推广和用户获取的营销活动。在成本和费用侧共同优化下，2024H1 公司经调净利润亏损 1.6 亿元，同比减亏 28%。经调整净亏损率为 15%。

风险提示：宏观经济疲软；行业竞争加剧；月活量持续下降；系统性风险。

投资建议：减亏趋势向好，关注整体消费复苏环境。公司拓宽线上布局，增加会员专属内容，付费渗透率、月活用户平均收入均有明显增长。公司在消费品方面精细化运营上深耕细作，提升供应链效率和研发效率，随著规模效应的持续释放，叠加经营效率持续提升，推动收入规模与利润结构的双向稳步改善。维持盈利预测，预计 2024-2026 经调净利润为-2.4/-0.5/+0.3 亿元，考虑到业务进展较为顺利，上调目标价至 5.9-6.3 港元（原为 4.4-4.6 港元），对应 2024 年 PS 1.2-1.3x，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 曾光 (S0980511040003)、丁诗洁 (S0980520040004)、张伦可 (S0980521120004)、陈淑媛 (S0980524030003)、刘佳琪 (S0980523070003)

#### ◆ 美团-W (03690.HK) 海外公司财报点评:经营稳健提效，神会员预计将促进核心本地业务增长

营收增长 21%，调整后利润率同比提升 6pct。本季度美团实现营业收入 823 亿元，同比增长 21%。按收入类型划分，本季度即时配送服务/交易佣金/营销服务收入分别同比增长+13%/+20%/+20%。本季度美团实现调整后净利润 136 亿元，同比增长 78%；调整后净利率 17%，同比提升 6pct。其中，毛利率同比提升约 4pct，得益于即时配送成本优化和商品毛利提升；研发费率同比下降 1.5pct，反映经营杠杆作用下人效比提升，销售费率同比下降 3pct 至 18%，主要由于营销策略优化以及到店竞争趋缓，管理费率基本与去年同期持平。

即时配送总单量同比增长 19%，外卖闪购单均盈利持续优化。我们测算，本季度公司餐饮外卖订单量同比提升 12%，受益于高粘性用户下单频次稳步增长以及拼好饭快速起量。广告收入提升以及单均配送成本下降带动餐饮外卖 UE 提升。闪购订单量同比增长 35%，经营利润连续两个季度转正受益于货币化率的提升和规模效应。

测算到店酒旅 GTV 增长约 35%。根据公司业绩会，2024Q2 订单量同比增长超过 60%，公司表示二季度的竞争格局保持相对稳定。公司于 7 月份在全国推广神会员计划，美团神会员把原来仅限于外卖服务的权益体系拓展到了美团平台上的吃喝玩乐各大消费场景，包括外卖、美食团购、酒店住宿、休闲玩乐等，从而增加交易频率。测算二季度公司到店酒旅收入同比增长 25%，经营利润率为 34%。收入侧，公司表示将看到更正常的货币化率，收入增长和 GTV 增长之间的差距将继续缩小。在盈利能力方面，营业利润率不是公司关注的焦点，公司建议更多关注营业收入的稳定增长。

新业务：优选减亏亮眼。本季度新业务收入同比增长 29%至 216 亿元。高增速主要由于小象超市和快驴快速增长。本季度新业务经营亏损收窄至 13 亿元。经营亏损率 6%，环比收窄 9pct，同比收窄 25pct。我们测算美团优选亏损 20 亿，其他业务盈利 6-7 亿，减亏主要由于美团优选提升件单价、降低用户补贴，经营效率持续改善，我们预计新业务全年亏损 71 亿元。

投资建议：维持“优于大市”评级。考虑到公司本季度利润表现出色，上调 24-26 年调整后净利润 382/501/584 亿元（调整幅度+5%/+2%/0%）。我们依旧看好公司核心业务的竞争优势及新业务的成长性，维持“优于大市”评级。

风险提示：竞争风险；政策监管带来经营业务调整的风险等。

证券分析师： 张伦可（S0980521120004）、曾光（S0980511040003）、钟潇（S0980513100003）、陈淑媛（S0980524030003）

联系人： 王颖婕

### ◆ 英伟达 (NVIDIA) (NVDA.O) 海外公司财报点评：业绩与指引稳健，预计平稳过渡到 Blackwell 新品出货

财务表现：需求保持高景气度，FY25Q2 财务表现及指引强劲。①整体：英伟达二季度（均指财季，下同）收入 300 亿美元（同比+122%，环比+15%），高于公司此前 280（±2%）亿美元指引。GAAP 毛利率 75.1%（同比+5.0pcts，环比-3.3pcts）。营业利润同比+174%至 186 亿美元，GAAP 净利润同比+168%至 166 亿美元。②分业务：数据中心营收 263 亿美元（同比+154%，环比+16%），受益于 AI 需求强劲，游戏营收 28.8 亿美元（同比+16%，环比+9%），专业可视化业务营收 4.5 亿美元（同比+20%，环比+6%），汽车营收 3.5 亿美元（同比 37%，环比+5%）。③财务指引：对于 FY25Q3，公司营收指引为 325 亿美元（±2%）。GAAP 和 Non-GAAP 毛利率指引分别为 74.4%和 75.0%（±50 个基点），全年预计约 75%。GAAP 和 Non-GAAP 营运费用分别指引 43 亿与 30 亿美元。

业务亮点：①作为 H 到 B 系过渡期，尽管面临部分挑战，本财季收入及指引依旧强劲，有望实现新产品线平稳切换：此前市场多有讨论 B 系列因设计问题延迟、数据中心电力短缺、中国区出口限制等因素或对公司出货节奏形成挑战，而本季数据中心业务收入及指引依旧保持高增。公司预计 Blackwell 的生产爬坡于四季度开始，并持续到 2026 财年，预计四季度 Blackwell 出货量数十亿美元，H 系出货量 25 财年下半年增加。②关于 AI 投入 ROI：此次公司称过去 12 个月超 40%需求用于推理，而此前口径为约 40%，反应推理需求增长、下游商业化水平提升。③连接：NVIDIA 全面布局 NVLink、InfiniBand、以太网三种网络计算方案，AI 以太网收入环比翻番，数百家客户采用以太网产品。新 Spectrum-X 以太网方案 AI 性能是传统方案的 1.6 倍，有望在一年内达数十亿美元收入。④软件：预计今年软件等收入年化约 20 亿美元，NVIDIA AI Enterprise 将显著促进增长。⑤主权 AI 需求：较上季度口径提升，预计十亿美元级。⑥新批准 500 亿美元股票回购授权：第二季度股票回购和现金股息合计 74 亿美元，第二季度末剩余 75 亿美元额度。

投资建议：考虑到公司出色的产品力与 AI 带来强劲需求，我们上调盈利预测，预计 2025-2027 财年公司收入为 1237/1642/1846 亿美元（前值 1124/1351/1517 亿美元），上调 2025-2027 财年公司净利润为 670/894/1029 亿美元（前值 631/773/888 亿美元），维持“优大于市”评级。

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

证券分析师： 张伦可（S0980521120004）

联系人： 刘子谭

### ◆ BOSS 直聘 (BZ.O) 海外公司财报点评：付费企业数健康增长，利润持续释放

收入同比增长 29%，经调整利润率达 37%。24Q2，公司营业收入 19.2 亿元，同比+29%，环比+13%，符合公司 24Q1 业绩会的同比指引（同比 28%-32%）。其中来自网络招聘服务 18.9 亿元。2024Q2，现金账单收入为 19.5 亿元，同比+20%，环比-5%。本季度毛利率为 84%，同比+2pct，环比+1pct。24Q2，公司销售费用 5.5 亿元，销售费率 28%，同比-3pct，环比-6pct。24Q2 公司经调整净利润 7.2 亿元，经调整净利润率 37%，同比-1pct，环比+6pct。

业绩会上，公司预计全年的 Non-GAAP 营业利润为 23 亿，同比增长约 40%。1）由于规模经济效益较高，毛利率在 Q3 或接下来的几个季度将持平或略有提高；2）研发费用方面，会把重点从人工智能相关的基础设施投资转移到其他方面。因此，从 24Q3 或下半年开始，这部分支出将会减少。

商业化：付费企业数同比增长 31%。2024Q2，平台 MAU 5460 万，同比+25%，环比 17%。B 端来看，累计 12 个月付费企业数 590 万，同比+31%，环比+4%。ARRPU 值（累计 12 个月）为 1142 元，同比增长 3%。公司业绩会表示，二季度的现金收款环比走弱，与预期相比偏低。这主要是由于在二季度后半段客户侧

招聘需求走弱，招聘者相对较少，求职者相对较多。但8月，蓝领供需情况比例好于Q2，BC改善是看得见的，B端日活上升，制造业持续表现亮眼。公司预计24Q3总收入介于人民币19.0亿元至人民币19.2亿元之间，同比增加18.2%至19.5%。

公司探索制造业蓝领领域，海外业务。1) 海螺优选在第二季度的收入是4,000多万人民币，比一季度有了较大的增长。2) 海外是一个3年的计划。在亚洲和欧洲发达地区，公司进行了比较长期的海外业务拓展。

投资建议：公司龙头地位稳固，即使经济环境较差的情况下，BOSS直聘相对竞争格局占优。考虑到宏观环境，我们略微下调24年收入预期，预计24-26年收入74.4/98.3/116.8亿元（下调幅度2%/0%/0%），公司整体成本费用控制优秀，维持利润预期，预计24-26年调整后净利润为26.7/35.2/43.1亿元，24-26年CAGR 28%。维持“优于大市”评级。

风险提示：政策风险，竞争格局风险，市场拓展不及预期风险等。

证券分析师：张伦可（S0980521120004）、曾光（S0980511040003）、张鲁（S0980521120002）、陈淑媛（S0980524030003）

#### ◆ 云图控股(002539.SZ) 财报点评: 二季度净利同环比提升，主营产品复合肥销量增长

公司2024年二季度净利同环比提升，主营产品复合肥销量增长。公司发布2024年半年度报告，2024年上半年公司实现营业收入110.1亿元（同比+2%），归母净利润4.5亿元（同比-11%），经营活动产生的现金流量净额8.7亿元（同比+214%）；其中，2024年二季度营收60.5亿元（同比+19%，环比+22%），归母净利润2.4亿元（同比+53%，环比+13%）。公司上半年营收增长主要来自复合肥销量提升，其中，常规复合肥销售收入同比增加28%，新型复合肥及磷肥销售收入同比增加5%。

复合肥量增助力二季度盈利提升。磷复肥为公司主要业务，2024年上半年营收59.4亿元（占比54%，同比+15%），毛利率为14%（同比+0.3pct）。2024年上半年，在上游原材料价格波动和经销商备货节奏等因素影响之下，复合肥市场价格呈现先跌后涨，整体波动幅度较小，行业稳定性向好。同时，复合肥销量实现同比提升，助力二季度盈利提升。

公司持续提升氮肥、磷肥自供能力，复合肥盈利空间有望继续提升。原材料自供方面，公司全力推进湖北应城基地70万吨合成氨项目建设，主体工程进入实质性阶段，项目建成后，将有效弥补氮肥原料缺口，提高资源自给能力。公司拥有四川省雷波县牛牛寨北磷矿区东段采矿权、西段探矿权和雷波县阿居洛呷磷矿探矿权，其中，牛牛寨东段磷矿资源储量约1.8亿吨，目前已取得400万吨/年的采矿证；阿居洛呷磷矿及牛牛寨西段磷矿正在办理“探转采”相关手续。

联碱及黄磷毛利率同比下降，部分拖累公司业绩。2024年上半年公司联碱/黄磷产品毛利率分别为23.4%/13.6%，同比下降2.6/11.3个百分点。2024年上半年，纯碱供需呈双增长趋势，价格重心下移。2024年一季度，除由于春节备货带动黄磷价格上涨外，黄磷供需整体偏松，价格持续走低；二季度由于水电充足，黄磷成本有下降预期，黄磷价格总体仍保持下行状态。黄磷主要原料磷矿石，由于开采品位下降以及下游新领域需求不断增长，近两年价格保持高位。

风险提示：原材料价格波动；下游需求不及预期；项目进度不及预期等。

投资建议：公司复合肥所需氮元素、磷元素有望逐步实现自给自足，促进盈利能力提高。但考虑到目前公司主营产品供需仍偏宽松，原材料端磷矿石价格较为坚挺，产品黄磷价格重心下移等因素，我们下调公司2024-2025年盈利预测，新增2026年盈利预测，即预测公司2024-2026年归母净利润为9.1/11.4/15.0亿元（原2024/2025年预测值为15.9/16.9亿元），对应EPS分别为0.75/0.94/1.24元，对应当前股价PE分别为9.5/7.6/5.8X，维持“优于大市”评级。

证券分析师：杨林（S0980520120002）、余双雨（S0980523120001）

#### ◆ 广汇能源(600256.SH) 财报点评: 马朗煤矿获批，看好长期发展

主营产品价格下降、销量下滑，公司营业收入同比下降50.84%。2024年8月30日，公司发布公告，2024年上半年，公司实现营业收入172.49亿元，同比下降50.84%；实现归母净利润14.55亿元，同比下降64.70%；实现扣非后归母净利润14.92亿元，同比下降63.61%；经营活动产生的现金流量净额为26.25

亿元，同比下降 42.70%。

煤炭、天然气价格回调，天然气外贸销量下滑，公司盈利能力下降。公司是我国唯一一家同时具备煤炭、天然气、石油资源的民营企业，产品布局于新疆、南通、中亚区域，产能体量位于全国民营企业前列。2024 年上半年，受制造业、供暖需求疲软影响，煤炭、天然气价格均处于低位运行，影响了公司产品售价；此外，在天然气产品方面，由于国内外气价价差收窄，公司主动调整销售策略，天然气贸易量下滑。2024 年上半年，煤炭市场价同比下滑 14.3%，天然气市场价同比下滑 13.8%；公司煤炭销量同比下滑 2.66%，天然气销量同比下滑 57.00%。

马朗煤矿已获国家发改委批复，夯实公司疆煤领先企业地位。公司在产白石湖煤矿于 2024 年 6 月核增产能至 3500 万吨/年。马朗煤矿项目在经历了产能核增后也于近日收到了国家发改委核准批复，本次核准露天部分建设规模 1000 万吨/年，其中，常规产能 800 万吨/年、储备产能 200 万吨/年。项目配套建设相同规模的选煤厂，工业场地位于矿田东部。剥离采用单斗-卡车工艺，采煤采用单斗-卡车-半移动破碎站-带式输送机半连续开采工艺。煤炭洗选采用智能干选等工艺。东部矿区的建设也在稳步推进，正处于将煤矿由“适时开发”转为“优先开发”的手续办理中，预计未来将达到 2000 万吨/年产能。当前公司两大煤矿合计产能已达 4500 万吨/年，随着东部矿区的推进，公司煤炭产能将持续提升。

风险提示：新疆铁路运力不足的风险；煤炭价格大幅下跌的风险；天然气价差进一步缩窄的风险。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。

公司在新疆及中亚拥有丰富的煤炭、天然气、石油资源，马朗煤矿当前已获得国家发改委核准批复，马朗煤矿的产能释放将带动公司盈利上行，后续东部矿区产能释放有望在十四五末期完成，公司煤炭产能增长具备可持续性。

2024 年受天然气海内外价格下降、价差收窄等影响，公司主动缩减天然气贸易量，此外，煤炭售价也在 2024 年出现一定幅度的下滑。我们下调了公司天然气销量，下调了天然气、煤炭销售价格（具体业务拆分见正文表格）。基于此，我们谨慎下调公司 2024-2026 年的盈利预测，预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 452/586/723 亿元（前值为 606/692/789 亿元，下调 25%/15%/8%），预计公司归母净利润分别为 49/58/69 亿元（前值为 55/69/80 亿元，下调 11%/16%/14%），EPS 分别为 0.74/0.88/1.05 元（前值为 0.84/1.06/1.22 元，下调 11%/16%/14%），当前股价对应 PE 分别为 8.0/6.8/5.7X，考虑到公司煤炭产能将持续提升，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 杨林（S0980520120002）、张歆钰（S0980524080004）

#### ◆ 华润万象生活(01209.HK) 海外公司财报点评:核心净利润同比增长 24%，派发特别股息

核心净利润同比增长 24%，派发特别股息。2024H1，公司实现营业收入 80 亿元，同比+17%；核心净利润 17.7 亿元，同比+24%；核心净利率 22.2%，同比提升 1.3 个百分点，一方面是因为毛利率 34.0%，同比提升了 0.8 个百分点。此外得益于管理效率提升，公司 2024H1 管理及销售费用率 6.5%，同比降低了 1.5 个百分点。拆分业务结构，公司两大主营业务物业航道和商业航道收入占比分别为 64%、36%，毛利占比分别为 36%、64%。公司重视股东回报，2024H1 派息 0.279 元/股，中期派息率 36%，同比持平，同时派发特别股息 0.575 元/股，相当于 2023 全年派息率 100%。

商业航道毛利率提升。2024H1，公司商业航道收入为 28.5 亿元，同比+23%；毛利率 60.9%，同比提升了 2.4 个百分点。细拆构成，购物中心和写字楼的收入占比分别为 66%、34%，收入同比增速分别为 34%、7%，毛利率分别为 72.5%、38.1%，毛利占比分别为 79%和 21%。截至 2024H1 末，公司在营购物中心项目数为 108 个，管理面积 1185 万<sup>m</sup>²，同比+24%；85 个项目零售额排名当地市场前三，占比 79%。公司商业航道储备开业购物中心项目数量较多，收入潜在增量空间仍较大。

物业航道收入稳步增长。2024H1，公司物业航道收入 51 亿元，同比+14%；毛利率 18.9%，同比下降 1.2 个百分点。收入增长主要来自于在管规模的增长，截至 2024H1 末，公司物管在管面积为 3.98 亿<sup>m</sup>²，同比+23%。细拆构成，基础物业服务、社区增值服务、非业主增值服务的收入占比分别为 78%、15%、7%，而毛利率分别为 14.9%、31.1%、37.8%。

投资建议：我们基本维持此前的盈利预测，预计公司 2024-2025 年归母净利润分别为 36.2/42.1 亿元（原

值为 36.5/44.1 亿元），对应每股收益分别为 1.59/1.84 元，对应当前股价 PE 为 13.8/11.9 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：规模扩张不及预期；消费景气度不及预期拖累购物中心经营业绩；业务经营成本上涨导致利润率水平不及预期。

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

#### ◆ 华润置地(01109.HK) 海外公司财报点评:核心净利润同比降低 5%,经常性业务贡献 51% 利润

核心净利润同比-5%，经常性业务贡献 51% 利润。2024H1，公司实现营业收入 791 亿元，同比+8%，其中经常性业务收入 200 亿元，同比+9%，占比 25%；实现核心净利润 107 亿元，同比-5%，其中经常性业务贡献核心净利润 55 亿元，同比+14%，占比 51%。2024H1，公司核心净利率 13.6%，同比下降 1.9 个百分点，主要是综合毛利率 22.3%，同比下降 3.4 个百分点，其中开发物业毛利率下降 4.6 个百分点至 12.4%，而投资物业毛利率提升 0.2 个百分点至 71.5%，助力公司稳健经营。2024H1，公司每股派息 0.2 元，同比持平，中期派息率 13.3%略有提升。

开发销售型业务经营稳健。2024H1，公司开发销售型业务收入 591 亿元，同比+8%；签约销售额 1247 亿元，同比-27%，其中一二线城市销售额占比 92%，行业销售额排名保持第 4，市占率维持 2.6%。公司谨慎投资，2024H1 新增土储建面 202 万 $m^2$ ，同比-75%，其中一二线城市投资占比 87%，以拿地金额/销售金额计算的投资强度为 21%，虽有所降低，但截至 2024H1 末，公司总土储建面 5699 万 $m^2$ ，其中开发销售型业务土储建面 4771 万 $m^2$ ，占比 84%，一二线城市占比 71%，仍然充裕。

购物中心表现依旧靛眼。2024H1，公司经营性不动产业务即投资物业总租金收入为 115 亿元，同比+7%，主要受写字楼和酒店业务的拖累，而购物中心的租金收入为 95 亿元，同比+10%，占比为 83%。截至 2024H1 末，公司在营购物中心 82 个，其中 69 个项目在当地零售额排名前三，占比 84%。2024H1，购物中心毛利率 77.4%，整体出租率 97.3%，均持续提升。

财务保持稳健，融资成本进一步降低。截至 2024H1 末，公司三道红线指标绿档，现金短债比 1.54 倍，净有息负债率 33.6%，剔除预收的资产负债率 56.4%；加权平均融资成本为 3.24%，较 2023 年末下降 32 个基点。

投资建议：考虑到开发销售型业务结算规模和毛利率下行压力，我们略下调公司的盈利预测，预计公司 2024-2025 年收入分别为 2770/2511 亿元（原值为 2901/2875 亿元），2024-2025 年归母净利润分别为 260/263 亿元（原值为 304/319 亿元），对应每股收益分别为 0.50/0.47 元，对应当前股价 PE 分别为 5.4/5.3 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：公司开发物业销售、结算不及预期，投资物业租金收入不及预期，盈利水平下行超预期，或行业基本面下行超预期，政策落地效果不及预期。

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

#### ◆ 博威合金(601137.SH) 财报点评:上半年归母净利润同增 38.7%，新材料销量显著提升

2024H1 营收同比增长 14.6%，归母净利润同比增长 38.7%。公司 2024 年上半年实现营收 88.72 亿元，同比+14.56%；实现归母净利润 6.38 亿元，同比+38.73%；实现扣非归母净利润 6.07 亿元，同比+26.84%。其中二季度单季实现营收 42.83 亿元，同比+0.52%，环比-2.36%；实现归母净利润 3.75 亿元，同比+38.89%，环比+42.81%；实现扣非归母净利润 3.56 亿元，同比+16.87%，环比+41.96%。

盈利能力有所提升，期间费用率和资产负债率保持稳定。2024H1，公司毛利率为 15.28%，同比提升 1.04pct；净利率为 7.19%，同比提升 1.25pct。销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.43%/2.80%/2.71%/-0.20%，相较于 2023 年基本保持稳定。截至 2024 年二季度末公司的资产负债率为 56.22%，较 2023 年末下降 0.30%。

公司业绩提升主要得益于新材料销量提升。产销方面，公司上半年实现新材料销量 11.3 万吨，完成了 2024 年全年目标一半的 88%，同比提升 32.6%（去年同期为 8.5 万吨），其中合金棒材 5.0 万吨，合金

线材 1.5 万吨，合金带材 3.2 万吨，精密细丝 1.6 万吨；实现新能源销量 973MW，完成了 2024 年全年目标一半的 61%，同比-8.5%（去年同期为 1063MW）。盈利方面，上半年新材料板块实现净利润 2.13 亿元，同比+135.37%，单位净利为 1879 元/吨，同比+77.7%（去年同期为 1058 元/吨），盈利能力提升主要由于去年同期部分新材料项目处于投产爬坡阶段，基数较低，今年产能利用率明显提升；新能源板块实现净利润 4.25 亿元，同比+15.09%，单位净利为 0.44 元/W，同比+26%（去年同期为 0.35 元/W）。

重点项目有序推进。目前，公司 3 万吨特殊合金带材项目已完成主体厂房建设；2 万吨特殊合金线材项目已进入设备安装调试阶段；越南 3GW TopCon 电池片项目即将进入设备安装阶段，预计年内投产；美国 2GW TopCon 组件项目已完成重点设备采购合同的签订等工作。

风险提示：下游需求不及预期导致产销量不及预期；项目进度不及预期。

投资建议：维持盈利预测，维持“优于大市”评级。预计公司 2024-2026 年营业收入为 203.33/221.51/251.14 亿元，同比增速+14.51%/+8.94%/+13.38%；归母净利润 14.93/17.64/20.15 亿元，同比增速+32.88%/18.12%/14.28%；摊薄 EPS 为 1.91/2.26/2.58，当前股价对应 PE 为 7.7/6.5/5.7x。考虑到公司在国内铜合金新材料方面做到了行业领先，新能源业务也抓住美国市场保持高速增长，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 刘孟峦（S0980520040001）、马可远（S0980524070004）

#### ◆ 驰宏锌锗(600497.SH) 财报点评:加工费下滑影响冶炼利润，加强综合回收增产增效

公司 2024H1 归母净利润同比下降 16%。2024H1 实现营收 98.3 亿元（-10.8%），归母净利润 9.0 亿元（-15.6%），扣非归母净利润 8.2 亿元（-20.1%），经营活动产生的现金流量净额 16.0 亿元（-16.6%）。

矿山板块，2024H1 矿产铅锌产量 14.9 万吨，同比下降 8.9%，同时增储 14 万吨，做到每年矿石增储量大于消耗量，铅锌精矿成本保持在行业前 25%分位。2024 年 1 月收购青海鸿鑫，成为全资子公司，2024H1 青海鸿鑫净利润 3750 万元。矿产铅锌产量下降主因：①主力矿山会泽矿智能化改造影响生产；②内蒙古荣达矿配合主管部门停产整改。

上半年主要增利因素：①铅价 17000 元/吨比去年同期高 1800 元/吨，粗略测算同比增利 8000 万元；②并表青海鸿鑫增利 3700 万；③驰宏综合利用冶炼厂增利 6000 万；④进项税加计抵减增利 6800 万元。

上半年主要减利因素：①子公司荣达矿上半年亏损 7300 万元，去年同期盈利 1000 万元；②矿紧缺导致冶炼加工费暴跌，2024H1 铅加工费同比下降 500 元/吨，锌加工费同比下降 1800 元/吨，粗略测算矿山环节同比增利 1.8 亿元，冶炼环节同比减利 4.4 亿元，互相抵消后同比减利 2.6 亿元。

铅锌冶炼利润将继续承压，锗价暴涨有望成为盈利增长点：上半年铅锌精矿加工费暴跌是造成公司业绩同比下滑的主要原因。截至 8 月份，加工费仍在下降，以目前锌精矿加工费 2000 元/吨，锌价 24000 元/吨，考虑二八分成后的综合加工费 3800 元/吨，仍低于大部分锌冶炼厂的冶炼成本。年中以来锗价暴涨，公司锗产能占全球 1/4，有望受益。

风险提示：铅锌价格下跌风险，精矿加工费下跌风险。

投资建议：维持“优于大市”评级

参照今年年初至今各个商品的均价，假设 2024/2025/2026 年锌锭现货均价 23000 元/吨，锌精矿加工费均为 3000 元/吨（前值 4000 元/吨），铅锭现货价格均价 17000 元/吨，铅精矿加工费为 700 元/吨（前值 900 元/吨），预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 21.66/25.02/26.29 亿元（前值 23.03/25.1/25.88 亿元），同比增速 51.2/15.5/4.7%，摊薄 EPS 分别为 0.43/0.49/0.51 元，当前股价对应 PE 为 12.0/10.4/9.9X。考虑到公司是国内铅锌龙头企业，拥有全球顶级高品位铅锌矿山，配套冶炼产能布局合理，未来 2-3 年依托股东加速扩张且路径明确，维持“优于大市”评级。

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

#### ◆ 云南铜业(000878.SZ) 财报点评:矿铜产量平稳，冶炼业务盈利增长

2024H1 公司归母净利润同比增长 4.9%。2024H1 实现营收 852.7 亿元（+20.5%），归母净利润 10.6 元

(+4.9%)，扣非归母净利润 10.2 亿元 (+3.9%)，经营活动产生的现金流量净额-31 亿元（去年同期 39.4 亿元）。经营性净现金流为负主要是为西南铜业投产备料，存货比年初增加 64 亿元所致。重点工程方面，截至 6 月份西南铜业搬迁升级改造项目电解系统成功送电，项目整体工程已完成 84%。

公司中期利润分配方案：以 2024 年 6 月末总股本 20 亿股为基数，拟向全体股东每 10 股派发现金股利 0.3 元（含税），合计分配现金股利人民币 0.6 亿元。

西南铜业搬迁，阴极铜产量下降：上半年公司矿产铜产量变动不大，2024H1 公司精矿含铜产量按合并报表口径统计为 3.17 万吨，同比增长 1.6%；按权益量统计为 3.26 万吨，同比增长 2.19%。冶炼铜产量大幅下降，2024H1 并表阴极铜产量 50.87 万吨，同比下降 22.8%，主因西南铜业搬迁，西南铜业产量同比减少了 21 万吨。

冶炼利润同比改善：分析子公司盈利情况，矿山板块盈利与去年同期基本持平，如主力矿山迪庆有色；楚雄矿冶资源枯竭，盈利同比下降。冶炼企业利润表现比预想的好，如东南铜业、赤峰云铜，2024H1 净利润都比去年同期增加了 1 亿元或更多。一方面原因是公司铜精矿有长单保供，长单加工费仍在 80 美元/吨；另一个原因是硫酸价格同比上涨，冶炼副产硫酸收益增加，2024H1 硫酸业务毛利润 1.6 亿元，去年同期为-0.8 亿元。

风险提示：铜价下跌风险，铜精矿加工费下跌风险。

投资建议：维持“优于大市”评级

我们假设 2024-2026 年铜现货含税价均为 75000 元/吨（前值 69000 元/吨），铜精矿 TC 均为 40/55/60 美元/吨（前值 60/70/70 美元/吨），硫酸价格为 150 元/吨，黄金价格 500 元/克，白银价格 7000 元/千克，预计 2024-2026 年归母净利润 20.91/24.01/33.48 亿元（前值 20.18/23.08/31.09 亿元），同比增速 32.5/14.8/39.5%；摊薄 EPS 分别为 1.04/1.20/1.67 元，当前股价对应 PE 分别为 10.8/9.4/6.7x。公司借助近几年铜行业高景气周期，资产质量得到提升，现金流强劲，作为中铝集团旗下唯一铜上市平台，大股东优质资产注入可期，维持“优于大市”评级。

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

## ◆ 中金岭南(000060.SZ) 财报点评:铜铅锌产量平稳，冶炼业务利润承压

2024H1 公司归母净利润同比下降 0.3%。2024H1 公司实现营收 306 亿元（-17.7%），归母净利润 5.4 亿元（+0.3%），扣非归母净利润 5.2 亿元（+2.9%），经营性净现金流 7.7 亿元（去年同期 0.47 亿元）。经营性净现金流同比大幅增长主要是去年同期低基数，去年上半年公司并表铜冶炼厂，增加原料备货，库存大增导致经营性净现金流锐减。2024H1 锌价同比持平，铅价同比上涨 1800 元/吨；但铅锌精矿短缺导致冶炼加工费大幅下滑，冶炼利润同比下降，抵消了铅价上涨收益；铜冶炼业务利润与去年同期持平。

铜冶炼业务成为公司盈利的重要组成部分。2024H1 阴极铜业务营收占比达到 50.7%成为公司最大营收板块；2024H1 毛利润 5.1 亿元，与去年同期基本持平，占毛利润比例 29%。粗略测算 2024H1 单吨阴极铜毛利润 2450 元/吨，净利润 1230 元/吨。今年上半年铜精矿供应短缺，冶炼现货加工费一度跌至 10 美元/吨以下，公司的铜冶炼厂依托成本优势和部分长单保供，取得了良好的业绩。

铜铅锌冶炼业务承压。上半年铅锌精矿加工费暴跌是拖累公司业绩的主要原因。截至 8 月份，加工费仍在下降，以目前锌精矿加工费 2000 元/吨，锌价 24000 元/吨，考虑二八分成后的综合加工费 3800 元/吨，仍低于大部分锌冶炼厂 4000-5000 元/吨的成本区间。铜冶炼加工费同样处于历史最低水平附近，当前现货加工费仍低于 10 美元/吨，以此测算加工费收入仅 400-500 元/吨，而冶炼成本普遍在 1500-2500 元/吨区间。

风险提示：锌价下跌风险，锌精、铜精矿加工费下跌风险。

投资建议：维持“优于大市”评级

假设 2024-2026 年锌价均为 23000 元/吨，铅价 17000 元/吨，锌精矿加工费 3000 元/吨（前值 4000 元/吨），铅精矿加工费 800 元/吨（前值 900 元/吨），铜价均为 75000 元/吨，铜精矿加工费 50/55/60 美元/吨（前值均为 60 美元/吨），得到公司归母净利润分别为 8.36/9.09/12.88 亿元（前值 7.83/8.65/12.23 亿元），同比增速 21.5/8.7/41.7%，摊薄 EPS 分别为 0.22/0.24/0.34 元。当前股价对应 PE 分别为

18.8/17.3/12.2x。公司是国内铅锌采选冶头部生产企业，拥有凡口铅锌矿等优质铅锌矿山，已探明的铜铅锌等有色金属资源总量近千万吨，充分受益于铜铅锌价格上涨趋势，公司通过并购东营方圆铜冶炼厂，正式进军铜产业链，进一步打开成长空间，维持“优于大市”评级。

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

#### ◆ 永兴材料(002756.SZ) 财报点评: 锂盐成本进一步优化，特钢毛利维持在较高水平

公司发布半年报：上半年实现营收 44.92 亿元，同比-32.50%；实现归母净利润 7.68 亿元，同比-59.63%。Q1/Q2 分别实现营收 23.00/21.92 亿元，Q2 环比-4.70%；分别实现归母净利润 4.68/3.00 亿元，Q2 环比-35.88%。

锂业务降本增效：面对锂价大幅下跌带来的不利影响，公司坚持实施以“终端龙头、优质正极、特色细分”为主要客户的销售策略和“长协为主、应销尽销”的经营方针，确保锂业务稳健运行。另外，公司对全产业链进行优化，降低生产成本，提高产品竞争力。今年上半年公司碳酸锂单吨营业成本仅为 5 万元，同比降本 10%以上。

重点项目方面：公司控股子公司花桥矿业完成采矿权许可证变更登记，证载生产规模由 300 万吨/年变更为 900 万吨/年，目前正在进行安全生产许可证和矿山改扩建项目相关工作；永兴新能源投资建设锂云母绿色智能高效提锂综合技改项目，目前已经完成项目立项，正在进行相关审批手续；永诚锂业 300 万吨/年锂矿石高效选矿与综合利用项目建设已基本完成，进入设备安装阶段。此外，矿石原料输送项目也在进行中。

特钢业务稳中有升：在能源用钢需求复苏背景下，公司及时调整产品结构，优化产品比例，吨钢毛利提升明显。2023 年，公司吨钢毛利 2000 元/吨以上产品销量占比超过 40%。今年上半年公司吨钢毛利仍维持在较高水平。

公司现金流宽裕，拟进行中期分红：①截止至上半年，公司资产负债率仅为 14.31%；②截止至上半年，公司在手货币资金约 84 亿元，在手存货约 7.2 亿元，现金流充裕；③半年度利润分配预案：拟向全体股东每 10 股派发现金分红 5 元人民币(含税)，共计分配现金红利约 2.64 亿元(含税)。

风险提示：项目建设进度不及预期；产品价格波动超预期。

投资建议：维持“优于大市”评级。

考虑到锂价进一步调整，下修公司的盈利预测。预计公司 2024-2026 年营收分别为 89.82/96.51/106.24(原预测 93.55/102.40/111.25)亿元，同比增速分别为-26.3%/7.4%/10.1%；归母净利润分别为 13.67/15.33/19.05(原预测 16.57/19.33/22.09)亿元，同比增速分别为-59.9%/12.1%/24.3%；摊薄 EPS 分别为 2.54/2.84/3.53 元，当前股价对应 PE 为 13/11/9X。考虑到公司资源优势突出，成长路径清晰，锂业务降本增效成果显著，能够有效应对锂价下跌带来的不利影响，维持“优于大市”评级。

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

#### ◆ 盐湖股份(000792.SZ) 财报点评: 氯化钾和碳酸锂成本优势显著，有效抵御行业下行风险

公司发布半年报：上半年实现营收 72.37 亿元，同比-27.31%；实现归母净利润 22.12 亿元，同比-56.60%。公司 24Q1/Q2 分别实现营收 27.24/45.13 亿元，Q2 环比+65.67%；24Q1/Q2 分别实现归母净利润 9.34/12.78 亿元，Q2 环比+36.84%。

氯化钾：今年上半年，公司氯化钾产量 225.51 万吨，同比+10.68%，销量 223.67 万吨，同比+4.63%。其中氯化钾 Q1/Q2 产量分别为 112.35/113.16 万吨，Q2 环比+0.72%；Q1/Q2 销量分别为 76.43/147.24 万吨，Q2 环比+92.65%。今年上半年，氯化钾毛利率达到 53.52%。

碳酸锂：今年上半年，公司碳酸锂产量约 1.89 万吨，同比+34.20%，销量约 2.02 万吨，同比+34.94%。其中碳酸锂 Q1/Q2 产量分别为 0.87/1.02 万吨，Q2 环比+17.24%；Q1/Q2 销量分别为 0.99/1.03 万吨，

Q2 环比+4.04%。今年上半年碳酸锂毛利率达到 60.16%。

现金流宽裕，补缴税费对利润产生影响：①截止至上半年，公司资产负债率为 24.24%；在手货币资金约为 189.84 亿元，同比-13.66%；在手存货约为 11.53 亿元，同比-38.73%；公司现金流宽裕；②今年上半年，公司根据税务机关出具的相关税务事项通知书，补缴资源税等各项税款及滞纳金合计 6.66 亿元，该事项对上半年利润总额影响金额约为-4.92 亿元。

4 万吨锂盐项目稳步推进：公司通过一系列创新举措实现项目总投资的显著优化，成功实现总投资优化率约 14.58%。目前，项目主工艺装置吸附提锂厂房的基础与设备基础工程已圆满完成，主体结构的安装工作也已顺利推进至 56%的里程碑节点。纳滤反渗透装置与厂前区工程正紧锣密鼓地施工中，各项作业有条不紊，展现出良好的建设节奏。与此同时，盐田输卤系统、公辅工程等关键环节的承包商也已顺利入驻现场，并同步开展了施工。

风险提示：钾肥和锂盐价格上涨不达预期；碳酸锂扩产进度低于预期。

投资建议：维持“优于大市”评级。

预计公司 2024-2026 年营收分别为 158.15/164.81/183.40（原预测 184.70/187.24/196.09）亿元，同比增速-26.7%/4.2%/11.3%；归母净利润分别为 49.56/53.57/61.37（原预测 82.51/83.48/87.67）亿元，同比增速-37.4%/8.1%/14.6%；摊薄 EPS 为 0.91/0.99/1.13 元，当前股价对应 PE 为 16/15/13X。考虑到公司依托察尔汗盐湖得天独厚的资源优势，在国内钾肥和盐湖提锂领域均处于绝对领先的地位，尤其是公司未来在盐湖提锂领域的产能将有望实现快速扩张，有望保持较强的成本优势，对于加强国内锂资源自主可控有重要意义，维持“优于大市”评级。

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

#### ◆ 赣锋锂业(002460.SZ) 财报点评:二季度业绩环比有所改善，锂资源布局进入收获期

公司发布半年报：上半年实现营收 95.89 亿元，同比-47.16%；实现归母净利润-7.60 亿元，同比-113%；实现扣非归母净利润-1.60 亿元，同比-103.90%。公司上半年净利润转亏主要是因为锂盐价格同比明显下降，其中国产电池级碳酸锂上半年均价约 10.36 万元/吨，Q1/Q2 均价分别约 10.15/10.54 万元/吨，国产电池级氢氧化锂上半年均价约 9.37 万元/吨，Q1/Q2 均价分别约 8.95/9.75 万元/吨。

财务数据方面：①截止至 2024 年上半年，公司资产负债率为 46.32%，相比于 2023 年末上升 3.37 个百分点；在手货币资金约 83.55 亿元，同比-24.83%；在手存货约 81.21 亿元，同比-28.50%；②今年上半年，公司确认投资收益约 3.82 亿元，同比-37.95%，投资收益主要是来自于公司所参股的 Marion 矿山和五矿一里坪盐湖等项目。

上游锂资源情况：公司锂资源继续实现突破：①Mt Marion90 万吨/年锂辉石精矿产能目前在逐步释放的过程中；②Caucharí 年产 4 万吨碳酸锂项目已于 2023 年上半年完成项目建设，目前产出已爬坡至设计产能的 70%左右，计划在 2024 年完成 2-2.5 万吨碳酸锂产品的生产；③Mariana 计划 2024 年底前试生产；④公司增持 Mali Lithium 公司至 60%的股权，旗下 Goulamina 锂辉石项目一期规划年产 50.6 万吨锂辉石精矿产能项目建设正在进行中，预计将于今年内产出首批锂辉石产品；⑤PPG 项目在前期准备过程中；⑥松树岗项目探采手续已完成；⑦蒙金矿业加不斯锂矿项目目前已完成一期 60 万吨/年采选工程的建设并开始调试。

中游锂盐深加工：截至目前公司已在国内形成约合 15 万吨 LCE 以上的锂盐产品生产能力，再加上阿根廷 Caucharí 锂盐湖 4 万吨 LCE 产能，总产能达到将近 20 万吨 LCE。

下游锂电池业务：公司目前已在新的、东莞、宁波、苏州、惠州、重庆等地设立锂电池研发及生产基地。我们预计公司今年年底锂电池业务将形成年产约 20Gwh 的有效产能。

风险提示：项目建设进度不达预期，锂盐产品产销量不达预期。

投资建议：维持“优于大市”评级。

预计公司 2024-2026 年营收分别为 195.47/238.00/302.86（原预测 271.70/338.31/405.04）亿元，同比增速分别为-40.7%/21.8%/27.3%；归母净利润分别为 2.70/19.17/28.64（原预测 44.36/58.82/69.20），同比增速分别为-94.6%/611.3%/49.4%；摊薄 EPS 分别为 0.13/0.95/1.42 元，当前股价对应 PE 为

205/29/19X。考虑到公司是全球最优质的锂业公司，目前已构建闭环锂生态系统，在全球范围内有众多优质锂资源布局，成长性非常值得期待，维持“优于大市”评级。

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

#### ◆ 天齐锂业(002466.SZ) 财报点评:二季度亏损幅度收窄，低成本资源优势有望逐步凸显

公司发布半年报：上半年实现营收 64.19 亿元，同比-74.14%；实现归母净利润-52.06 亿元，同比-180.68%。24Q1/Q2 分别实现营收 25.85/38.34 亿元，Q2 环比+48.34%；24Q1/Q2 分别实现归母净利润 -38.97/-13.09 亿元，Q2 环比+66.41%。

公司今年上半年业绩大幅转亏，主要原因包括：1）在锂价大幅下行的过程当中，受公司控股子公司泰利森化学级锂精矿定价机制与公司锂化工产品销售定价机制存在时间周期的错配影响，导致今年上半年公司业绩出现阶段性亏损。2）SQM 今年上半年受税务诉讼裁决影响导致业绩同比大幅下降。

核心产品产销量数据：今年上半年泰利森共生产锂精矿约 61.20 万吨，其中化学级锂精矿约 59.10 万吨，技术级锂精矿约 2.10 万吨；锂产品方面，受自产工厂顺利爬产及委外加工的积极影响，公司上半年锂化合物及衍生品销量同比+30.13%，第二季度销量较第一季度销量环比+46.18%。

资源端：格林布什锂矿定价方式从过去的按季度调整改为按月度调整；另外，公司全资子公司盛合锂业以增资扩股方式引入战略投资者紫金矿业，其拥有四川雅江措拉锂矿开采权，盛合锂业已于 2024 年 1 月 9 日取得雅江县发展和改革局关于措拉锂辉石矿特白沟尾矿库项目备案。

产品端：公司目前有 5 个在产的锂化工产品生产基地，综合产能 8.86 万吨/年，中期产能将进一步提升至超 14 万吨/年。其中四川遂宁安居工厂项目于 2023 年 12 月 21 日确认产出达到电池级碳酸锂标准的产品；澳大利亚奎纳纳工厂项目生产的氢氧化锂产品已取得送样客户 SK On Co. Ltd 和 Northvolt ETT AB 的认证通过，并于 2024 年 1 月开始发货。

投资端：公司持有 SQM 22.16%股权，是其第二大股东。SQM 今年上半年锂盐销量约为 9.57 万吨，同比+26.92%，上半年实现营业收入折合人民币 168.96 亿元，实现净利润折合人民币-46.60 亿元。

风险提示：项目建设进度不达预期；锂矿和锂盐产品产销量不达预期。

投资建议：维持“优于大市”评级。

由于锂价波动较大，我们进一步下修了锂价预期，所以也进一步下修了公司的盈利预测。预计公司 2024-2026 年营收分别为 116.15/123.34/146.83（原预测 117.29/137.62/160.82）亿元，同比增速 -71.3%/6.2%/19.0%；归母净利润分别为-35.16/35.67/47.14（原预测 45.27/53.03/62.08）亿元，同比增速（转亏）/201.5%/32.2%；摊薄 EPS 分别为-2.14/2.17/2.87 元，当前股价对应 PE 为-12/12/9X。考虑到公司拥有全球最好的锂辉石和锂盐湖资源，成本优势突出，能有效抵御行业下行风险。资源端仍有较强扩产潜能，为中游锂盐产能的快速扩张提供坚实的原料保障，中长期成长性值得期待，维持“优于大市”评级。

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

#### ◆ 盘江股份(600395.SH) 财报点评:煤炭销量下滑、成本上涨拖累业绩，煤电新一体化发展稳步推进

公司发布 2024 年半年报：2024H1 公司实现营业总收入 40.5 亿元（-23.6%），归母净利润 0.4 亿元（-94.0%），扣非归母净利润-0.5 亿元（-108.2%）；其中 2024Q2 公司实现营业总收入 21.0 亿元（-13.9%），归母净利润 0.2 亿元（-94.1%），扣非归母净利润-0.5 亿元（-120.6%）。

煤炭产量减少、成本上涨致毛利下滑。2024H1 公司商品煤产/销量分别为 447.1/407.4 万吨，分别同比 -30.1%/-39.6%，主要系安全生产压力增大，影响煤炭产销；吨煤售价/成本/毛利分别为 835.4/644.1/191.4 元/吨，分别同比+71.2%/+105.7%/-34.5 元/吨，上半年安全生产投入增加致毛利下滑。2024Q2 公司商品煤产/销量分别为 243.4/217.3 万吨，分别同比-24.7%/-33.0%，吨煤售价/成本/毛利分别为 783.8/625.2/158.6 元/吨，分别同比+56.0%/+121.4%/-65.4 元/吨。

多个发电项目上半年顺利投运，发电量大幅增长。今年4月底关岭县盘江百万千瓦级光伏基地项目一期实现全容量并网发电，6月底盘江新光2×66万千瓦燃煤发电项目全部建成投运，截至2024年上半年公司已建成燃煤发电装机132万千瓦，新能源并网发电装机约122万千瓦。2024H1公司发电量/上网电量分别为14.9/14.1亿度，分别+6690%/+6334%，电力业务实现毛利1.9亿元。公司仍有在建燃煤发电装机132万千瓦，在建、拟建风电和光伏发电装机容量约235万千瓦。

持续推进煤电新一体化发展。煤炭方面，公司加快推进杨山煤矿露天开采项目、马依西一井二采区和矿井配套清洁高效选煤厂建设。电力方面，公司稳步推进盘江普定2×66万千瓦燃煤发电项目、盘州市柏果镇铜厂沟光伏发电项目二期和三期、关岭县盘江百万千瓦级光伏基地项目二期、普定百万千瓦级光伏基地项目一期和二期等在建、拟建新能源发电项目建设。

投资建议：下调盈利预测，下调投资评级，给予“中性”评级。

综合考虑煤炭销量下降、成本上升等对业绩的影响，下调盈利预测，预计公司2024-2026年归属母公司净利润1.7/7.0/9.2亿元（前值为9.4/10.1/10.6亿元），每股收益分别为0.08/0.33/0.43元。考虑未来公司煤炭产能仍有增量空间，火电和新能源发电业务具备较好的成长性，煤电新能源一体化发展稳步推进，给予“中性”评级。

风险提示：区域经济放缓导致煤炭需求下降、区域新能源快速发展替代煤电需求、安全生产事故影响、公司在建产能投产不及预期。

证券分析师： 刘孟峦（S0980520040001）、胡瑞阳（S0980523060002）

#### ◆ 长沙银行(601577.SH) 财报点评:业绩略有放缓，县域金融成效明显

业绩增速略有放缓。2024年上半年实现营收130亿元，同比增长3.3%，归母净利润41亿元，同比增长4.0%。其中二季度单季营收同比下降0.9%，归母净利润同比增长2.3%。

规模扩张速度放缓，净息差收窄，但绝对水平仍处在同业较好水平。上半年净利息收入同比下降0.6%，其中二季度单季下降4.9%，受规模扩张速度放缓和净息差收窄拖累。期末资产总额1.09万亿元，贷款总额0.53万亿元，同比分别增长了11.7%和9.9%，增幅略有下降，符合行业趋势。公司披露的上半年净息差2.12%，同比下降22bps，较2023年全年下降19bps，主要是资产端收益率下降幅度较大拖累。资产端，上半年贷款收益率5.31%，同比下降了47bps，同业投资和债券投资收益率同比均有所下降，带来生息资产收益率同比下降了32bps至4.34%。负债端，伴随存款挂牌利率下调，以及公司积极压降高成本负债，负债成本有所下降，但由于存款呈现定期化，因此负债成本下降幅度有限。上半年存款成本率1.88%，同比下降16bps，计息负债成本2.07%，同比下降了12bps。

县域金融发展态势较好，深化大零售转型。公司聚焦“做实县域”，不断升级创新经营模式和特色产品。在湖南县域网点全覆盖的基础上，实施县域网格化经营，优化“两湘”产品和“线上+线下”结合模式等。期末公司县域零售客群647万户，县域存款余额较年初增长5.15%，县域贷款余额较年初增长14.29%。大零售业务稳中提质，期末零售客户数达1806万户，较年初增长2.1%，管理零售AUM达4277亿元，较年初增长6.9%。

不良率指标平稳，但逾期率和关注率有所提升。期末不良率1.16%，较3月末提升1bp，测算的上半年年化不良生成率1.15%，同比提升7bps。期末关注率2.26%，逾期率1.98%，较年初分别提升44bps和45bps。公司拨备计提稳定，期末拨备覆盖率312.8%，较年初下降1.4个百分点。

投资建议：由于资产端收益率下降幅度较大，负债端存款定期化趋势未有效缓解，我们下调2024-2026年净利润至782/842/918亿元（原预测810/896/998亿元），对应同比增速为4.7%/7.7%/9.0%。当前股价对应2024-2026年PE值为3.8x/3.6x/3.3x，PB值为0.45x/0.41x/0.37x，维持“中性”评级。

风险提示：宏观经济复苏不及预期会拖累公司净息差和资产质量。

证券分析师： 田维伟（S0980520030002）、王剑（S0980518070002）、陈俊良（S0980519010001）

联系人： 刘睿玲

### ◆ 浙商银行(601916.SH) 财报点评:净息差逐步企稳,加大不良管控

二季度业绩承压。公司此前已披露业绩快报,2024年上半年实现营业收入352.8亿元,同比增长6.2%,归母净利润80.0亿元,同比增长3.3%。二季度单季营收同比下降3.3%,归母净利润同比下降1.5%。年化加权平均净资产收益率9.65%,较上年同期下降了1.31个百分点。

不良承压,加大不良处置力度。期末不良率1.43%,较年初下降1bp,与3月末持平,测算的年化不良生成率1.83%,同比提升65bps。不良有所暴露,但公司及时加大处置力度,上半年公司核销转让不良贷款约144亿元,同比增长94%。期末关注率2.20%,较年初提升16bps,逾期率2.16%,较年初提升了54bps,逾期率上升幅度较大。且期末“90天以上逾期贷款/不良”比值较年初提升了40个百分点至119%,因此公司资产质量有所承压。拨备计提方面,公司信用减值损失计提力度平稳,期末拨备覆盖率178%,与3月末持平,较年初小幅下降5个百分点。

净利息收入下降拖累营收,净息差环比降幅收窄。上半年净利息收入下降1.4%,其中二季度单季下降3.3%。公司披露的上半年净息差1.82%,同比下降32bps,较一季度下降2bps,净息差下行压力有所缓解。规模上,总资产同比增长11.5%至3.25万亿元,贷款同比增长10%至1.81万亿元,贷款增速略有放缓符合行业趋势。上半年新增贷款中对公(不含票据)和零售分别占比68%和26%,新增信贷主要投放金融业、制造业和租赁商务服务业。

手续费净收入继续承压,其他非息收入实现不错增长。上半年非息收入同比增长25.7%,其中手续费及佣金净收入同比下降5.7%,投资收益高增带来其他非息收入增长40.4%。手续费收入中,代理业务手续费同比增长了26.3%,但保函业务收入和债券承销业务手续费收入有所下降。

投资建议:由于经济复苏缓慢,不良有所暴露。我们下调归母净利润至155/165/179亿元(原预测164/182/202亿元),同比增速3.2%/6.2%/8.7%;摊薄EPS为0.55/0.58/0.64元;当前股价对应的PE为4.5/4.2/3.9x, PB为0.40/0.37/0.35x,维持“中性”评级。

风险提示:宏观经济形势走弱可能对银行资产质量产生不利影响。

证券分析师: 王剑(S0980518070002)、田维韦(S0980520030002)、陈俊良(S0980519010001)

联系人: 刘睿玲

### ◆ 光大银行(601818.SH) 财报点评:资产扩张放缓,投资收益增长较多

营收同比下降,净利润维持正增长。公司2024年上半年实现营业收入698亿元,同比下降8.8%,降幅较一季度收窄0.8个百分点;上半年实现归母净利润245亿元,同比增长1.7%,增速较一季度回升1.3个百分点。上半年加权平均净资产收益率9.5%,同比下降0.6个百分点。从业绩归因来看,主要是净息差拖累净利润增长,其他非息收入与信用减值损失支撑净利润增速。

资产扩张步伐放缓。2024年二季度末总资产同比增长0.6%至6.8万亿元,资产增速持续降低,规模扩张更为谨慎。其中贷款总额同比增长4.0%,存款同比下降5.7%。公司二季度末核心一级资本充足率9.59%,较年初提高0.41个百分点。

净息差下降。公司披露的上半年日均净息差1.54%,同比降低28bps。贷款收益率同比下降51bps,生息资产收益率同比下降32bps,预计主要受LPR下降以及存量房贷利率下调等因素影响;负债成本有所改善,但降幅明显低于资产端,其中存款付息率同比下降9bps,整体负债成本下降3bps。环比来看,今年上半年净息差较简单估算的去年下半年净息差下降12bps。

投资收益增长较多。公司上半年实现手续费净收入105亿元,同比减少29亿元,下降21.7%,主要是银行卡服务手续费收入同比减少19亿元。上半年实现其他非息收入112亿元,同比大幅增长33.8%,对净利润增长贡献较大,其中主要是投资收益同比增加33亿元。

资产质量有所承压。公司二季度末不良率1.25%,较年初持平;关注率1.99%,较年初上升15bps;上半年不良生成率1.47%,同比上升12bps。二季度末拨备覆盖率172%,较年初降低9个百分点。整体来看,公司资产质量面临一定的压力。

投资建议:我们根据中报数据小幅调整盈利预测,预计公司2024-2026年归母净利润409/414/426亿元

(上次预测值 386/387/405 亿元)，同比增速 0.3/1.1/2.9%；摊薄 EPS 为 0.61/0.62/0.64 元；当前股价对应 PE 为 4.7/4.6/4.5x，PB 为 0.36/0.34/0.32x，维持“中性”评级。

风险提示：宏观经济形势走弱可能对银行资产质量产生不利影响。

证券分析师：陈俊良（S0980519010001）、王剑（S0980518070002）、田维韦（S0980520030002）

联系人：刘睿玲

#### ◆ 工商银行(601398.SH) 财报点评:净息差下降，资产质量优异

营收与净利润同比下降。公司 2024 上半年实现营业收入 4205 亿元，同比下降 6.0%，降幅较一季度扩大 2.6 个百分点；上半年实现归母净利润 1705 亿元，同比下降 1.9%，降幅较一季度收窄 0.9 个百分点。上半年加权平均净资产收益率 9.5%，同比下降 1.0 个百分点。从业绩归因来看，主要是净息差拖累净利润增长。

资产规模增速回落。2024 年二季度末总资产同比增长 7.9%至 47.1 万亿元，规模增速较前期两位数的增速明显回落。其中贷款总额同比增长 10.1%，存款同比增长 2.2%。公司二季度末核心一级资本充足率 13.84%，较年初变化不大。

净息差下降。公司披露的上半年日均净息差 1.43%，同比降低 29bps。受 LPR 以及存量房贷利率下调等因素影响，贷款收益率同比下降 43bps，生息资产收益率同比下降 28bps；负债端，存款付息率同比下降 6bps，但非存款负债利率上升，整体负债成本同比不变。今年二季度单季净息差 1.38%，环比一季度下降 10bps。

手续费净收入同比减少。公司上半年手续费净收入同比减少 8.2%，主要是受公募基金费率改革、落实保险“报行合一”政策、资本市场波动、投资者风险偏好变化等因素影响，个人理财及私人银行、对公理财、资产托管收入有所减少。

资产质量仍然优异。公司二季度末不良率 1.35%，较年初基本持平；关注率 1.92%，较年初上升 7bps；上半年不良生成率 0.46%，同比下降 6bps，继续保持优异的资产质量。拨备方面，公司上半年“贷款损失准备计提/不良生成”为 158%，拨备计提充分；二季度末拨备覆盖率 218%，较年初上升 4 个百分点。

投资建议：我们维持盈利预测不变，预计 2024-2026 年归母净利润 3665/3755/3920 亿元，同比增速 0.7/2.5/4.4%；摊薄 EPS 为 0.99/1.01/1.06 元；当前股价对应 PE 为 6.3/6.1/5.9x，PB 为 0.61/0.57/0.53x，维持“优于大市”评级。

风险提示：宏观经济形势走弱可能对银行资产质量产生不利影响。

证券分析师：陈俊良（S0980519010001）、王剑（S0980518070002）、田维韦（S0980520030002）

联系人：刘睿玲

#### ◆ 苏州银行(002966.SZ) 财报点评:非息收入增长较快，拨备覆盖率仍处高位

净利润保持较快增长。公司 2024 上半年实现营业收入 63.9 亿元，同比增长 1.9%，增速较一季度基本持平；上半年实现归母净利润 29.5 亿元，同比增长 12.1%，保持两位数的较快增长。上半年加权平均净资产收益率 13.3%，同比下降 0.4 个百分点。从业绩归因来看，主要是净息差下降拖累营收增速，非息收入以及信用减值损失贡献净利润增长。

资产规模增长较快。2024 年二季度末总资产同比增长 13.7%至 6595 亿元，资产增速快于城商行整体水平。其中贷款总额同比增长 14.5%，存款同比增长 14.9%，存贷款增长较为均衡。公司二季度末核心一级资本充足率 9.43%，较年初基本持平。

净息差持续下降。公司披露的上半年日均净息差 1.48%，同比降低 26bps。受 LPR 下调等因素影响，贷款收益率同比下降 39bps，生息资产收益率同比下降 34bps；公司合理调整负债结构和定价，优化同业负债期限结构，存款付息率同比降低 7bps，整体负债成本降低 5bps，不过降幅仍远低于生息资产收益率。公司二季度单季净息差 1.44%，环比一季度降低 8bps，净息差持续回落。

非息收入增长较多。受代客理财以及代理类业务收入下降影响，公司上半年手续费净收入同比下降

19.9%。不过得益于投资收益、公允价值变动损益等贡献，公司其他非息收入同比增长 36%，为收入增长做出较大贡献。

不良生成率有所上升，拨备覆盖率处于高位。公司二季度末不良率 0.84%，较年初持平；关注率 0.88%，较年初上升 7bps；上半年不良生成率 0.47%，同比上升 23bps，边际生成压力增加，不过仍低于行业整体水平，资产质量较为优异。拨备方面，公司上半年信用减值损失减少对净利润增长贡献较大，但主要是债权投资的减值损失减少，贷款减值损失同比变化不大，上半年“贷款损失准备计提/不良生成”为 112%，拨备计提充足。公司二季度末拨备覆盖率 487%，较年初下降 36 个百分点，但仍然处在较高水平。投资建议：我们维持盈利预测不变，预计公司 2024-2026 年归母净利润 50.7/55.6/60.9 亿元，同比增速 10.2/9.7/9.5%；摊薄 EPS 为 1.38/1.52/1.66 元；当前股价对应的 PE 为 5.1/4.6/4.2x，PB 为 0.60/0.55/0.50x，维持“中性”评级。

风险提示：宏观经济形势走弱可能对银行资产质量产生不利影响。

证券分析师： 陈俊良（S0980519010001）、王剑（S0980518070002）、田维韦（S0980520030002）

联系人： 刘睿玲

### ◆ 农业银行(601288.SH) 财报点评:净息差企稳回升，业绩增速转正

净利润增速转正。2024 年上半年实现营收 3668 亿元，同比增长 0.3%，归母净利润 1359 亿元，同比增长 2.0%，一季度营收和归母净利润则分别下降 1.8%和 1.6%，二季度业绩改善。

净息差环比上行 1bp。上半年净利息收入同比增长 0.1%，较一季度提升了 0.8 个百分点，主要受益于净息差企稳。公司披露的上半年净息差为 1.45%，同比下降了 21bps，较一季度上行 1bp。资产端，伴随经济逐步企稳，贷款收益率降幅有所收窄；同时，公司积极优化资产和信贷结构对冲利率下行。负债端，去年存款利率三次下调，手工补息被禁止，以及公司积极优化成本管控，付息成本有所下降，导致了净息差整体回暖。

贷款保持较快扩张，受手工补息被禁止影响二季度存款规模有所压降。期末资产总额 42.0 万亿元，贷款总额 24.3 万亿元，存款总额 29.5 万亿元，较年初分别增长 5.3%、7.8%和 1.9%，其中二季度存款余额下降了 5.2%。期末公司贷款净额占总资产的 55.8%，较年初提升了 1.4 个百分点，存款占总负债的 75.7%，较年初下降了 2.7 个百分点。贷款投放上，境内企业贷款和个人贷款分别增长了 12.1%和 7.3%，票据贴现大规模压降。其中，个人贷款中，按揭贷款较年初压降了 1.9%，消费贷、经营贷和惠农 e 贷较年初分别增长了 26.5%、28.4%和 29.5%，在行业零售信贷疲软的环境下，公司零售贷款保持高增，也彰显了公司零售客群的优势非常明显。

县域金融成效明显，空间广阔。期末县域金融贷款余额 9.6 万亿元，较年初增长 9.4%，存款余额 12.7 万亿元，较年初增长 2.8%。县域金融业务利息净收入同比增长 2.5%，营业收入同比增长 1.9%，税前利润总额同比增长 10.3%。

资产质量稳健，拨备覆盖率在大行中保持高位。期末不良率 1.32%，较 3 月末持平，较年初下降 1bp，测算的上半年年化不良生成率 0.52%，处在低位。同时，公司不良认定严格，期末“逾期 90 天以上贷款/不良”比值为 52%。期末关注率 1.42%，逾期率 1.07%，较年初基本持平。拨备计提充足，期末拨备覆盖率 304%，与年初持平。

投资建议：7 月 LPR 下降，存款挂牌利率下调，但考虑到存款重定价较慢，基于审慎原则下调 2024-2026 年净利润预测至 2795/2945/3120 亿元（原预测 2951/3064/3242 亿元），对应同比增速为 3.8%/5.3%/6.0%。当前股价对应 2024-2026 年 PB 值为 0.63x/0.58x/0.54x，维持“优于大市”评级。

风险提示：宏观经济复苏不及预期会拖累公司净息差和资产质量。

证券分析师： 田维韦（S0980520030002）、王剑（S0980518070002）、陈俊良（S0980519010001）

联系人： 刘睿玲

### ◆ 邮储银行(601658.SH) 财报点评:净息差环比稳定，资产质量较为优异

营收与净利润小幅下降。公司 2024 上半年实现营业收入 1768 亿元，同比下降 0.1%，增速较一季度小幅回落 1.5 个百分点；上半年实现归母净利润 488 亿元，同比下降 1.5%，增速较一季度变化不大。上半年加权平均净资产收益率 11.4%，同比下降 1.4 个百分点。从业绩归因来看，主要是净息差同比下降、成本收入比提升等拖累净利润增长。

资产规模增长稳健。2024 年二季度末总资产同比增长 8.5%至 16.4 万亿元，基本接近大行整体水平，规模增长较为稳健。其中贷款总额同比增长 10.4%，存款同比增长 11.8%。公司二季度末核心一级资本充足率 9.28%，较年初下降 0.25 个百分点。

净息差环比保持稳定。公司披露的上半年日均净息差 1.91%，同比降低 17bps。受 LPR 以及存量房贷利率下调等因素影响，贷款收益率同比下降 35bps，生息资产收益率同比下降 23bps；公司积极优化存款结构，加强高成本存款管控，存款付息率和整体负债成本同比均降低 6bps。公司净息差下降主要受去年下半年净息差下降的翘尾因素影响，其中今年二季度单季净息差 1.90%，连续三个季度基本保持稳定。

手续费净收入同比减少。公司上半年手续费净收入同比减少 16.7%，主要是受“报行合一”政策影响，代理保险业务收入减少导致。公司投行业务手续费、理财业务手续费等其他手续费收入实现较好增长。成本收入比有所提升。公司上半年成本收入比 59.9%，同比增加 2.6 个百分点，主要是是邮政代理网点吸收个人客户存款规模增加导致。

资产质量仍然较为优异。公司二季度末不良率 0.84%，较年初基本持平；关注率 0.81%，较年初上升 14bps；上半年不良生成率 0.37%，尽管同比上升 8bps，但仍低于行业整体水平，资产质量保持在较为优异的水平。拨备方面，公司上半年“贷款损失准备计提/不良生成”为 105%，拨备计提充分。公司二季度末拨备覆盖率 487%，较年初下降 22 个百分点，较一季度基本持平。

投资建议：我们维持盈利预测不变，预计公司 2024-2026 年归母净利润 867/905/947 亿元，同比增速 0.5%/4.4%/4.6%；摊薄 EPS 为 0.82/0.86/0.90 元；当前股价对应的 PE 为 6.0/5.7/5.4x，PB 为 0.58/0.54/0.51x，维持“优于大市”评级。

风险提示：宏观经济形势走弱可能对银行资产质量产生不利影响。

证券分析师： 陈俊良（S0980519010001）、王剑（S0980518070002）、田维韦（S0980520030002）

联系人： 刘睿玲

#### ◆ 沪光股份(605333.SH) 财报点评:单二季度量利双增，新能源客户项目持续放量

2024Q2 沪光股份实现归母净利润 1.54 亿元，同比增长 1058%。公司 2024H1 实现营收 34.18 亿元，同比+142.03%，归母净利润 2.55 亿元，同比+721.73%。分季度看，公司 2024Q2 实现营收 18.85 亿元，同比增加 148.87%，环比增加 22.97%，归母净利润 1.54 亿元，同比增加 1057.51%，环比增加 53.03%。整体来看，2024H1，新能源汽车的快速发展带动了汽车线束行业市场规模增长，公司凭借高标准、严要求，长期配套优质客户等竞争优势，积极拓展新客户并取得了持续稳定的订单，同时公司量产项目放量及新项目量产推动了营业收入迅速增长。随着新能源汽车快速发展对线束生产需求量的日益增加，公司盈利水平显著改善，净利润及相关指标大幅增长，公司面向新能源、智能化、全球化转型成效显著。

2024Q2 公司毛利率环比提升 2.6pct，四费率同比下降。2024Q2 公司毛利率 16.51%，同比+4.98pct，环比+2.55pct，净利率 8.18%，同比+10.31pct，环比+1.60pct。2024Q2 公司四费率为 8.26%，同比-5.36pct，环比+1.32pct，公司四费率同比下降，一方面公司持续推进智能制造与数字化转型，降本增效；另一方面受益于新能源客户项目的持续放量，销量增长促使公司规模效应更加显著，公司的期间费用率大幅下降，盈利能力大幅提升。

主营高低压线束的自主优质线束企业，量、价、利三升。1) 价升：公司深耕创新低压线束产品；同时加大布局高压线束产品产能，加强与国内外领先的新能源整车厂商的技术开发和业务合作。此外沪光股份也加大对高压连接器的布局，推出高压连接器产品。2) 量增：2020 年至今，在新势力和自主品牌崛起的大背景下，公司积极拓展新客户，成功配套赛力斯、L 汽车、美国 T 公司、蔚来乐道、吉利极氪等优质新客户，公司客户结构多元化，前五大客户销售收入占比总体呈下降趋势，从 2015 年的 99%下滑至 2024H1 的 84%。此外，公司持续深化“全球化”布局，积极开拓海外市场。3) 利升：2024H1，

一方面公司持续推进智能制造与数字化转型，降本增效；另一方面受益于新能源客户项目的持续放量，销量增长促使公司规模效应更加显著，公司期间费用率大幅下降，盈利能力大幅提升。

风险提示：上游原材料涨价风险；下游产销风险。

投资建议：上调盈利预测，维持优于大市评级。考虑到公司新项目持续放量，产能利用率的提升和人效的提升对公司盈利能力的拉动，我们上调公司业绩预期，预计公司 24/25/26 年营收分别为 74.8/95.2/121.6 亿元（原 24/25/26 年预计 70.9/89.8/110.2 亿元），24/25/26 年归母净利润分别为 5.8/7.4/9.4 亿元（原 24/25/26 年预计 4.6/6.3/8.4 亿元），维持“优于大市”评级。

证券分析师：唐旭霞（S0980519080002）、杨钊（S0980523110001）

### ◆ 三花智控(002050.SZ) 财报点评:毛利率提升，关注机器人新增长点

2024H1 营业收入稳步增长。公司 2024H1 实现营业收入 136.8 亿元，同比增长 9.2%，实现归母净利润 15.1 亿元，同比增长 8.6%。2024Q2 实现营业收入 72.4 亿元，同比增长 5.6%，环比增长 12.4%，实现归母净利润 8.7 亿元，同比增长 9.2%，环比增长 33.8%。公司业绩增长得益于：1）公司新能源汽车业务订单持续放量，2024H1 汽零业务营收 54.0 亿元，同比增长 11.9%，新能源车相关业务占比较高。2）制冷空调电器业务公司主导产品市场份额稳步提升。

2024H1 汽零、制冷业务毛利率提升。公司 2024H1 销售毛利率 27.46%，同比+1.65pct，销售净利率 11.13%，同比-0.16pct。2024H1 汽零业务毛利率 27.31%，同比+1.62pct，制冷业务毛利率 27.56%，同比+1.85pct。公司 2024 年将继续通过技改及流程改进、优化产品设计、推动关键设备自制、规模化采购等举措降低综合成本，预计随着相关改进持续落地，公司盈利能力将得到进一步提升。

多项热管理产品市占率全球第一，推进全球化布局。目前公司空调电子膨胀阀、四通换向阀、电磁阀、微通道换热器、Omega 泵、车用电子膨胀阀、新能源车热管理集成组件产品市占率全球第一。2024 年全球布局方面，1）制冷业务：推动欧洲亚威科改革，实现扭亏为盈。完成越南工厂二期的建厂并实现产线落地，扩大墨西哥、泰国产线。2）汽零业务：积极推进墨西哥、波兰及国内绍兴、中山、沈阳等生产基地建设。

投资智能变频控制器、机器人伺服电机控制器、域控制器项目，开拓新增长点。2024 年 1 月公司签订《三花智控未来产业中心项目投资协议书》，计划总投资不低于 50 亿元，项目包括 1）公司控股子公司先途电子智能变频控制器项目，2）三花智控机器人伺服机电执行器项目、热管理域控制器项目。以上布局有利于公司从机械部品开发向电子控制集成的系统控制技术解决方案开发升级，并向变频控制技术与系统集成升级方向延伸发展，有望成为潜在增长点。

风险提示：新能源汽车销量不及预期、原材料价格上涨、技术风险、政策风险、客户拓展风险、汇率风险等。

投资建议：维持盈利预测，维持“优于大市”评级。预测公司 2024-2026 年归母净利润为 35.38/43.02/50.95 亿元，每股收益 0.95/1.15/1.37 元，对应 PE 为 18/15/13 倍，维持“优于大市”评级。

证券分析师：唐旭霞（S0980519080002）、唐英韬（S0980524080002）

### ◆ 卓胜微(300782.SZ) 财报点评:L-PAMiD 已在部分品牌客户验证通过，短期利润承压

上半年收入同比增长 37%，毛利率承压。公司 2024 上半年实现收入 22.85 亿元（YoY +37.20%），归母净利润 3.54 亿元（YoY -3.32%），扣非归母净利润 3.54 亿元（YoY -3.43%），毛利率同比下降 6.9pct 至 42.12%，研发费用同比增长 94%至 4.93 亿元，研发费率同比提高 6.3pct 至 21.58%。其中 2Q24 营收 10.95 亿元（YoY +14.8%，QoQ -7.9%），归母净利润 1.57 亿元（YoY -37%，QoQ -21%），扣非归母净利润 1.60 亿元（YoY -36%，QoQ -18%），毛利率 41.40%（YoY -7.8pct，QoQ -1.4pct）。

上半年射频模组收入同比增长 81%，占比提高到 42%。分产品线来看，上半年公司射频分立器件收入 12.66 亿元（YoY +14.74%），占比 55%，毛利率同比下降 6.4pct 至 43.25%；射频模组收入 9.66 亿元（YoY +81.41%），

占比提高至历史新高 42%，毛利率同比下降 7.3pct 至 40.71%。

集成自产 MAX-SAW 的 L-PAMiD 已在部分品牌客户验证通过。公司 6 英寸滤波器产线的产品品类已实现全面布局，具备双工器/四工器、单芯片多频段滤波器等分立器件的规模量产能力，同时集成自产滤波器的 DiFEM、L-DiFEM、GPS 模组等产品已成功导入多家品牌客户并持续放量。公司对集成自产 MAX-SAW 的 L-PAMiD 产品性能、工艺和技术不断优化和迭代，产品系列已在部分品牌客户验证通过，公司针对 L-PAMiD 产品的研发覆盖全频段，将逐步丰富产品型号，持续布局高价值化的产品矩阵，形成产品战略闭环。

12 英寸 IPD 平台正式规模量产，3D 堆叠封装产品进入验证阶段。公司 12 英寸 IPD 平台已正式进入规模量产阶段，L-PAMiF、LFEM 等相关模组产品中采用自产 IPD 滤波器的比例已达到较高水平；12 英寸射频开关和低噪声放大器的第一代工艺生产线已实现工艺通线，并于 2024 年第二季度进入量产阶段，产能开始持续爬坡，其中自产的射频开关已实现量产出货，覆盖多家品牌客户以及绝大部分 ODM 客户。同时，公司正在建设高端先进模组技术能力，通过 3D 堆叠封装形式实现更好的性能和面积优势，产品已经进入验证阶段。

投资建议：射频前端产品平台型企业，维持“优于大市”评级

由于手机需求复苏较弱及研发投入加大，我们下调公司 2024-2026 年归母净利润至 9.14/12.16/15.45 亿元（前值为 12.33/15.15/18.23 亿元），对应 2024 年 8 月 28 日股价的 PE 分别为 37/28/22x。公司已形成射频前端产品平台，维持“优于大市”评级。

风险提示：新产品研发不及预期，需求不及预期，竞争加剧的风险。

证券分析师： 胡剑（S0980521080001）、胡慧（S0980521080002）、叶子（S0980522100003）、詹浏洋（S0980524060001）

联系人： 李书颖、连欣然

#### ◆ 江海股份(002484.SZ) 财报点评:2024 业绩触底回升，车载薄膜电容在手订单饱满

2024 公司营收、利润均创历史新高。公司 1H24 合计实现营收 23.64 亿元，(YoY -4.43%)，归母净利润 3.47 亿元 (YoY -3.91%)。对应单季度 2Q24 营收 13.13 亿元 (YoY +1.70%，QoQ +24.89%)，归母净利润 2.11 亿元 (YoY +1.61%，QoQ +53.77%)，面对需求下滑、竞争加剧等不利因素，公司积极开拓，充分发挥自身优势，实现了单季度营收和利润创历史新高。2Q24 毛利率 26.02% (YoY -0.66pct，QoQ +2.44%)，也终止了连续 3 个季度的下滑。

铝电解电容继续巩固优势领域，并发力小型化、固液混合等高端市场。1H24 公司铝电解电容营收 19.10 亿元 (YoY -4.68%)，毛利率 26.56% (YoY -1.01pct)。公司继续巩固和提升铝电解电容器在工控、新能源、汽车等领域的业务量和市占率，并持续推进 MLPC、固液混合等高端应用。此外，公司将快速补齐小型电容器产能、技术工艺提升和用户群拓展等短板，完成核心材料电极箔中长期发展规划建设。

薄膜电容积极开拓汽车市场，户储去库存接近尾声。1H24 公司薄膜电容营收 2.22 亿元 (YoY +12.88%)，实现毛利率 16.47% (YoY -4.09pct)。毛利率下降主要系：1) 产品降价导致盈利下降；2) 薄膜电容器户储市场库存太多，需求下滑。公司积极采取措施提升高压大容量薄膜电容器扩产项目效益，目前已出现较大改观，2 季度末随着去库存结束和行业稳定发展，薄膜电容器在风/光储应用端需求将有所增长；且电动汽车领域在手订单饱满，未来效益有望实现较大幅度增长。

超级电容调频侧应用开启大规模推广，持续拓展新应用领域。1H24 超级电容营收 1.09 亿元 (YoY +8.40%)，毛利率 20.57% (YoY -3.07pct)。一方面，在传统应用端，公司将采取新的策略及有效的降本措施积极应对；另一方面，在发电侧、用户侧调频等新应用领域，均已具备良好基础并将开启大规模推广，在节能减排智能制造等领域也已开始规模化应用。

投资建议：维持盈利预测，维持“优于大市”评级。

维持盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润 7.37/8.45/10.03 亿元，同比增速 4.2/14.6/18.7%，当前股价对应 PE 14/12/10x。我们预计公司主要产品降价幅度将逐步收窄，铝电解电容在高端领域持续突破，薄膜电容汽车领域发展乐观，我们看好公司长期成长，维持“优于大市”评级。

风险提示：下游需求不及预期；市场竞争格局进一步恶化的风险。

证券分析师： 胡剑（S0980521080001）、胡慧（S0980521080002）、叶子（S0980522100003）、詹浏洋（S0980524060001）

联系人： 李书颖、连欣然

#### ◆ 宏微科技(688711.SH) 财报点评:2024 营收环比增长 58%，下游需求逐步改善

公司 2024 营收环比增长 58%，经营情况逐步改善。公司主要产品为 IGBT、FRD 为主的功率半导体芯片、单管和模块；1H24 行业去库存压力较大，短期抑制了出货量和平均销售价格，导致业绩同比下滑，随着下游需求改善，库存逐步去化，2024 公司实现营收 3.9 亿元 (YoY-9.94%，QoQ+58.34%)，归母净利润 0.04 亿元 (YoY-86.6%，QoQ+346.5%)，扣非归母净利润 0.02 亿元 (YoY-93.55%，QoQ+139.74%)，受国内外宏观经济、光伏行业下行及新能源汽车市场竞争加剧等因素的影响，毛利率 15.62% (YoY-7.06pct，QoQ-0.26pct) 同比下滑。

1H24 研发费用同比增长 1.87%，芯片与模块产品丰富度提升。公司保持较高水平的研发投入（研发费用率 8.48%），研发人员同比增长 46.85%。在芯片技术方面，光伏用 1000V M7U 芯片已量产，首款 1200V 40mohm SiC MOSFET 芯片已通过可靠性验证，自研 SiC SBD 芯片部分产品已小批量出货。在模块技术方面，光伏用 1000V 三电平定制模块与储能用 650V 三电平产品批量交付；车规级 280A-820A/750V 灌封模块大批量生产阶段；车规级 1200V SiC 自研模块研制中；1700V 系列化用于高压变频、风电变流器和 SVG 等多领域可批量供应；不间断电源三电平 SiC 混合模块已批量供货。

塑封模块加速推进，客户数量持续扩充。公司塑封模块项目持续推进，车规级 400-800A/750V 双面/单面散热塑封模块已批量生产。此外，公司已有良好客户基础：在工业控制领域，客户包含苏州汇川、台达集团、英威腾、伊顿等；在新能源发电领域，重点客户包含客户 A、阳光电源、爱士惟、古瑞瓦特、禾望电气等；在新能源汽车领域，主要客户有比亚迪、汇川、臻驱等；充电桩应用的主要客户有英飞源、英可瑞、优优绿能、特来电等。未来随需求回暖，公司有望迎来盈利端的修复改善。

投资建议：中长期公司芯片、模块设计与工艺实现的技术能力有望打开新能源应用领域的成长空间，短期考虑行业景气下行及产品价格下滑，结合公司 2024 经营情况，下调毛利率预期，预计 24-26 年公司有望实现归母净利润 0.65/1.03/1.44 亿元 (前值：1.02/1.36/1.80 亿元)，对应 24-26 年 PE 分别为 44/28/20 倍，维持“中性”评级。

风险提示：新能源发电及汽车需求不及预期，模块产线建设不及预期等。

证券分析师： 胡剑（S0980521080001）、胡慧（S0980521080002）、叶子（S0980522100003）、詹浏洋（S0980524060001）

联系人： 连欣然、李书颖

#### ◆ 圣邦股份(300661.SZ) 财报点评:二季度收入同比增长 33%，盈利能力改善

上半年收入同比增长 37%，归母净利润同比约翻倍。公司 2024 上半年收入 15.76 亿元 (YoY+37%)，归母净利润 1.79 亿元 (YoY+99%)，扣非归母净利润 1.58 亿元 (YoY+223%)，毛利率同比提高 0.8pct 至 52.33%，研发费用同比增长 19.63% 至 4.18 亿元，研发费率同比下降 3.9pct 至 26.49%。其中 2Q24 实现收入 8.47 亿元 (YoY+33%，QoQ+16%)，归母净利润 1.24 亿元 (YoY+109%，QoQ+129%)，毛利率 52.19% (YoY+1.6pct，QoQ-0.3pct)，研发费率为 24.74% (YoY-2.9pct，QoQ-3.8pct)。截至 2024 年中，公司研发人员为 1085 人，占公司员工总数的 73.06%，其中从事集成电路行业 10 年及以上 372 人。

上半年两大产品收入均同比增长，电源管理产品毛利率同比提高。分产品线来看，上半年电源管理产品收入 10.38 亿元 (YoY+46.3%)，占比 66%，毛利率同比提高 3.8pct 至 49.75%；信号链产品收入 5.38 亿元 (YoY+22.7%)，占比 34%，毛利率同比下降 3.2pct 至 57.30%。

各研发项目进展顺利，持续推出新产品。上半年公司各研发项目进展顺利，持续推出拥有完全自主知识产权的新产品，包括双通道 2A 闪光灯 LED 驱动器、共模输入电压范围-24V 至 105V 的高边电流检测运算放大器、6A 高效同步降压电源转换芯片、基于自主研发 AHP-COT 架构具有快速的负载瞬态响应能力的高效同步降压芯片、车规级同步降压芯片、低功耗低压差低噪声车规级 LDO 芯片、可承受-10V 输入电压的

车规级高速低边驱动芯片、支持外部时钟同步频率可调的车规级同步降压芯片、超低内阻功率 MOSFET 芯片等。

跟踪市场变化，拓展客户群体。公司持续跟踪市场发展变化，特别是新能源车、光伏储能、人工智能、智能制造等应用领域的发展趋势，积极做好相关技术、知识产权和产品的布局及储备，目前已在电动汽车、工业控制、5G 通讯、物联网、智能家居、可穿戴设备、无人机、智能制造等领域取得了良好的销售业绩，拓展了客户群体，后续公司将继续发挥产品性能及市场反应迅速的优势，准确及时地把握住商机、进一步拓展国内外市场份额。

投资建议：模拟芯片平台企业，维持“优于大市”评级

我们略下调公司 2024-2026 年归母净利润至 4.16/6.85/9.60 亿元（前值为 4.78/7.72/10.57 亿元），对应 2024 年 8 月 29 日股价的 PE 分别为 76/46/33x。我们看好公司作为模拟芯片平台企业的长期成长能力，维持“优于大市”评级。

风险提示：产品研发不及预期，客户导入不及预期，竞争加剧的风险。

证券分析师： 胡剑（S0980521080001）、胡慧（S0980521080002）、叶子（S0980522100003）、詹浏洋（S0980524060001）

联系人： 李书颖、连欣然

#### ◆ 唯捷创芯(688153.SH) 财报点评:上半年收入同比增长 20%，接收端模组收入翻倍以上增长

上半年收入同比增长 20%，毛利率承压。公司 2024 上半年实现收入 10.72 亿元（YoY +20.28%），实现归母净利润 1127 万元，同比扭亏为盈，扣非归母净利润-1163 万元，同比亏损幅度收窄；毛利率同比下降 3.0pct 至 25.73%，研发费用同比增长 4.7%至 2.22 亿元，研发费率同比下降 3.1pct 至 20.73%。其中 2Q24 营收 6.10 亿元（YoY +6.5%，QoQ +32%），归母净利润 1664 万元（YoY +34%，QoQ +410%），扣非归母净利润 698 万元（YoY -64%，QoQ +137%）；毛利率为 23.97%（YoY -3.6pct，QoQ -4.1pct）。

接收端模组收入同比超翻倍，射频功率放大器模组收入中一半以上来自 5G。分产品线看，上半年公司射频功率放大器模组收入 8.54 亿元（YoY +7.1%），占比 80%，毛利率为 26.14%，其中 5G 射频功率放大器模组收入 4.60 亿元，占射频功率放大器模组收入的 53.9%；接收端模组收入 2.18 亿元（YoY +134%），占比 20%，毛利率为 24.16%。

L-PAMiD 模组产品导入多家品牌客户，卫星通信射频前端模组规模销售。上半年射频功率放大器各产品进展顺利，新一代低压版本 L-PAMiF 模组成功导入多家品牌手机厂商，并实现批量销售，而且已完成平台厂商的参考设计认证；L-PAMiD 模组产品成功导入多家品牌客户，并实现大规模销售；Wi-Fi 7 模组对路由器和智能手机终端实现批量销售，第二代非线性 Wi-Fi 7 模组产品已进入量产阶段；5G 车规级射频前端解决方案已在终端产品中实现批量销售；卫星通信射频前端模组已成功导入多家品牌手机厂商，实现规模销售。

完成新一代 L-FEM 产品的设计，推出第一代 L-DiFEM 模组产品。上半年公司接收端产品向头部手机批量出货，产品研发和推广进展顺利，完成新一代 L-FEM 产品的设计，预计将在 2024 年下半年向客户推广；推出多款新一代 LNA Bank 产品，针对独立组网 5G 应用的新产品已成功导入品牌厂商，并实现了批量销售；第一代 L-DiFEM 模组产品已进入市场推广阶段，通过结合已推出的 L-PAMiD 产品可为品牌厂商的高端机型提供一整套解决方案。

投资建议：新产品量产销售顺利，维持“优于大市”评级

考虑到价格竞争给毛利率带来的压力，我们下调公司 2024-2026 年归母净利润至 2.48/4.06/5.69 亿元（前值为 3.38/5.39/6.49 亿元），对应 2024 年 8 月 29 日股价的 PE 分别为 53/32/23x。公司射频前端模组产品布局全面，新产品量产销售顺利，维持“优于大市”评级。

风险提示：新产品研发不及预期；客户验证不及预期；需求不及预期。

证券分析师： 胡剑（S0980521080001）、胡慧（S0980521080002）、叶子（S0980522100003）、詹浏洋（S0980524060001）

联系人：李书颖、连欣然

**◆ 通富微电(002156.SZ) 财报点评:上半年收入同比增长 11.8%，盈利能力提高**

二季度收入同环比均增长，毛利率同环比均提高。公司 2024 上半年实现收入 110.80 亿元 (YoY +11.83%)；实现归母净利润 3.23 亿元 (预告值 2.88-3.75 亿元)，扣非归母净利润 3.16 亿元 (预告值 2.65-3.55 亿元)，同比扭亏为盈；毛利率同比提高 3.7pct 至 14.16%；研发费率同比下降 0.1pct 至 6.07%；管理费率同比下降 0.3pct 至 2.14%；销售费率同比基本持平，为 0.3%。其中 2Q24 营收 57.98 亿元 (YoY +10.1%，QoQ +9.8%)，归母净利润 2.24 亿元 (YoY +217%，QoQ +128%)，扣非归母净利润 2.22 亿元 (YoY +203%，QoQ +135%)，毛利率为 16.00% (YoY +4.7pct，QoQ +3.9pct)。

传统框架类产品市场稳定，存储器、显示驱动、FC 产品线增长超 50%。上半年公司持续紧抓手机及消费市场复苏机遇，传统框架类产品市场稳定，营收实现增长。新兴市场方面，系统级封装技术的射频模组、通讯 SoC 芯片等产品不断上量；存储器、显示驱动、FC 产品线展现出强劲增长势头，保持超 50% 的增速；先进封装方面，公司持续发力服务器和客户端市场大尺寸高算力产品，依托与 AMD 等行业龙头企业多年的合作积累与先发优势，上半年高性能封装业务保持稳步增长，同时配合 AMD 等头部客户人工智能发展的机遇期要求，积极扩产槟城工厂。

升级大尺寸多芯片 Chiplet 封装技术，16 层芯片堆叠封装产品大批量出货。上半年公司对大尺寸多芯片 Chiplet 封装技术升级，新开发了 Corner fill、CPB 等工艺，增强对 chip 的保护；启动基于玻璃芯基板和玻璃转接板的 FCBGA 芯片封装技术，开发面向光电通信、消费电子、人工智能等领域对高性能芯片的需求，目前已完成初步验证；完成了 Power 方面的 Easy3B 模块的研发，开始进入小批量量产，国内首家采用 Cu 底板灌胶模块，应用于太阳能逆变器，相对于市场传统的 Easy1B、2B 模块能更有效的降低系统的热阻及功耗；16 层芯片堆叠封装产品大批量出货；国内首家 WB 分腔屏蔽技术、Plasma dicing 技术进入量产阶段。

投资建议：受益于半导体周期向上和 AI 应用落地，维持“优于大市”评级

得益于行业复苏带动产能利用率提升，公司毛利率提高，我们上调公司 2024-2026 年归母净利润至 9.84/13.15/15.91 亿元 (前值为 8.65/12.93/15.14 亿元)，对应 2024 年 8 月 28 日股价的 PE 为 29/22/18x。公司受益于周期向上和 AI 应用落地，维持“优于大市”评级。

风险提示：新产品研发不及预期；需求不及预期；大客户集中的风险。

证券分析师：胡剑 (S0980521080001)、胡慧 (S0980521080002)、叶子 (S0980522100003)、詹浏洋 (S0980524060001)

联系人：李书颖、连欣然

**◆ 沪硅产业(688126.SH) 财报点评:二季度收入环比增长，短期利润承压**

上半年收入同比约持平，毛利率承压。公司 2024 上半年实现收入 15.69 亿元 (YoY -0.28%)，其中 300mm 硅片随市场出现复苏迹象及公司产能的持续提升，出货量同比有所增加，200mm 及以下尺寸硅片及受托加工服务的出货量有所下降；归母净利润-3.89 亿元 (YoY -307.35%)，扣非归母净利润-4.29 亿元；毛利率由于产品平均单价下降和扩产带来的折旧摊销费用增加，下降 31.7pct 至 -10.91%，研发费用增长 16.8% 至 1.24 亿元，研发费率同比提高 1.2pct 至 7.87%。其中 2Q24 营收 8.45 亿元 (YoY +9.6%，QoQ +16.5%)，归母净利润-1.91 亿元，毛利率-13.67% (YoY -30.8pct，QoQ -6.0pct)。

300mm 半导体硅片产能达 50 万片/月，启动新增 60 万片/月的产能升级项目。子公司上海新昇 2024 上半年新增 300mm 半导体硅片产能 20 万片/月，合计产能已达到 50 万片/月，上半年实现收入 9.52 亿元 (YoY +49%)，占比 61%，毛利率为 -12.7%，预计 2024 年底将实现 60 万片/月的建设目标。同时，公司还在上海、太原两地启动建设 300mm 硅片产能升级项目，将在现有基础上新增 60 万片/月，达到 120 万片/月，预计总投资额为 132 亿元，其中太原项目总投资约 91 亿元，拟建设拉晶产能 60 万片/月 (含重掺)、切磨抛产能 20 万片/月 (含重掺)，预计将于 2024 年完成中试线的建设，实现 5 万片/月的产能；上海项目总投资 41 亿元，拟建设切磨抛产能 40 万片/月。

芬兰扩产项目年内可导入设备，单晶压电薄膜衬底材料完成一期产线建设。200mm 及以下半导体硅片方面，公司上半年实现收入 4.80 亿元 (YoY -37%)，占比 31%，毛利率为-19.5%。子公司新傲科技继续推进 300mm 高端硅基材料研发中试项目，现已建成年产能约 6 万片的试验线，其子公司新傲芯翼也在积极开展关键技术研发、相关产品的工艺推广和市场开拓。子公司芬兰 Okmetic 在芬兰万塔的 200mm 半导体特色硅片扩产项目正在按计划建设，年内可进行设备导入。子公司新硅聚合的单晶压电薄膜衬底材料已完成一期产线的建设，成功实现部分产品的批量化生产，并积极推进二期产线的建设。

投资建议：高端产线建设持续推进，维持“优于大市”评级

由于半导体硅片需求复苏晚于行业，以及新产能投产和利用率下降影响短期毛利率，我们下调公司 2024-2026 年归母净利润至 1.84/2.80/3.82 (前值 3.02/3.98/4.89 亿元)，对应 2024 年 8 月 29 日股价的 PS 分别为 10.9/8.9/7.6x。公司高端产线建设持续推进，维持“优于大市”评级。

风险提示：需求不及预期，产能释放不及预期，客户导入不及预期。

证券分析师： 胡剑 (S0980521080001)、胡慧 (S0980521080002)、叶子 (S0980522100003)、詹浏洋 (S0980524060001)

联系人： 李书颖、连欣然

### ◆ 天岳先进(688234.SH) 财报点评:毛利率环比持续提升，8 英寸衬底保持领先

营收连续 9 个季度增长，2024 扣非归母净利润环比增长 21%。公司主要产品为碳化硅衬底。2024 年公司实现营收 4.86 亿元 (YoY +98.5%，QoQ+14.1%)，连续 9 个季度保持营收同比增长；扣非归母净利润 0.53 亿元 (YoY+181%，QoQ+20.7%)，毛利率 23.97% (YoY+13.28pct，QoQ+2.05pct)。随终端场景对高品质、车规级的产品需求提升，公司导电型碳化硅产能产量持续提升，交付能力继续增强。

导电衬底客户覆盖全球头部企业，长期合作协议持续更新。1H24 公司与英飞凌、博世等下游国际头部企业签署了新的长期合作协议，公司向英飞凌提供 6 英寸导电型衬底和晶棒，占英飞凌需求的两位数水平，同时还将助力英飞凌向 8 英寸产品转型。截至 1H24，全球前十大功率半导体企业超 50%已成为公司客户；此外，1H24 日本子公司 SICC GLOBAL 株式会社实现收入 2922 万元，净利润 93 万元。

临港工厂交付品质持续提升，客户与技术提升进入正向循环。23 年公司已实现销量超 20 万片，上海临港工厂二阶段产能提升持续推进；得益于上海工厂前期模块化高标准设计，通过 AI 和数字化技术持续优化工艺，良率水平稳步提高，公司毛利率得以实现环比三个季度连续增长。随着公司车规级高品质导电型衬底向国际大厂客户大规模批量供应，品控能力进一步提升，从而进入头部客户-技术提升-规模扩大的正向循环。

8 英寸批量供货，各项核心技术进一步优化。公司在 8 英寸衬底已率先实现海外客户批量销售。目前，随国际一线大厂在 8 英寸晶圆工厂建设步入陆续投产阶段，公司 8 英寸产品的客户验证和销售量持续增加。上海临港工厂二期 8 英寸碳化硅衬底扩产正在推进中；未来，通过和英飞凌等国际龙头合作，公司有望在 8 英寸衬底等领域占据先发优势。

投资建议：中长期我们看好公司在导电碳化硅衬底的领先身位，公司 1H24 毛利率提升好于预期，上调公司毛利率，随着规模效应体现，下调未来 3 年费用率，预计公司 24-26 年归母净利润 2.28/3.81/5.52 亿元 (前值：1.18/2.25/3.92 亿元)，维持“优于大市”评级。

风险提示：新能源发电及汽车需求不及预期等。

证券分析师： 胡剑 (S0980521080001)、胡慧 (S0980521080002)、叶子 (S0980522100003)、詹浏洋 (S0980524060001)

联系人： 连欣然、李书颖

### ◆ 杰华特(688141.SH) 财报点评:二季度收入创季度新高，亏损幅度收窄

二季度收入同环比增长，亏损幅度收窄。公司 2024 上半年实现收入 7.51 亿元 (YoY +15.60%)，归母净利润-3.37 亿元，扣非归母净利润-3.60 亿元，同比亏损幅度增大；毛利率同比下降 3.8pct 至 27.79%，研发费用同比增长 31%至 3.21 亿元，研发费率同比提高 5.1pct 至 42.71%。其中 2024 实现收入 4.21 亿

元 (YoY +21%, QoQ +28%), 创季度新高, 归母净利润-1.28 亿元, 扣非归母净利润-1.47 亿元, 亏损幅度同比环比均收窄; 毛利率为 27.87% (YoY -2.7pct, QoQ +0.2pct)。截至 2024 年中, 公司研发人员为 635 人, 较 2023 年底的 544 人增加 91 人。

上半年电源管理芯片收入增长 17.85%, 其中电池管理芯片翻倍以上增长。上半年公司电源管理芯片收入 7.38 亿元 (YoY +17.85%), 占比 98.3%, 毛利率为 27.68%, 其中 DC-DC 芯片收入 3.69 亿元 (YoY +0.55%), 占比 49%, 毛利率 25.24%; AC-DC 芯片收入 2.27 亿元 (YoY +36.27%), 占比 30%, 毛利率 24.51%; 线性电源芯片收入 1.20 亿元 (YoY +43.65%), 占比 16%, 毛利率 40.58%; 电池管理芯片收入 2245 万元 (YoY +135%), 占比 3%, 毛利率 30.62%。信号链芯片收入 689 万元 (YoY +13.86%), 占比 0.9%, 毛利率 20.61%。

针对新兴市场推出多款新产品, 同时积极开展外延式发展。上半年公司发布了高集成度 DC-DC 模块、升降压 DC-DC、放大器、比较器、模拟开关等多款产品, 在新能源、汽车等领域得到了客户的肯定; 在电子保护开关品类, 公司推出多款功率管集成产品, 获得计算领域客户的好评; 在网通和安防领域, 公司推出多款 PoE 以太网供电芯片, 包括高集成 4 路 PSE 供电芯片, PD 受电端协议和功率全集成芯片, 已通过多家头部客户的测试。另外, 公司推出了多款汽车应用的高低边驱动芯片, 并基本完成了汽车 LDO 的布局。另外, 公司采取积极的外延式发展战略, 上半年先后将无锡宜欣公司、艾芯泽及浙江芯塔纳入合并报表范围, 通过优势互补进一步提升公司的竞争力。

投资建议: 自有工艺平台助力高端模拟芯片的推出, 维持“优于大市”评级

由于高研发投入, 我们下调公司 2024-2026 年归母净利润至 -3.10/+0.03/1.04 亿元 (前值为 -2.30/+0.19/1.11 亿元), 对应 2024 年 8 月 30 日股价的 PS 分别为 3.9/3.1/2.6x。公司采用虚拟 IDM 经营模式, 虽然短期利润承压, 但长期看好其自有工艺平台在高端模拟芯片领域的助力, 维持“优于大市”评级。

风险提示: 需求不及预期, 产品研发不及预期, 客户导入不及预期。

证券分析师: 胡剑 (S0980521080001)、胡慧 (S0980521080002)、叶子 (S0980522100003)、詹浏洋 (S0980524060001)

联系人: 李书颖、连欣然

## ◆ 洲明科技(300232.SZ) 财报点评: 上半年收入同比增长 3.3%, 积极开拓国际市场巩固市占率

上半年收入同比增长 3.3%, 毛利率提升 2.2pct。公司发布 2024 年半年度报告, 1H24 营业收入 34.06 亿元 (YoY 3.26%), 增长主要得益于公司海外业务收入持续增长。归母净利润 1.00 亿元 (YoY -54.60%), 下滑主要因为 2024 年上半年, 权益法确认的投资收益亏损 0.53 亿元, 主要系公司参股深圳洲明时代伯乐投资管理合伙企业(有限合伙)所投企业公允价值变动所致。扣非归母净利润 0.83 亿元 (YoY -68.90%)。毛利率 32.08% (YoY 2.23pct), 提升主要由于毛利率较高的海外业务占比提升。

二季度收入同比增长 14.5%, 费用管控措施初见成效。2024 营业收入 19.14 亿元 (YoY 14.53%, QoQ 28.26%), 归母净利润 0.81 亿元 (YoY 5.69%, QoQ 317.07%), 扣非归母净利润 0.74 亿元 (YoY -42.62%, QoQ 734.97%), 毛利率 31.91% (YoY 4.28pct, QoQ -0.40pct)。费用率方面, 公司 1H24 期间费用率 24.05%, 其中 2Q24 期间费用率 21.91%, 公司费用管控措施初见成效。

国际渠道深度拓展, 积极巩固提升市场占有率。分地区看, 公司 1H24 境内收入 12.35 亿元 (YoY -16.52%), 毛利率 16.24% (YoY -2.75pct); 境外收入 21.71 亿元 (YoY 19.34%), 毛利率 41.09% (YoY 2.41pct)。公司在海外市场取得较为显著成绩, 通过全面开拓渠道, 与合作伙伴进行深度市场战略合作, 国际各区域的流通市场取得了明显突破和增长。

智慧显示收入及毛利均实现增长, 持续推进 LED+AI 融合。分业务看, 公司 1H24 智慧显示收入 31.27 亿元 (YoY 4.21%), 占比 91.8%, 毛利率 32.11% (YoY 1.76pct); 智能照明收入 2.21 亿元 (YoY -2.05%), 占比 6.5%, 毛利率 31.10% (YoY -2.02pct); 文创灯光收入 0.27 亿元 (YoY -29.09%), 占比 0.8%, 毛利率 16.03% (YoY 59.30pct)。商业模式方面, 公司以 LED 显示为载体, 结合 AI 空间交互技术加持, 推动智能交互与智慧显示业务进化; 以数字内容为牵引, 结合 LED 硬件产品, 推出“内容+AI+硬件+交互”

的一体化解决方案，从而增强产品市场竞争力。

投资建议：维持“优于大市”评级。考虑到 LED 需求仍保持韧性，公司海外经营稳步提升而国内市场有所疲弱；同时考虑到公司费用管控措施初见成效，我们维持盈利预测，预计 2024-2026 年营业收入 80.33/90.06/102.65 亿元（无调整），归母净利润 2.82/3.73/4.80 亿元（无调整），当前股价对应 PE 分别为 20.8/15.7/12.2，维持“优于大市”评级。

风险提示：需求不及预期，资产减值风险，汇率波动风险，市场竞争加剧。

证券分析师： 胡剑（S0980521080001）、胡慧（S0980521080002）、叶子（S0980522100003）、詹浏洋（S0980524060001）

联系人： 李书颖、连欣然

#### ◆ 华润微(688396.SH) 财报点评:营收与净利润环比改善，工艺与产品持续升级

2Q24 公司营收与扣非归母净利润均环比上升。公司是拥有芯片设计、掩模制造、晶圆制造、封装测试等全产业链一体化能力的领先半导体企业；目前公司主营业务可分为产品与方案、制造与服务两大业务板块：产品与方案业务板块聚焦功率半导体、数模混合、智能传感器与智能控制等领域，为 IDM 模式，制造与服务业务主要提供晶圆制造、封装测试等代工服务。2Q24 公司实现营收 26.44 亿元（YoY-1.45%，QoQ+24.98%），扣非归母净利润 2.27 亿元（YoY-42.69%，QoQ+293.27%），毛利率 26.34%（YoY-7.51pct，QoQ-0.13pct）。

产品与方案板块（占 48%）毛利率约 20%，汽车电子、功率 IC 等加速开拓。产品与方案业务产品结构逐步优化：泛新能源占 39%，消费电子占 36%，工业设备占 16%，通信设备占 9%；泛新能源中汽车电子提升至 22%，产品进入比亚迪、吉利、一汽、长安、五菱等重点车企。IGBT 产品线中工业（含光伏）、汽车电子领域销售占比超过 70%；IGBT 模块、IPM 模块、TMBS 模块、MOSFET 模块整体规模增长 85%；功率 IC 产品在电机市场份额实现较大提升，营收同比增长 61.5%。

制造与服务板块（占 49%）毛利率约 33%，工艺平台持续升级。在制造工艺平台方面，0.11um BCD、0.15um 高性能 BCD、新一代 HVIC、CMOS-MEMS 单芯片集成喷墨打印头等多平台技术产品进入风险量产，发布 0.18um SOI BCD、0.15um 高可靠 BCD、0.15um 高性能 CMOS 等平台技术。先进封装业务（矽磐微电子）营收同比增长 136%，SiP 模块封装实现大规模量产；功率封装（润安科技）营收同比增长 1241%，IPM 模块实现大规模量产。

1H24 公司研发投入占 12.05%，掩模版业务顺利推进。1H24 公司研发投入 5.74 亿元，同比增长 4.89%，氮化镓器件、SiC MOS 等产品研发持续推进。此外，掩模业务营收同比增长 22.4%，高等级产品占比逐步提高，掩模新品良率保持在 98%以上，重点客户产品准时交付率达 99.97%；高端掩模项目 6 月实现产线贯通，完成首套 90nm 高端掩模产品的生产与交付。

投资建议：考虑行业降价对毛利率带来的影响与公司费用端的优化，基于公司 1H24 经营情况，下调公司平均毛利率，预计 24-26 年公司有望实现归母净利润 9.81/11.05/12.79（前值：11.8/13.5/15.1 亿元），24-26 年 PB 分别为 2.06/1.98/1.90 倍，维持优于大市评级。

风险提示：新能源需求不及预期，产线建设不及预期等。

证券分析师： 胡剑（S0980521080001）、胡慧（S0980521080002）、叶子（S0980522100003）、詹浏洋（S0980524060001）

联系人： 李书颖、连欣然

#### ◆ 蓝特光学(688127.SH) 财报点评:上半年净利润同比增长 122%，光学校镜收入大幅增长

上半年公司收入增长 88%，主要产品收入均呈现增长。公司发布 2024 年半年度报告，1H24 营业收入 3.78 亿元（YoY 88.20%），其中 2Q24 营业收入 2.11 亿元（YoY 82.81%，QoQ 26.20%）。收入增长主要原因为上半年公司把握消费电子、汽车智能驾驶等领域的发展机遇，主要产品光学校镜、玻璃非球面透镜、玻璃晶圆收入均呈现增长。

上半年归母净利润增长 122%，毛利率略降 0.88pct。公司 1H24 归母净利润 0.49 亿元（YoY 122.23%），

扣非归母净利润 0.47 亿元 (YoY 306.26%)；其中 2Q24 归母净利润 0.20 亿元 (YoY 14.68%，QoQ -32.17%)，扣非归母净利润 0.21 亿元 (YoY 58.66%，QoQ -22.14%)。在毛利率水平保持稳定的前提下，受业务规模成长带动，公司利润水平实现显著增长。1H24 毛利率 31.60% (YoY -0.88pct)，其中 2Q24 毛利率 29.14% (YoY -4.85pct，QoQ -5.56pct)。

光学棱镜收入大幅增长，主要受益于高端微棱镜产品量产。按产品分类，公司 1H24 光学棱镜收入 2.03 亿元 (YoY 313.32%)，毛利率 23.24%；公司新开发的应用于智能手机潜望式摄像头模组的微棱镜产品于 2023 年内正式量产并形成了规模销售。玻璃非球面透镜收入 1.23 亿元 (YoY 16.02%)，毛利率 48.87%；玻璃晶圆收入 0.31 亿元 (YoY 47.51%)，毛利率 12.28%。

持续加强研发资源投入，研发人员占比持续提升。公司 1H24 研发费用投入达 0.46 亿元，同比增长 68.31%，主要系因项目研发需要，研发人员增加、研发人员薪酬增加以及 2023 年 10 月实施 2023 年限制性股票激励计划股份支付费用增加。公司进一步加强研发人才储备与研发团队建设，研发人员扩充至 317 人，占比达员工总数的 12.97%，较去年增加 2.92pct。

持续有序推进微棱镜产业基地扩产项目实施。公司积极开展募投项目需求的设备购置、安装、调试等工作，保证微棱镜产业基地扩产项目的有序推进。该项目围绕公司现阶段主营业务展开，对已成熟的原有项目进行扩产，有利于帮助公司及时抢占市场先机、奠定自身在业内的优势。微棱镜产业基地扩产项目已于 2024 年 7 月整体达到预定可使用状态并投入使用。

投资建议：维持“优于大市”评级。我们看好公司在光学行业的竞争力及领先优势，看好智能手机潜望式摄像头模组的微棱镜加速放量带来业绩快速增长及车载摄像头和激光雷达相关的玻璃非球面透镜产品需求持续增长，预计 2024-2026 年营业收入 11.44/14.83/17.26 亿元 (前值 11.60/15.08/17.56 亿元)，归母净利润 2.67/3.69/4.58 亿元 (前值 2.78/3.44/3.94 亿元)，当前股价对应 PE 分别为 27.2/19.6/15.8 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：下游需求不及预期；新品进展不及预期；市场竞争的风险等。

证券分析师： 胡剑 (S0980521080001)、胡慧 (S0980521080002)、叶子 (S0980522100003)、詹浏洋 (S0980524060001)

联系人： 李书颖、连欣然

### ◆ 赛微电子(300456.SZ) 财报点评:上半年收入同比增长 39%，北京产线继续处于产能爬坡阶段

上半年收入增长 39%，毛利率提升 3.12pct。公司发布 2024 年半年度报告，1H24 收入 5.51 亿元 (YoY 38.91%)，增长主要因为公司聚焦发展主营业务 MEMS，瑞典产线订单、生产与销售状况良好，实现业务增长同时保持了良好的盈利能力。归母净利润-0.43 亿元 (较上年同期多亏 1523 万元)，扣非归母净利润 -0.49 亿元 (较上年同期少亏 1336 万元)。毛利率 35.04% (YoY 3.12pct)，主要由于瑞典产线毛利率保持较高水平，北京产线明显好转。

二季度收入增长 36%，净利润同比减亏。公司 2Q24 收入 2.81 亿元 (YoY 36.41%，QoQ 4.17%)，归母净利润-0.31 亿元 (较上年同期少亏 1186 万元，较上季度多亏 1935 万元)，扣非归母净利润-0.35 亿元 (较上年同期少亏 1396 万元，较上季度多亏 2117 万元)，毛利率 36.88% (YoY 8.87pct，QoQ 3.75pct)。

MEMS 主业持续推动产品导入，半导体设备仍贡献一定收入。分业务看，公司 1H24 MEMS 晶圆制造收入 3.06 亿元 (YoY 32.11%)，占比 55.6%，毛利率 34.57% (YoY 2.00pct)；MEMS 工艺开发收入 1.61 亿元 (YoY 24.32%)，占比 29.1%，毛利率 37.55% (YoY 2.34pct)；半导体设备收入 0.57 亿元，主要为全资子公司赛积国际仍适度开展半导体设备业务，为公司贡献了一定体量的营业收入，占比 10.4%，毛利率 21.25%。

瑞典产线推动已有产能利用率爬坡，为增加境外产能准备条件。1H24 瑞典产线产能利用率 38.75%，生产良率 72.78%。瑞典 FAB1&FAB2 出于业务需要，通过添购关键设备、收购半导体产业园区继续提升现有产线的整体产能。由于瑞典产线仍处于复苏阶段，MEMS-OCS 等高单价、低产量晶圆产品的收入占比提高，综合导致其产能利用率仍处于较低水平，生产良率处于正常区间。

北京产线继续处于产能爬坡阶段，产能利用率显著提高。1H24 北京产线产能利用率 29.42%，生产良率

77.03%。北京产线由于仍处于产能爬坡阶段，面向客户需求产品的工艺开发、产品验证及批量生产仍需一定时间，已实现量产的品类仍相对较少，大部分仍处于工艺开发、产品验证或风险试产阶段。

投资建议：维持“优于大市”评级。考虑到公司瑞典产线的全球领先地位以及北京产线的规模化生产优势，并且公司新增半导体设备销售业务，同时结合公司扩产节奏及北京产线产能实际爬坡进度，我们维持业绩预期，预计2024-2026年营业收入15.71/20.81/25.43亿元（无调整），归母净利润2.55/3.62/5.33亿元（无调整），当前股价对应PB分别为2.10/1.97/1.80，维持“优于大市”评级。

风险提示：产能释放不及预期；客户验证不及预期；下游需求不及预期。

证券分析师： 胡剑（S0980521080001）、胡慧（S0980521080002）、叶子（S0980522100003）、詹浏洋（S0980524060001）

联系人： 李书颖、连欣然

### ◆ 海天味业(603288.SH) 财报点评: 第二季度收入同比增长 7.98%，员工持股计划助力长远发展

公司2024上半年收入同比增长11.52%。海天味业发布2024年半年报业绩，2024H1实现营业总收入141.56亿元，同比增长9.18%；实现归母净利润34.53亿元，同比增长11.52%；实现扣非归母净利润33.25亿元，同比增长11.95%；2024Q2实现营业总收入64.62亿元，同比增长7.98%；实现归母净利润15.34亿元，同比增长11.12%；实现扣非归母净利润14.65亿元，同比增长10.24%。

下游餐饮需求仍然疲软，渠道调整成果逐渐显现。2024Q2酱油/调味酱/蚝油/其他分别实现营收31.8/6.5/10.4/10.8亿元，同比+3.0%/+11.3%/+1.3%/+22.6%；线下/线上渠道分别实现营收56.3/3.1亿元，同比+5.3%/+38.1%，预计酱油品类和线下渠道均受到餐饮需求疲软和C端消费力偏弱影响，料酒、醋品类保持较高增速。渠道端北部/中部/东部/南部/西部经销商环比+63/33/27/24/21家至1975/1455/898/855/1491家，经销商数量优化进程有企稳迹象，渠道调整成果逐渐释放。

原材料价格呈行情回调走势，盈利能力同比改善。24Q2公司毛利率为36.33%，同比+1.60pct，主因黄豆等大宗原料成本呈回调趋势。2024Q2销售/管理/研发费用率同比+1.1/+0.2/+0.3pct，销售费用率提升主因人工、广告及推广支出增加，预计为调味品行业竞争有所加剧。2024Q2净利率23.7%，同比+0.7pct；扣非归母净利润率22.7%，同比+0.5pct，公司盈利能力持续改善。

发布2024-2028年员工持股计划，助力中长期健康发展。公司发布2024-2028年员工持股计划草案，（1）对象：核心管理人员及骨干员工（董监高持股比例不超过15%）不超过800人。（2）资金来源：公司计提的持股计划专项激励基金1.84亿元，受让价格为36.87元/股。（3）考核目标：与公司利润目标一致，即2024年归母净利润同比+10.8%（剔除股份支付费用）。

风险提示：行业竞争加剧，原材料成本大幅上涨，餐饮需求恢复不及预期等。

盈利预测与投资建议：由于下游餐饮需求较为疲软叠加C端消费力不足，我们下调此前盈利预测。我们预计2024-2025年公司实现营业总收入275.2/303.3亿元（前预测值为277.5/301.9亿元），并引入2026年收入预测331.2亿元，2024-2026年收入同比12.0%/10.2%/9.2%；2024-2025年公司实现归母净利润63.8/70.1亿元（前预测值为65.7/72.5亿元），并引入2026年利润预测75.9亿元，2024-2026年归母净利润同比13.4%/9.8%/8.3%；预计公司2024-2026年实现EPS1.15/1.26/1.36元，当前股价对应PE分别为29.6/27.0/24.9倍，维持优于大市评级。

证券分析师： 张向伟（S0980523090001）

### ◆ 古井贡酒(000596.SZ) 财报点评: 产品结构延续升级趋势，净利率提升逻辑持续兑现

2024年第二季度公司收入同比+16.8%，归母净利润同比+24.6%。2024上半年公司实现营业总收入138.06亿元，同比+22.1%；实现归母净利润35.73亿元，同比+28.5%。其中，2024年第二季度实现营业总收入55.19亿元，同比+16.8%；实现归母净利润15.07亿元，同比+24.6%。

2024H1产品结构延续升级趋势，年份原浆高质量增长。分品牌看，2024H1年份原浆/古井贡酒/黄鹤楼及其他收入分别107.87/12.38/14.03亿元，同比+23.12%/+11.47%/+26.53%，毛利率同比

+1.16/-3.02/+6.43pcts。其中，年份原浆销量/吨价同比+16.64%/+5.56%，延续高质量增长势能。分区域看，华北/华南/华中收入同比+35.10%/+17.18%/+21.34%，省内基本盘支撑稳健增长，省外山东及河北市场增速较好。

2024Q2 预收略有承压，毛利率提升验证定价话语权。截至 2024Q2 末合同负债环比 Q1 末减少 23.99 亿元，淡季省内需求较弱，宴席场景呈双位数下滑，预收端压力较大。分产品看，单二季度古 16/古 8/古 7 增速领先，古 20 边际降速、聚焦经销商结构优化和库存去化；尽管省内消费升级趋势放缓，公司增长中枢从去年由古 5+8 引领向古 8+16 过渡的趋势几经验证，带动单二季度毛利率同比+2.72pcts。全国化扩张看，景气度下行时期公司阶段性回防省内基础，省外市场仍处于调整期，淡季库存去化较多，后续或通过古 30 拉品牌、古 20+7 的组合拳模式拓展市场。

2024Q2 费用率小幅提升，综合净利率同比+1.7pcts。2024Q2 税金及附加/销售费用/管理费用率同比+1.54/+0.32/+0.23pcts。2024H1 消费税同比+31.6%，判断系生产和销售节奏错期所致。淡季公司在市场费投上保持理性克制，端午期间阶段性加大古 5、古 8 红包力度促动销，整体看全年费用投放节奏符合规划，未来随渠道费用精准化投放、弱化随量费用及广宣投入形成规模效应，费用率仍有优化空间。

盈利预测与投资建议：行业需求承压背景下，古井自身竞争优势毋庸置疑。1) 7 月以来省内升学宴等拉动，回款端有所改善，中秋旺季余力十足；2) 省内份额优势支撑，价位升级话语权进一步提高，结构升级+费用率优化仍有空间；3) 公司战略意识极强，提前布局古 30，为长期古 20 的发展打开空间。维持此前盈利预测，预计 2024-2025 年收入 245.07/290.41 亿元，同比+21.0%/+18.5%；归母净利润 58.08/72.16 亿元，同比+26.6%/+24.2%，当前股价对应 15.7 倍 2024 年 PE，公司 EPS 增长置信度仍然较高，维持“优于大市”评级。

风险提示：行业竞争加剧，行业需求恢复不及预期，增投费用下利润率承压，食品安全问题等。

证券分析师： 张向伟 (S0980523090001)

联系人： 张未艾

## ◆ 洋河股份(002304.SZ) 财报点评: 第二季度业绩承压，现金分红回报指引积极

2024 年第二季度公司收入、净利润下滑，发布 3 年现金分红回报规划。2024 上半年公司实现营业总收入 228.76 亿元，同比+4.6%；实现归母净利润 79.47 亿元，同比+1.1%。其中，2024 年第二季度实现营业总收入 66.21 亿元，同比-3.0%；实现归母净利润 18.92 亿元，同比-9.7%。公司发布现金分红回报公告，2024-2026 年每年度现金分红率不低于 70%且分红总额不低于 70 亿元（含税），积极回报投资者。

2024H1 收入平稳增长，白酒业务收入同比+4.89%。分产品看，2024H1 中高档酒/普通酒收入 199.61/25.30 亿元，同比+4.78%/+5.16%，毛利率同比-1.37/+2.76pcts，行业需求压力下结构升级趋势放缓，主品量增集中在 Q1 旺季、低价位产品需求韧性较好。分量价看，2024H1 销量/吨价同比-0.27%/+5.17%，价增驱动收入增长系 1) 公司坚持聚焦大单品战略；2) 春节旺季省内仍有结构改善；3) 产品提价贡献。

省内坚持“聚焦+转型”，省外打造高地市场。分区域看，2024H1 省内/省外收入 95.95/128.96 亿元，同比+1.42%/+7.50%；截至 Q2 末经销商 8833 家，省内/省外环比-18/+62 家。省内看，今年公司回归大本营、进一步深耕，在苏中、苏北份额优势仍然巩固，苏南及南京市场相对受到挤压式竞争；公司坚定营销队伍重塑和市场整治，经销商结构有所优化。省外看，海之蓝、天之蓝仍有动销基本盘，公司设立 6 个大区加强协同，积极打造高地市场、样板市场，10 亿元市场突破 10 个，今年对各个大区因地制宜制定考核清单，渠道基础工作扎实度提升。

单二季度动销承压，增投费用稳固份额。2024Q2 收入、利润均下滑，终端及渠道压力逐步传导至报表端，公司主动调整，围绕去库和动销开展工作。2024Q2 毛利率同比-1.4pcts，销售费用率同比+1.76pcts（广宣及职工薪酬增加较多），综合毛销差-3.2pcts，淡季公司加大宴席场景政策力度以促动销、品牌建设及消费者活动投入较多。24Q2 经营性现金流量净额-28.07 亿元，销售收现 49.06 亿元/同比-12.0%，截至 Q2 末合同负债 39.38 亿元/环比 Q1 末下降 18.78 亿元，淡季白酒消费需求下滑，经销商回款积极性受损。

盈利预测与投资建议：展望下半年，中秋消费需求或延续疲软，动销仍有压力；行业下行阶段公司主动调整，坚持绵柔年份老酒战略、渠道精细化建设、营销模式转型，为长期发展赢得空间。公司组织、渠

道调整仍需时间，短期收入及业绩压力较大，下调此前盈利预测，预计 2024-2025 年收入 322.47/338.99 亿元，同比-2.7%/+5.1%（前值为+5.2%/+10.0%）；归母净利润 95.21/98.68 亿元，同比-4.9%/+3.6%（前值为+2.3%/+10.1%）。按照公司现金分红回报规划，预计今年现金分红率高于 70%，当前股价对应 2024 年 12.2 倍 PE，股息率在 6%，估值安全边际很高，维持“优于大市”评级。

风险提示：行业竞争加剧，行业需求恢复不及预期，增投费用下利润率承压，食品安全问题等。

证券分析师： 张向伟（S0980523090001）

联系人： 张未艾

#### ◆ 巴比食品(605338.SH) 财报点评:第二季度收入同比减少 1.93%，单店经营承压

公司 2024 上半年收入同比增长 3.56%。公司公布 2024 年半年报，2024H1 实现营业总收入 7.64 亿元，同比增长 3.56%；实现归母净利润 1.11 亿元，同比增长 36.04%；实现扣非归母净利润 0.88 亿元，同比增长 31.42%；2024Q2 实现营业总收入 4.10 亿元，同比减少 1.93%；实现归母净利润 0.72 亿元，同比增长 75.60%；实现扣非归母净利润 0.50 亿元，同比增长 7.40%。

外延并购贡献门店增量，单店收入承压。2024Q2 公司特许加盟/直营门店/团餐渠道收入同比-3.0%/-31.1%/+1.7%，其中 2024Q2 门店净增加 190 家至 5284 家，蒸全味并表贡献 133 家，巴比门店华东/华南/华北/华中分别净增 12/55/-1/-9 家。我们测算 2024Q2 公司单店营收（特许加盟门店平均收入）同比下滑约 12%，预计主因公司门店集中于需求更为疲软的华东区域。2024Q2 团餐增速放缓，主要源于下游需求较为平淡。2024Q2 华东/华南/华中/华北地区收入分别同比-4.1%/+22.6%/+8.4%/-8.9%，华东区域基本盘较大且消费恢复较疲弱，华南地区基数较低因此增速更优。

原材料成本价格维稳，二季度盈利能力改善。2024Q2 公司毛利率 26.4%，同比下降 0.3pct，原材料猪肉成本同比降低，同时面粉和油脂类价格有所下降。2024Q2 公司销售/管理费用率-0.7/-1.1pct，与公司拓店放缓带来的职工薪酬与物业费减少以及股份支付费用减少有关。此外，公司间接持有东鹏饮料股份带来公允价值变动收益带来归母净利润增加约 2500 万。综合来看，2024Q2 公司归母净利率为 17.7%，同比+7.7pct，盈利能力持续优化。

内生外延并进，期待单店经营企稳。内生增长方面，公司审慎评估门店选址、精细管理门店以提升门店经营效率，同时通过打造差异化的产品和服务，继续发力大客户及零售业务，持续渠道下沉和特通渠道挖掘。外延方面，此前成功收购了南京蒸全味品牌，有助于加强公司全国化门店版图。

风险提示：行业竞争加剧，原材料成本大幅上涨，餐饮需求恢复不及预期等。

盈利预测与投资建议：考虑到公司单店营收短暂承压，我们下调此前盈利预测。我们预计 2024-2026 年公司实现营业总收入 17.29/18.72/20.34 亿元（前预测值为 18.37/20.53/22.76 亿元），2024-2026 年收入同比 6.07%/8.27%/8.66%；2024-2026 年公司实现归母净利润 2.25/2.44/2.64 亿元（前预测值为 2.36/2.70/2.99 亿元），2024-2026 年归母净利润同比 5.34%/8.20%/8.21%；预计公司 2024-2026 年实现 EPS 0.90/0.97/1.05 元，当前股价对应 PE 分别为 15.8/14.6/13.5 倍，维持中性评级。

证券分析师： 张向伟（S0980523090001）

#### ◆ 泸州老窖(000568.SZ) 财报点评:上半年收入增速稳健，第二季度税金率波动影响净利润增速

2024 年第二季度公司收入同比+10.5%，归母净利润同比+2.2%。2024 上半年公司实现营业总收入 169.05 亿元，同比+15.8%；实现归母净利润 80.28 亿元，同比+13.2%。其中，2024 年第二季度实现营业总收入 77.16 亿元，同比+10.5%；实现归母净利润 34.54 亿元，同比+2.2%。

2024H1 收入稳健增长，公司酒类收入同比+16.0%。上半年中高档酒/其他酒收入 152.13/16.25 亿元，同比+17.12%/+6.86%。中高档酒看，销量/吨价同比+25.71%/-6.84%，毛利率同比-0.23pcts，受益于前期西南地区“挖井计划”开拓终端增量、及春节旺季需求景气度较好，国窖及泸系特曲量增扎实，结构下移系特曲 60 版/老字号特曲等腰部产品增速高于国窖所致。其他酒看，销量/吨价同比+0.56%/+6.27%，毛利率同比+0.52pcts，头曲增势较好，品类内部结构升级。

2024Q2 中档酒延续稳健增势，淡季渠道库存去化效果显现。单二季度看，毛利率同比微增 0.17pcts 系中高档酒收入占比仍有提升，但内部结构下调与 2024H1 变化一致，行业需求压力下国窖增速边际放缓，60 版及老泸州特开瓶数据表现亮眼，尤其低度老字号受益于华北地区消费降级增势良好。淡季渠道压力较大，2024Q2 经营性现金流量净额同比-6.6%，销售收现同比-0.2%，截至二季度末合同负债环比减少 1.93 亿元；公司主动控制发货节奏、做开瓶动销工作，库存从 5 月高位回落至健康水平，终端开瓶数据在 6-8 月逐月提升，当前经销商库存水平较去年同期下降，中秋动销余力充足。

单二季度净利润增速慢于收入增速主因费用率及税率提升压制。2024Q2 税金及附加率同比+2.22pcts，其中 2024H1 消费税同比+30.4%，判断系生产节奏扰动所致，2022-2023 年受夏季高温天气影响 Q2 蒸馏酿造环节较少，消费税总基数较低，2024Q2 生产排班高于去年。2024Q2 销售费用/管理费用同比+0.73/-0.58pcts，二季度公司围绕消费者端开展活动，保证渠道和终端利润以促进动销积极性，但受益于数字化营销工程赋能，费效比兑现提升趋势，销售费率略有提升系广宣投入增加。二季度所得税率同比+2.04pcts，综合 2024Q2 净利率同比-3.62pcts。

盈利预测与投资建议：淡季公司主动控货，渠道健康度改善，中秋备货工作已稳步开展；但需求环境仍然疲软，公司以渠道良性和可持续发展为先，下半年动销压力下需保持费投维持销售链条各环节利润，利润率提升持谨慎态度。下修此前盈利预测，预计 2024-2025 年收入 348.7/397.0 亿元，同比+15.4%/+13.8%（前值为+17.9%/+16.5%）；归母净利润 149.8/171.7 亿元，同比+13.1%/+14.6%（前值为+18.2%/+17.2%），当前股价对应 11.7 倍 2024 年 PE，维持“优于大市”评级。

风险提示：行业竞争加剧，行业需求恢复不及预期，增投费用下利润率承压，食品安全问题等。

证券分析师： 张向伟（S0980523090001）

联系人： 张未艾

#### ◆ 京沪高铁(601816.SH) 财报点评:跨线列车业务量增长稳健，盈利能力持续提升

京沪高铁披露 2024 年半年报。2024 年上半年实现营业收入 208.6 亿元（+8.2%），归母净利润 63.6 亿元（+23.8%），扣非净利润 63.5 亿元（23.7%）；其中，二季度单季营收 107.6 亿元（+4.0%），单季归母净利润 33.9 亿元（+16.6%），单季扣非净利润 33.9 亿元（+16.5%）。

本线客运量增长承压，跨线列车业务量同比增长稳健。2024 年上半年，国内铁路客运复苏趋势明显，全国铁路客运量达到 21.0 亿人次，同比增长 18.4%。在全国铁路客运需求稳步修复的背景下，京沪线本线的商务出行人群占比较高，受宏观经济影响较大，导致上半年本线列车运送旅客量同比下降 1.1%至 2470.9 万人次。而跨线列车业务量仍然呈稳健增长态势，上半年，京沪跨线列车运营里程完成 4850.2 万列公里、较去年同期增长 7.9%；京福安徽公司管辖线路列车运营里程完成 1898.4 万列公里、较去年同期增长 10.5%。

二季度毛利率继续改善，京福安徽公司亏损持续收窄。受益于规模效应，客流量及列车开行量的大幅修复摊薄了固定成本，公司盈利能力持续提升，二季度实现毛利率 48.5%，同比增加 3.0pct、环比增加 2.3pct。费用端，长期借款规模减少从而带动财务费用率下降 1.8pct。子公司京福安徽上半年亏损约 1.48 亿元，亏损大幅收窄（2023 年同期亏损 5.69 亿元）。

公司经营稳健，长期价值凸现。中长期来看，京沪高铁是我国铁路集团的核心资产，盈利能力较强，经营稳健且风险低，而且高铁定价逐步市场化为公司未来业绩增长打开了空间，此外，子公司京福安徽公司的区位优势显著，所辖线路为长三角一体化示范区的重要交通支撑，处于“八纵八横”南北通道和东西通道的交汇点，具有良好的客流基础，未来盈利增长仍然具有较大潜力。

风险提示：铁路客流增长不及预期，价格调整不及预期，安全事故

投资建议：维持“优于大市”评级。

微幅调整盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润分别为 133.8 亿、149.0 亿、164.8 亿（24-25 年调整幅度分别为-3.2%/-1.5%），分别同比+15.9%、+11.3%、+10.6%，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 罗丹（S0980520060003）、高晟（S0980522070001）

### ◆ 春秋航空(601021.SH) 财报点评:客收表现稳健, 成本管控优异

春秋航空披露 2024 年中报。2024 年上半年营收 98.8 亿元(+23.0%), 归母净利润 13.6 亿元(+62.3%), 扣非净利润 13.6 亿元(+79.4%); 其中, 二季度单季营收 47.1 亿元(+12.9%), 归母净利润 5.51 亿元(+14.1%), 扣非净利润 5.5 亿元(+31.1%)。

供需数据提升显著, 客座率稳步修复。2024 年上半年, 公司 ASK、RPK 分别同比增长 21.5%/26.1%, 相较 2019 年同期分别增长 28.7%/28.2%, 客座率为 91.3%, 同比上涨 3.4pct, 相较 2019 年同期下降 0.4pct。其中, 二季度公司 ASK、RPK 分别同比增长 12.7%/15.9%, 相较 2019 年同期分别增长 23.7%/24.0%, 客座率为 91.4%, 同比上涨 2.5pct, 相较 2019 年二季度增加 0.2pct。2024 年上半年公司客公里收益为 0.393 元, 同比下降 2.5%; 国内/国际航线客公里收益相比 2019 年同期分别增长 7.9%/18.0%。

单位成本同比微幅下降, 看好业绩继续上行。2024 年上半年运行保障端资源瓶颈有所缓解, 日利用率小时同比提升 14.4%, 使得固定成本有效摊薄。上半年公司单位成本为 0.31 元, 同比下降 0.6%, 单位非油成本为 0.197 元, 同比下降 2.1%。最终, 上半年公司毛利率实现 15.0%, 同比提升 1.6pct, 归母净利润率实现 13.8%, 同比增长 3.3pct。2024 年公司计划引进 8 架飞机, 截至二季度末, 春秋航空共运营 127 架空客 A320 系列飞机, 上半年净增 6 架。公司计划 24-26 年分别净增长 8、12、14 架飞机, 23-26 年飞机数量的年复合增速为 8.6%, 机队扩张、加速引进飞行员以及国际航线修复将继续支撑公司运投和客运量维持较快增长, 随着业务量的增长, 公司的客座率和飞机利用率有望继续提升, 从而带动业绩继续上行。

风险提示: 宏观经济下滑, 油价汇率剧烈波动, 安全事故。

投资建议: 维持“优于大市”评级。

考虑到宏观经济增长承压、消费仍然疲软, 小幅下调盈利预测, 预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 29.1 亿、37.3 亿、43.8 亿(24-26 年调整幅度分别为-11.1%/-7.4%/-7.0%), 由于春秋航空及经营韧性较强且长期具有成长空间, 维持“优于大市”评级。

证券分析师: 罗丹(S0980520060003)、高晟(S0980522070001)

### ◆ 中远海能(600026.SH) 财报点评:上半年成品油表现强劲, 旺季原油值得期待

中远海能发布 2024 年半年报, 业绩表现优于预告。中远海能 2024 上半年实现营业收入 116.5 亿元, 同比+0.7%, 实现归母净利润 26.1 亿元, 同比-7.1%, 扣非归母净利润 26.2 亿元, 同比+8.2%。其中 2024Q2 单季度, 海能实现营业收入 58.13 亿元, 同比-2.2%, 归母净利润 13.71 亿元, 同比-19.8%, 扣非归母净利润 13.81 亿元, 同比-10.1%, 高于公司业绩预告(公司预告 24Q2 归母净利润和扣非归母净利润均为 13.14 亿元)。此外, 值得注意的是, 2023 上半年, 海能处置了 5 艘船舶, 2023H1 资产处置收益达 4.0 亿元, 基数明显偏高。

外贸油运整体表现略超预期, 主要来自于成品油的边际贡献。中远海能 24H1 外贸油运业务收入 77.5 亿元, 同比+2%, 毛利 25.3 亿元, 同比-9%, 毛利率 32.7%, 同比下降 3.8pct。毛利率的同比下滑主要来自于原油轮 VLCC 的运价表现较 2023 年偏弱, 2024 年 3-5 月期间, TD3C 航线的平均 TCE 为 44392 美元/天, 同比下滑幅度达 14%, 但是如果从绝对水平来看, 2024 年的运价并不弱, 同比下滑主因 2023 年坞修船舶数量较高、巴西原油出口超预期等因素导致的异常高基数。成品油轮方面, 红海危机影响了一部分中东流向苏伊士以西区域的原油贸易, 中小型原油轮绕航好望角使吨海里需求相应提升, 2024 年 3-5 月, LR2TC1-TCE 均值 56079 美元/天, 同比+34%, LR1TC5-TCE 均值 42348 美元/天, 同比+21%, MR TC7-TCE 均值 37305 美元/天, 同比+28%。

内贸及 LNG 稳健增长, 安全垫作用凸显。2024 上半年, 中远海能内贸业务实现营业收入 29.2 亿元, 同比下滑 5.1%, 内贸业务的毛利率为 24.3%, 同比不降反升 1.6pct; LNG 方面, 外贸 LNG 实现营业收入 9.6 亿元, 同比增长 10.1%, 毛利率为 52.0%, 同比小幅下滑 0.4pct。综合来看, 内贸及 LNG 业务的收入占比已达到 33%的较高水平, 同时随着海能 LNG 项目船的逐步交付, LNG 业务的贡献仍在提升, 为上市公司提供较厚安全垫。

展望下半年, 旺季原油运输有望释放弹性。2024 年全年, VLCC 船型新交付运力仅为 2 艘, 且上半年已

拆解老旧 VLCC 一艘，当前全球 VLCC 运力正处断档期，9 月美联储有望开启降息、10 月 OPEC+ 计划逐步取消 220 万桶/日的额外减产部分，均有望对油运需求形成拉动，叠加 IMO 的环保公约对航速形成限制，我们预计 2024 年旺季弹性有望充分释放。

风险提示：全球经济超预期下滑、安全事故、油轮供给超预期释放。

投资建议：

当前 VLCC 的供给断档导致油轮资产价值持续攀升，上市公司的重置价值不断增厚为油运投资带来安全垫，叠加公司大力回报股东，计划中期现金分红总额为 24H1 归母净利润的 30%至 50%，中远海能的价值属性已经逐步体现。如下半年旺季运价表现优异，海能有望迎来戴维斯双击。考虑到当前全球经济压力仍存、美联储降息进度略低于此前预期，将 2024-2026 年盈利预测由 61.5/68.6/74.0 亿元下调至 58.7/68.3/72.5 亿元，对应 PE 估值为 11.9/10.2/9.6 倍，维持“优于大市”评级。

证券分析师：高晟（S0980522070001）、罗丹（S0980520060003）

### ◆ 中远海控(601919.SH) 财报点评:中期分红回报股东，下半年业绩值得期待

中远海控公布 2024 年中报，Q2 业绩表现优异。中远海控发布 2024 年半年度报告，2024H1 实现营业收入 1012.0 亿元，同比增长 10.19%；实现归母净利润 168.7 亿元，同比增长 1.87%。其中 Q2 公司实现营业收入 529.3 亿元，同比增长 19.0%；实现归母净利润 101.2 亿元，同比增长 7.23%。

红海危机刺激需求，上半年实现量价齐升。上半年中远海控集装箱运输量同比增长 9.3%，其中美线/欧线/亚洲区域航线货量同比+8.5%/-14.9%/+12.9%。美线和亚洲区域需求强劲，但是欧线由于绕行导致的运输时间延长，导致数据口径有所变化，表现增速明显下滑。具体来看，中远海运集运的表现明显优于东方海外，上半年中远海运集运和东方海外货量同比分别增长 12.7%和 2.1%。价格方面，公司平均单箱运价同比增长 4.4%，分航线来看，美线/欧线单箱运价同比增长 23.5%/26.7%，类似于运输量的表现，中远海运集运上半年经营数据更为亮眼，中远海运集运平均单箱运价同比上涨 4.9%，东方海外运价同比上涨仅 0.1%。

船舶成本快速下降，但是绕行好望角导致设备及货物运输成本快速增长。上半年中远海控集装箱业务成本同比提升 8.5%，具体来看，船舶成本受船舶租金下行影响，同比下降 10.0%，但是由于绕行好望角所带来的额外运输时间、运输距离以及红海危机初期可能产生了较大的调度成本损耗，设备及货物运输成本提升 22.7pct。

积极扩充运力的同时大力回报股东。8 月 29 日，中远海控以每艘 1.8 亿美元的价格共计订造 12 艘 14000TEU 型甲醇双燃料动力集装箱船，本次交易订造船舶总价为 21.5 亿美元（折合约人民币 153.4 亿元），本次交易将使用自有资金比例不低于 40%，其余为银行贷款，将有效缩小海控与前三大船东的运力规模差距，同时顺应绿色低碳、智能航运业发展新趋势。此外，上市公司拟进行中期分红，分红比例约为 49.2%，接近股东回报计划上限。

风险提示：全球经济超预期下滑、安全事故、红海危机影响超预期减弱等。

投资建议：

红海危机导致全球远东-欧洲线绕行好望角，阶段性的供需错配带来了集运行业景气度明显提升，虽然 Q3 以来 SCFI 指数已经由涨转跌，但是考虑到船东提价的滞后性，以及收入确认的滞后性，我们预计 Q3 海控业绩有望继续实现环比增长。此外，考虑到红海危机对 25/26 年的边际影响或将弱化，我们将 2024-2026 年业绩预测由 291.0/295.8/307.3 亿元调整至 381.0/243.6/239.5 亿元，对应 PE 估值 4.7/7.4/7.5 倍，维持“优于大市”评级。

证券分析师：高晟（S0980522070001）、罗丹（S0980520060003）

### ◆ 姚记科技(002605.SZ) 财报点评:游戏及营销业务下滑，关注卡牌潮玩等创新业务发展

上半年业绩同比下滑。1) 公司披露 24 年半年报，上半年实现营业收入 19.08 亿元、归母净利润 2.84 亿元，同比分别下滑 18.65%、30.29%，对应全面摊薄 EPS 0.66 元；实现扣非归母净利润 2.69 亿元，同

比下滑 32.05%；2) Q2 单季度实现营业收入 9.27 亿元、归母净利润 1.33 亿元，同比分别下滑 20.0%、36.3%，对应 EPS 0.32 元；3) 业绩下滑一方面在于去年同期较高的基数效应，另一方面在于受制于宏观环境及行业背景数字营销及游戏营收出现明显下滑。

游戏及数字营销业务下滑明显，关注下半年底部反转可能。1) 上半年游戏业务实现营收 5.13 亿元，同比下滑 27.28%；毛利率基本稳定，同比提升 0.61 个 pct 至 96.24%；营收下滑明显主要在于去年同期较高基数以及产品周期等因素影响。从行业竞争格局来看，公司所处的休闲游戏品类相对稳定，国内主要有《捕鱼炸翻天》、《指尖捕鱼》、《姚记捕鱼 3D 版》、《大神捕鱼》、《捕鱼新纪元》、《小美斗地主》、《齐齐来麻将》等休闲类游戏；海外游戏产品主要有《Bingo Party》、《Bingo Journey》、《Bingo Wild》、《黄金捕鱼场》、《fish box》、《捕鱼派对》等，整体表现相对稳定；下半年有望在去年较低基数背景下出现明显改善；2) 数字营销业务实现营业收入 8.79 亿元，同比下滑 20.29%，毛利率略提升 0.67 个 pct 至 4.99%；营收下滑主要受宏观环境等因素影响；3) 扑克牌实现营业收入 4.91 亿元、同比下滑 4.72%；毛利率同比提升 4.42 个百分点至 30.45%。同时公司持续推进“年产 6 亿副扑克牌生产基地建设项目”，产能释放之下有望带动扑克牌营收增速持续改善。

关注卡牌潮玩等新兴产业布局。公司已战略投资卡淘进军体育文化收藏卡球星卡业务；卡淘下设 DAKA（国内最大的卡片 IP 发行商）与 Card Hobby（国内最大的二手收藏卡交易平台），Card Hobby 在国内处于领先地位；球星卡之外，公司旗下姚记潮品亦获得宝可梦卡牌代理，卡牌业务布局领先。

风险提示：新业务不及预期；政策监管风险；游戏流水不及预期等。

投资建议：我们维持盈利预测，预计公司 2024-26 年归母净利润分别为 6.67/7.52/8.03 亿元；摊薄 EPS=1.62/1.82/1.95 元，当前股价对应 PE=13/11/11x。我们看好公司在休闲游戏市场的竞争力以及卡牌等新业务发展潜力，继续维持“优于大市”评级。

证券分析师： 张衡（S0980517060002）、陈瑶蓉（S0980523100001）

## ◆ 视觉中国(000681.SZ) 财报点评:扣非净利润同比向上，关注下游需求及 AIGC 场景落地

扣非净利润同比向上。1) 24 年上半年实现营业收入 3.99 亿元、归母净利润 0.51 亿元，同比分别增长 7.56%、-44.04%，对应全面摊薄 EPS 0.07 元；归母净利润大幅下滑主要在于全年同期较多的投资受益影响；剔除相关因素影响，上半年实现扣非归母净利润 0.49 亿元，同比增长 11.79%；2) Q2 单季度实现营业收入 2.24 亿元、归母净利润 0.38 亿元，同比分别增长-6.1%、2.2%，对应 EPS 0.05 元；3) 中期计划每 10 股派现金 0.08 元（含税）向全体股东实施利润分配，不进行送股或资本公积金转增股本。

内容服务能力持续提升，客户侧保持高粘性。1) 图片服务之外，公司持续发力音视频及 3D 内容资源。当前音视频素材总量超 4600 万，相关业务收入比例由上年同期的 5.16%增长到 31.99%。同时上半年先后战略投入 3D 内容企业景致三维及其子公司-觅她、创作者社区与交易平台 CG 模型网，内容资源进一步丰富；2) 客户服务端，KA 客户公司依托 vcg.com 网站，发挥全品类的内容优势势；中小企业提供高效简单、标准化、自助化程度高的在线交易电商平台；电商交易销售额占总营收比例由去年同期的 15.66%增长到 29.21%；C 端用户市场，通过 API 开放平台建设，以 B2B2C 的模式通过 AI 智能技术赋能；与阿里巴巴、腾讯、百度、京东、金山办公、华为、小米、OPPO、VIVO、荣耀等大型平台合作，并在视频剪辑、创意设计、视频配乐等细分的场景与联想、Canva、万兴科技、小影科技、稿定设计、创客贴等建立了平台级合作。

“AI+内容+场景”战略持续推进。1) 内容数据方面，拥有近 5 亿的高质量图文对、80 万小时的视频音乐素材，合计 300 万结构化标签与行业知识图谱；24 年 7 月公司与爱诗科技正式达成战略合作、拓展 AI 视频应用；2) 场景方面，AI 智能搜索已经在公司旗下网站 VCG.com、veer.com、Vjshi.com 先后上线支持图片、视频搜索；战投企业爱设计&AIPPT，切入 AI 办公领域。

风险提示：宏观经济波动；监管政策风险；新技术落地不及预期等。

投资建议：维持盈利预测，看好 AIGC 赋能下中长期公司基于内容和场景优势实现版权价值放大可能，维持“优于大市”评级。我们预计 2024/25/26 年归母净利润分别为 1.76/2.03/2.21 亿元，对应摊薄 EPS=0.25/0.29/0.32 元，当前股价对应 PE=43/38/35x。AIGC 时代公司版权运营、数据、创作者生态优

势显著，具备资源价值重估与商业模式再造可能，广告市场若能复苏营收及利润亦有望持续修复，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 张衡（S0980517060002）、陈瑶蓉（S0980523100001）

#### ◆ 蓝色光标(300058.SZ) 财报点评:营收保持高增长，净利润增速逐季改善

营收保持高增长，毛利率下降压制利润表现。1) 上半年实现营收 308.58 亿元、同比增长 40.33%；实现归母净利润 1.83 亿元、同比下滑 35.74%，对应全面摊薄 EPS 0.07 元；净利润下滑明显主要在于毛利率同比下滑 1.64 个 pct 至 2.97%；2) 分季度来看，Q2 公司实现营业收入 150.76 亿元、归母净利润 1.01 亿元，同比分别增长 23.4%、-25.6%，对应全面摊薄 EPS 0.04 元；Q2 归母净利润下滑幅度相比 Q1 显著收窄；展望下半年，在去年较低的基数基础上净利润增速有望持续改善；3) 半年度不派发现金红利，不送红股，不以公积金转增股本。

出海业务营收增长迅猛，国内业务毛利率下滑幅度较高。1) 上半年公司出海业务实现营收 237.1 亿元、同比增长 49.86%，继续保持高增速；毛利率保持稳定，同比下滑 0.23 个百分点至 1.61%；国内市场实现营收 70.67 亿元，同比增长 15.59%；毛利率同比下滑 4.24 个百分点至 7.55%；2) 出海市场中，Meta 和 Google 代理广告收入增长率保持在两位数，表现稳定。TikTok 代理广告收入同比增长 100%。与 Moloco 开启全新合作代理模式，上半年营收相较于去年同期增加 500 倍。出海旗舰产品“鲁班跨境通”荣获 Top Digital 和 IAI 传鉴国际广告奖，彰显了蓝色光标在行业中的领先地位和前沿创新力，成为企业出海营销过程中的强大助力。

AI 及元宇宙领域场景持续落地。1) 上半年蓝色宇宙在安徽合肥、云南弥勒、四川剑门关等地的数字化创新项目陆续落地，旗下蓝标文旅已经与全国众多 5A 景区建立联系；蓝标智播在快手本地生活的达人带货贡献 GMV 超过 1000 万；2) AI 方面发展出包括小红书，b 站，抖音洞察等国内业务 AI 营销工具矩阵，Meta，Instagram，YouTube，TikTok for Business 分析助手，构建了智能搜索工具，覆盖了客户的营销洞察，市场分析，人群策略，创意生成，创意评估，投放提效等多个营销环节。

风险提示：技术低于预期；宏观经济波动；商誉减值风险等。

投资建议：看好出海以及 AIGC 对营销服务行业的降本增效潜力，维持“优于大市”评级；我们维持盈利预测，预计 24/25/26 年归母净利润分别为 3.82/6.04/7.48 亿元，对应摊薄 EPS=0.15/0.24/0.30 元，当前股价对应 PE=35/22/18x。AIGC 有望带动营销服务行业降本增效并创造全新商业场景及模式，公司在出海及 AI、元宇宙等领域布局优势显著，关注底部基本面向上可能，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 张衡（S0980517060002）、陈瑶蓉（S0980523100001）

#### ◆ 中国核电(601985.SH) 财报点评:高温气冷堆获核准，拓展核能新生态

新能源带动营收增长，归母净利润有所降低。2024 年上半年公司实现营业收入 374.41 亿元（+3.15%），主要系公司新能源装机规模同比增加，发电量增长所致；实现归母净利润 58.82 亿元（-2.65%），主要系大小修同比有所增加，核电发电量略有下降及新能源平均电价有所降低所致。公司累计发电量 1052.95 亿 kWh（+4.43%），上网电量 992.95 亿 kWh（+4.68%），其中，核电发电量 891.53 亿 kWh（-1.24%），上网电量 834.25 亿 kWh（-1.25%）；绿电发电量 161.42 亿 kWh（+52.87%），上网电量 158.70（+52.87%）首个核能与石化大规模耦合项目徐圩核电得到核准。8 月 19 日国常会核准江苏徐圩核能供热发电厂一期项目，包括两台华龙一号（1208MW）和一台高温气冷堆（660MW），公司在建及核准待建机组数量达到 18 台。项目建成投产后每年可供应工业蒸汽 3250 万吨，最大发电量超 115 亿度。

新能源装机规模快速增长，拟发行二期 REITs 项目。截至报告期末，公司新能源控股在运装机 2237.0 万 kW，包括风电 755.9 万 kW，光伏 1481.1 万 kW，另控股独立储能电站 112.9 万 kW；控股在建装机 1471.9 万 kW，包括风电 325.0 万 kW，光伏 1146.9 万 kW。8 月 29 日，公司董事会同意中核汇能权益型并表类 REITs（二期）发行方案，发行规模不超过 50 亿元（含），项目底层资产初步确定为中核汇能下属 13 家项目公司风电、光伏资产，总装机规模约 74.1 万千瓦，资产组估值合计约 55.2 亿元。

拟定向增发 16.8 亿股募集 140 亿元。公司拟发行 16.8 亿股募集 140 亿元，中核集团认购 20 亿元，社

保基金会认购 120 亿元，发行价格为 8.33 元/股，以 2024 年 8 月 30 日收盘价计算，折价率 23.86%。募集资金用于徐大堡 1-4 号、漳州 3-4 号和田湾 7-8 号项目。发行完成后，公司总股本将达到 205.6 亿股，股本稀释比例约为 8.1%，中核集团及其一致行动人合计持股比例为 56.04%，仍为控股股东，国务院国资委仍为公司实际控制人，社保基金会对公司的直接持股比例为 7.01%，并成为控股 5%以上股东和关联方。

风险提示：气价波动、下游需求减弱、项目进度不及预期。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。考虑到公司 2024 年上半年核电发电量减少，新能源平均电价有所降低，预计 2024-2026 年归母净利润 113.0/123.2/133.0 亿元（原为 115.1/127.8/140.5 亿元），同比增速 6%/9%/8%，对应当前股价 PE 为 18.3/16.8/15.5X，维持“优于大市”评级。

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

联系人：崔佳诚

### ◆ 中广核矿业(01164.HK) 财报点评:分红预提税政策口径收紧致溢利下降，核电发展支撑铀矿长期需求

营业额随铀价上涨而增长，预提和补提分红预提税致溢利下降。2024H1 公司实现营业收入 40.73 亿港元，同比增长 39%，主要系天然铀价格上涨所致；实现除税前溢利 3.24 亿港元，同比增长 38%；实现归母净利润 1.13 亿港元，同比降低 37%。由于哈萨克斯坦收紧税收政策口径，公司针对税收增加的风险按照一般分红预提税计提当期分红预提税，并按差额补提和补缴以前年度分红预提税，报告期所得税支出 2.11 亿港元，导致溢利有所下降。

矿山产量基本符合生产计划，扎矿和加拿大项目将提升后续权益产量。2024 年上半年，谢、奥公司所属四座矿山共生产天然铀 1334.1tU，生产计划完成率 96.9%，公司权益产量为 653.7tU；其中二季度生产天然铀 727.4tU，计划完成率 101.5%。上半年分矿山看，谢矿共生产 181.0tU，伊矿共生产 295.4tU，中矿共生产 791.9tU，扎矿共生产 65.7tU。受硫酸供应不足影响，中矿生产计划完成率仅 93%，目前公司着重关注硫酸供应问题，预计后续中矿产量将有所恢复。扎矿仍处于矿建阶段，预计 2024 年底完成一阶段建设；公司还拥有加拿大 Fission 公司 11.31%，核心资产为加拿大萨斯喀彻温省阿萨巴斯卡盆地西南部的 PLS 项目，可研结果显示全寿期产量约为 3.5 万 tU，寿命达 10 年。哈原工 2024 年产能利用率预计为 83%，随着未来硫酸供应问题得到解决，预计在产矿山产量将进一步释放。

核电发展势头强劲，支撑铀矿需求。随着核电环境价值得到认可，核电在碳中和、碳达峰路径和保护能源安全、能源独立等方面发挥重要作用。截至 2024 年 6 月 30 日，全球可运核电机组供 416 台，净装机容量 375GWe；在建机组 59 台，净装机容量 62GW，上半年新增投产机组 4 台，其中包括集团旗下防城港 4 号机组。我国核电核准常态化，2024 年 8 月 19 日，国常会核准了 5 个核电项目共 11 台核电机组，连续第三年核准数量达到 10 台及以上。

风险提示：核电发展放缓、价格波动、汇率风险、项目进度不及预期、核安全风险。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。考虑到分红预提税对公司业绩的影响，综合国际天然铀价格变化、公司天然铀产销量变化和哈萨克斯坦金属矿产开采税调整等情况，预计公司 2024-2026 年归母净利润 5.45/7.28/9.69 亿港元（原为 7.52/8.62/12.85 亿港元），同比增速 10%/34%/33%，对应当前股价 PE 为 22/16/12X，维持“优于大市”评级。

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

联系人：崔佳诚

### ◆ 三峡能源(600905.SH) 财报点评:电价下降影响业绩表现，在建项目装机容量较大

营业收入实现增长，归母净利润同比下降。2024 年上半年，公司实现营业收入 150.59 亿元，同比增长 9.89%；归母净利润 40.39 亿元，同比下降 10.58%；扣非归母净利润 40.38 亿元，同比下降 8.59%。2024 年第二季度，公司实现营业收入 71.60 亿元，同比增长 4.51%；归母净利润 16.17 亿元，同比下降 22.91%；扣非归母净利润 16.17 亿元，同比下降 20.22%。公司营业收入同比增长主要原因系上半年公司新项目投

产发电，发电量较上年同期增加。归母净利润同比下降主要原因是：（1）平价电量增加、占总上网电量的比重上升，且上网电量结构变化，同时市场化交易存在波动性，总体电价同比下降；（2）受电源分布和各地区消纳情况综合影响，发电收入增幅放缓；（3）参股企业盈利水平波动，投资收益同比下降 18.59%。

绿电消纳政策持续出台，新能源消纳有望改善。国家政策大力推动新能源消纳水平提升，预计未来新能源消纳水平将逐步改善，且随着新能源市场化比例增加，市场化交易对新能源电价的影响将逐步弱化，新能源板块的盈利将逐步稳定。

新能源装机持续增长，业绩有望稳步提升。2024 年上半年，公司新增并网装机 132.64 万千瓦，其中风电新增并网 20.80 万千瓦，太阳能发电新增并网 75.84 万千瓦。截至 2024 年 6 月，公司累计装机容量 4137.08 万千瓦，其中风电 1962.46 万千瓦，光伏 2058.26 万千瓦。2024 年上半年，公司新增获取核准/备案项目容量 144.12 万千瓦，其中风电 20 万千瓦，光伏 124.12 万千瓦；在建项目计划装机容量合计 2347.70 万千瓦，其中风电 551.14 万千瓦，光伏 1334.56 万千瓦，抽水蓄能 360 万千瓦。公司在建项目装机规模较大，未来项目投运将驱动公司业绩稳健增长。

风险提示：电量下降；电价下滑；新能源项目投运不及预期；行业政策变化风险。

投资建议：由于电价下降影响，下调公司盈利预测。预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 81/92/100 亿元（原预测值为 88/101/113 亿元），分别同比增长 13.2%/12.7%/9.1%；EPS 分别为 0.28/0.32/0.35 元，当前股价对应 PE 为 16.1/14.3/13.1X。维持“优于大市”评级。

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

联系人：崔佳诚

#### ◆ 南网能源(003035.SZ) 财报点评：分布式光伏业务稳健发展，大力拓展分散式风电

工业节能收入稳步提升，公司营收和归母净利润实现增长。2024H1，公司实现营业收入 13.23 亿元（+1.57%），归母净利润 2.05 亿元（+5.29%），扣非归母净利润 1.99 亿元（+4.88%）。公司营业收入和归母净利润同比增长的主要原因在于分布式光伏装机规模持续增长，公司工业节能收入稳步提升。分业务板块来看，2024H1，公司工业节能业务收入 6.90 亿元（+14.00%），其中分布式光伏业务收入 5.63 亿元（+12.71%），建筑节能业务收入 4.11 亿元（-1.52%），综合资源利用业务收入 1.54 亿元（-21.58%）。

公司大力拓展分散式风电业务，形成新的业绩增长点。近年来，国家政策推动分散式风电发展。2024 年 4 月，国家发改委、国家能源局与农业农村部联合印发《关于组织开展“千乡万村驭风行动”的通知》明确提出，在“十四五”期间，将选择具备条件的县（市、区、旗）域农村地区，以村为单位，建成一批就地就近开发利用的风电项目，每个行政村不超 20MW。在国家政策支持推动下，公司大力推进分散式风电业务发展，公司与广西电网公司成立的合资公司已成立运营，在利用属地资源推动分散式风电业务开发方面成效显著，截至 2024 年 6 月，在运营风电项目 8 万千瓦，2024 年上半年实现分散式风电业务收入 0.21 亿元。

生物质业务有序退出，未来生物质业务对公司业绩的影响有望逐步减弱。公司严格落实生物质电厂“一厂一策”运行方案，多措并举推进项目减亏和战略调整退出工作，生物质综合利用业务板块经营亏损有所减少，2024 年上半年公司生物质综合利用业务实现营业收入 0.39 亿元（-53.01%）。然而，公司生物质项目仍面临较大的经营压力和资金压力、运行效率较低。未来公司将进一步研判并据实调整生物质项目退出策略及安排，有效落实董事会“坚决退出非优势领域”的战略部署。

风险提示：分布式光伏项目装机不及预期；电价下降；市场竞争加剧。

投资建议：由于公司生物质可再生能源补贴核减和分布式光伏利用小时数下降，下调盈利预测。预计 2024-2026 年归母净利润分别为 3.19/5.87/6.54 亿元（原预测值为 5.75/7.57/9.25 亿元），同比增速 2.8%/83.8%/11.5%；2024-2026 年 EPS 分别为 0.08/0.15/0.17 元，当前股价对应 PE 分别为 47.9/26.1/23.4x。维持“优于大市”评级。

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

联系人： 崔佳诚

**◆ 南网储能(600995.SH) 财报点评: 容量电价调整影响基本出尽, 静待抽水蓄能和新型储能放量投产**

营收小幅增长, 容量电价下调致政策性减收。2024 年上半年, 公司实现营业收入 29.11 亿元, 同比增长 1.76%, 公司营收主要受调峰水电来水增加、佛山宝塘储能站投产及抽水蓄能电站容量电价整体有所下调影响; 实现归母净利润 6.26 亿元, 同比减少 9.58%, 扣非归母净利润 6.34 亿元, 同比减少 8.43%。其中, 二季度营业收入 15.86 亿元, 同比增长 9.25%, 环比增长 19.76%; 归母净利润 3.41 亿元, 同比增长 9.11%, 环比增长 19.52%。

容量电价下调影响已出尽。2023 年 5 月 1 日, 公司发布公告, 根据国家发改委《关于抽水蓄能电站容量电价及有关事项的通知》, 公司所属 7 座投运抽蓄重新核定容量电价, 整体容量电价水平有所下调, 自 2023 年 6 月 1 日起执行。受此影响, 公司抽水蓄能行业 2023 年全年毛利率下降 6.22pct。2024 年 6 月起, 公司执行新的容量电价已满一年, 业绩增长逻辑回归。

抽蓄在建规模大幅增长, 远期成长确定性较高。截至报告期末, 公司抽蓄投产装机 1028 万千瓦, 在建及已核准抽水蓄能电站共 9 座, 总装机容量 1080 万千瓦, 较年初新增 5 座共计 600 万千瓦, 在建项目包括广东肇庆浪江、惠州中洞、梅州二期、茂名电白, 广西南宁、桂林灌阳、钦州灵山、贵港港北、玉林福绵, 装机容量均为 120 万千瓦; 开展前期项目 7 个共 860 万千瓦, 储备项目 20 个共 2750 万千瓦。根据公司报告期初规划, 预计到 2025 年末投产抽蓄 240 万千瓦, 到 2030 年总装机达到 2900 万千瓦左右, 到 2035 年达到 4400 万千瓦。

新型储能快速发展, 贡献成长新动能。截至报告期末, 公司新型储能累计建成投产 423.8MW/832MWh, 报告期内新投产电化学储能电站 2 座, 分别为佛山宝塘储能站(300MW/600MWh)和梅州粤智储能站(12.8MW/12.8MWh)。公司 3 个项目纳入国家能源局新型储能试点示范项目清单, 1 个项目纳入云南省新型储能试点示范项目, 开展钠离子电池、液流电池、压缩空气和重力等储能技术研究, 完成 10MWh 级钠离子电池储能电站系统集成技术研发服务。根据公司年初规划, 2025 年公司新型储能规模将达到 200 万千瓦, 2030 年达到 500 万千瓦以上, 2035 年达到 1000 万千瓦。

风险提示: 来水不及预期, 项目进度不及预期, 政策变化。

投资建议: 下调盈利预测, 维持“优于大市”评级。综合考虑公司实际来水和项目建设情况, 预计 2024-2026 年归母净利润 11.1/14.0/17.4 亿元(原为 12.6/15.5/18.0 亿元), 同比增速 10%/26%/25%, 对应当前股价 PE 为 28/22/18X, 维持“优于大市”评级。

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

联系人: 崔佳诚

**◆ 金开新能(600821.SH) 财报点评: 业绩表现较为稳健, 中期拟现金分红 1.97 亿元**

营业收入实现增长, 投资收益下降及所得税费用增加导致归母净利润同比下降。2024H1, 公司实现营业收入 18.81 亿元(+10.26%), 归母净利润 4.87 亿元(-5.70%), 扣非归母净利润 4.45 亿元(-5.05%)。2024 年第二季度, 公司实现营业收入 10.40 亿元(+11.75%), 归母净利润 2.69 亿元(-22.50%), 扣非归母净利润 2.69 亿元(-10.87%)。公司归母净利润同比下降的原因: 一是 2024H1 对合营联营企业投资收益减少 4698 万, 主要原因为公司于上年同期因联营企业江峡清洁能源股权投资基金(天津)合伙企业(有限合伙)出售新疆风电项目确认了投资收益约 5400 万; 二是部分电站项目所得税减免优惠期届满, 导致公司所得税费用同比增加 3260 万。

装机规模稳步增长, 绿电绿证交易提升项目收益水平, 未来绿电盈利有望逐步企稳。截至 2024 年 6 月, 公司并网容量 4767 兆瓦, 同比增长 11%; 核准装机容量 6958 兆瓦, 同比增长 18%, 未来新能源项目逐步落地, 公司业绩有望实现稳健增长。同时, 公司持续推动建设“新能源+高耗能/高附加值”产业链布局 and 参加绿电绿证交易, 2024 年上半年, 公司跨省及区域内绿电交易合计 3.05 亿千瓦时, 绿证交易合计 14.1555 万张, 有效地提升相应项目的收益水平。国家政策大力推动新能源消纳水平提升, 未来新能

源消纳水平有望改善，且随着新能源市场化比例增加，市场化交易对新能源电价的影响逐步弱化，新能源业务盈利将逐步稳定。

公司注重股东回报，拟进行中期行分红。公司重视投资者利益，秉承长期现金分红的原则，形成常态化现金分红机制，2024年上半年，公司拟向全体股东每10股派发现金红利1.00元（含税），拟派发现金红利1.97亿元（含税），占公司2024年上半年度归母净利润的40.38%。

风险提示：电量下降；电价下滑；新能源项目投运不及预期；行业政策变化风险。

投资建议：由于投资收益下降和所得税费用增加，下调盈利预测。预计2024-2026年公司归母净利润分别为9.7/12.0/14.2亿元（原预测值为10.0/14.2/17.5），同比增长21.0%/23.1%/18.9%；EPS分别为0.49/0.60/0.71元，当前股价对应PE为10.6/8.6/7.3X。给予2024年公司11-12倍PE，对应权益市值为107-117亿元，对应5.35-5.83元/股合理价值，较当前股价有4%-13%的溢价，维持“优于大市”评级。

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

联系人：崔佳诚

### ◆ 安克创新(300866.SZ) 财报点评:二季度扣非净利润增长50%，多品类拓展稳步推进

二季度收入及利润均实现增长向好。公司2024上半年实现营收96.48亿元，同比+36.55%，归母净利润8.72亿元，同比+6.36%，扣非净利润7.66亿元，同比+40.53%。单二季度看，收入/归母净利润分别同比增长42.43%/9.19%，增速较一季度分别提升12.33pct/7.59pct；扣非净利润同比增长49.89%，增速较一季度提升20.85pct，整体业绩增长表现优异。此外，公司中期拟每10股派发现金红利6元（含税），总计占当期归母净利润的36.56%。

核心充电储能品类增长超40%，多品类拓展稳步推进。分产品看，公司充电储能类收入49.75亿元，同比+42.81%，收入占比51.56%；智能创新类收入23.6亿元，同比+35.33%，收入占比24.26%，报告期智能安防进一步推新，上市eufy 4G LTE Cam S330产品；智能影音类收入23.09亿元，同比+30.84%，收入占比23.93%。分区域看，优势的北美区域仍取得40.68%的收入增长，欧洲增长向好，收入同比+44.6%，日本/中东市场分别同比增长21.5%/39.17%。渠道看，亚马逊渠道取得27.71%的稳健增长，线下渠道实现复苏，收入同比增长32.3%。

毛利率稳步提升2个百分点，现金流状况进一步向好。公司上半年毛利率45.18%，同比+2pct，受益产品升级及品牌力提升。销售费用率同比+0.62pct至21.92%，受宣传推广等费用增加影响。管理费用率同比+1.05pct至4.14%，受管理人员工资薪酬及股份支付费用增加所致；研发费用保持稳定的投入，费用率8.29%。上半年实现经营性现金流净额8.41亿元，同比+37.91%，现金流状况进一步向好。

风险提示：品类拓展不及预期；全球贸易环境恶化；海外消费不及预期

投资建议：公司作为跨境电商出口龙头，在行业层面有望持续受益海外电商需求增长及竞争格局优化。公司自身品类不断推进产品创新升级为消费者在不同场景下多设备使用提供高效灵活的产品解决方案，同时积极开拓区域市场经营也将为公司未来持续贡献业绩增量。考虑公司优势充电品类增长稳健，储能及安防产品有望持续创造业绩增量，我们略上调公司2024-2026年归母净利润预测分别为19.92/24.02/28.51亿元（前值分别为19.85/23.81/27.28亿元），对应PE分别为16/13.3/11.2倍，维持“优于大市”评级。

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

### ◆ 菜百股份(605599.SH) 财报点评:上半年收入增长31%，全渠道销售扩张持续推进

收入规模增长稳健，二季度归母净利润有所承压。公司2024上半年营收109.89亿元，同比+31.44%，归母净利润4亿元，同比-3%，扣非净利润3.86亿元，同比基本持平。单二季度看，公司营收46.73亿元，同比+41.26%；归母净利润1.27亿元，同比-28.31%，扣非净利润1.34亿元，同比-22.36%。公司收入端受益金价上涨以及贵金属投资产品需求增长而表现较好，但利润端在上述产品结构变化影响毛利率等因素下有所承压。

贵金属投资产品增长较好，稳步推进全渠道销售。分业务看，黄金珠宝零售主业增长较好，二季度收入同比增长 42.07%，其中预计受益金价上涨带来的投资需求增长，公司贵金属投资类产品增速较优。同时公司线下渠道稳步扩张，上半年净开 6 家直营店，期末门店总数 93 家，其中华北地区 84 家，华北以外地区 9 家，门店的异地扩张持续推进。同时公司线上渠道增长优异，上半年电商子公司实现营业收入 22.99 亿元，同比增长 49.99%。

产品结构变化影响毛利率，费用率有所优化。公司上半年毛利率同比-2.42pct 至 9.07%，主要系低毛利贵金属投资产品占比提升影响。上半年销售费用率/管理费用率分别为 2.35%/0.45%，分别同比-0.24pct/-0.14pct，整体费用率管控良好。上半年经营性现金流净额 9.4 亿元，同比-29.04%，主要系金价上涨及销售增长导致备货增加所致。

风险提示：金价大幅波动；门店拓展不及预期；电商销售不及预期。

投资建议：行业层面，长期金价稳步上行预期下也有助力拉升黄金珠宝中的投资消费，公司的全直营体系以及灵活套保策略，将为公司销售及盈利能力提升带来更为明显的提升弹性，而随着公司产品结构逐步稳定，未来毛利率变化也将逐步趋于平稳。同时公司自身线下渠道稳步推进异地扩张，线上积极拓展社媒、直播等流量模式，有望提供业绩新增量。考虑金价上行预期下可能进一步催化贵金属投资产品的增长，从而短期拉低公司综合毛利率，故下调公司 2024-2026 年归母净利润至 7.65/8.78/10.08 亿元（前值分别为 8.18/9.43/10.82 亿元），对应 PE 分别为 10.9/9.5/8.3 倍，维持“优于大市”评级。

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

#### ◆ 海底捞(06862.HK) 海外公司财报点评:核心经营利润率维持稳定,“红石榴”计划加码新品牌孵化

2024H1 核心经营利润 27.99 亿元，同增 13.0%。2024H1，公司实现营收 214.91 亿元/+13.8%；归母净利润 22.58 亿元/-9.7%，主要系汇兑损益变动和增值税优惠政策取消（2024H1 净汇兑亏损 0.26 亿元，2023H1 收益 1.93 亿元；2024H1 取消，2023H1 税项加计扣除 1.59 亿元而 2024 年取消）。若剔除相关事项影响，实现核心经营利润 27.99 亿元/+13.0%，符合我们预期。

翻台改善明显、客单适应消费环境走低，下半年开店有望提速。2024H1，公司整体翻台率 4.2 次，同比+0.9 次，其中一、二、三线及以下、港澳台城市翻台率分别为 4.0/4.3/4.1/4.2 次，分别同比+0.6/0.8/0.9/0.1 次，低线城市翻台恢复更为强劲。公司客单价下滑 97.4 元/-5%，系适应消费环境推出更高性价比产品。截至期末，公司共 1343 家门店/-39 家，系调整存量门店，新开 11 家仍较谨慎。考虑到新开门店成功率较高（新开店翻台率 4.6 次>存量门店 4.2 次），下半年公司拓店速度有望边际加快，我们仍维持全年门店净增低个位数占比预测。

核心经营利润率保持稳定，毛利率创上市以来新高。2024H1，公司归母净利率 9.48%/-2.47pct，核心经营利润率 13.0%，同比持平持平。原材料、人工及租金成本费率合计 79.8%/-0.5%，管控效果良好，其中原材料成本占比 39.0%/-1.7pct，毛利率 61.0%创上市以来新高，系供应链成本管控及产品组合优化综合带动；人工占比 33.3%/+2.7pct，主要系翻台率提升需要更多人员储备及人员激励有所提升；物业租金及折旧摊销占 7.5%/-1.5pct，系折旧摊销绝对值下滑。

“红石榴”加码新品牌孵化，派发中期现金股息。公司报告中提出“红石榴计划”，旨在鼓励孵化新品牌，创业项目包括焰请烤肉铺子、小嗨火锅、“小嗨爱炸”炸鸡等，新品牌孵化成为公司战略新重心。为匹配战略新重心公司近期调升苟轶群（原担任蜀海董事长）为 CEO，引入霸王茶姬创始人张俊杰担任独立非执行董事。公司宣告将派发年半年度现金股息，分红比例提升至 95%（2023 年约 93%）。若全年分红比例稳定，现价股息率达 7%。

风险提示：翻台率恢复不及预期、客单价下滑、新品牌孵化失败

投资建议：考虑到 2024 年汇兑收益及增值税优惠取消影响，我们下调 2024-2026 年归母净利润至 46.2/51.2/56.2 亿元（调整方向-9%/-11%/-11%），对应增速为 3%/11%/10%，动态 PE 为 14/13/12x。2024 年以来公司经营效能维持较高水准，展望未来门店经营能动性激发后翻台率仍有上行潜力，此外，我们建议审慎乐观跟踪公司加盟模式、新店模型尝试以及副牌的积极探索，未来其中某一环均不排除形成超预期的增长点。2024 年中期公司派发现金股息也有助于增强公司投资吸引力，维持公司中线“优于大市”

评级。

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

#### ◆ 中集集团(000039.SZ) 财报点评:收入同比增长 31%，集装箱制造收入实现修复

2024 年上半年营业收入同比增长 30.61%，归母净利润同比增长 117.23%。公司 2024 年上半年实现营业收入 791.15 亿元，同比增长 30.61%，归母净利润 8.66 亿元，同比增长 117.23%，扣非归母净利润 8.20，同比下降 16.00%。上半年收入、归母净利润同比增长主要系集装箱制造业务收入实现修复，海工造船业务收入快速增长，同时本期衍生金融工具公允价值变动损失收窄，而扣非净利润同比下滑主要系核心业务毛利率有所下滑，车辆业务因基数原因利润同比下滑较多。同期毛利率/净利率分别为 10.73%/1.76%，同比变动-2.93/+0.12 个百分点，分行业看集装箱/物流/海洋工程/车辆/能源化工等收入占比 10%以上的业务毛利率分别为 12.25%/5.64%/4.60%/4.59%/12.68%，同比变动-2.10/-0.65/-5.73/-14.68/-3.25 个百分点。

集装箱制造业务收入大幅修复，海工造船业务收入快速增长。分业务板块看，1) 集装箱业务收入 250 亿元，同比增长 82.54%，净利润 12.76 亿元，同比增长 66.25%，其中干货销量 138.27 万 TEU(+425.54%)，上半年全球集运贸易运输需求同比提升 7.1%至约 8,960 万 TEU，同时红海事件等不确定事件导致欧线绕航，导致集装箱需求提升；2) 海工造船收入 77.84 亿元，同比增长 88.95%，利润-0.84 亿元，同比减亏 53.70%，同时上半年新签订单 17.9 亿美元，同比增长 20.1%，包括 2 条 FPSO 船体、3 条滚装船，累计持有在手订单 61.8 亿美元，同比增长 20.9%，保持增长态势；3) 海工平台方面，金融及资产管理业务净亏损人民币 8.76 亿元，同比减亏 22.15%，主要系海工平台上租率和租金水平同比提升。另车辆业务净利润 5.74 亿元，同比下降 69.66%，主要系去年同期高基数，目前北美业务回归常态水平；能源化工业务净利润 2.42 亿元，同比下降 44.52%，主要系部分业务海外业绩承压导致亏损。

投资建议：集团为全球集装箱制造龙头企业，上半年集装箱、海工造船增长较快，且海工平台亏损持续收窄，业绩同比大幅修复。另克拉克森 7 月预测，全球集装箱贸易 2024 年增速将提升至 5.1%（2023 年 0.7%），预计 2025 年增速 2.9%，集运市场运输需求展望乐观，叠加稳定的旧箱淘汰置换量，预计未来两年新箱需求将有稳定支撑，集团业绩有望实现持续增长。我们维持盈利预测，预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 26.42/36.05/43.89 亿元，对应 PE 15/11/9 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：国产替代进展不及预期；产品突破不及预期；行业竞争加剧。

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

#### ◆ 鼎阳科技(688112.SH) 财报点评:收入同比下降 5%，高端化发展战略成效显著

2024 年上半年营业收入同比下降 4.74%，归母净利润同比下降 29.93%。公司 2024 年上半年实现营业收入 2.24 亿元，同比下降 4.74%，归母净利润 0.58 亿元，同比下降 29.93%。上半年收入下滑主要系受信息化系统更换、升级及生产车间搬迁影响发货所致；业绩下滑，主要系研发、销售投入增加，同时汇兑损失同比增加 719 万元，政府补助同比减少 418 万元，共计 1136 万元。同期毛利率/净利率分别为 62.00%/26.12%，同比变动+1.04/-9.39 个百分点，毛利率提升主要系公司产品矩阵不断完善、产品结构持续优化以及直销工作持续推进，而净利率下降主要系公司持续加大研发及营销投入，研发/销售费用分别为 4393/4151 万元，同比增长 30.55%/17.06%，费用率分别为 19.63%/18.55%，同比提升 5.30/3.45 个百分点。

高端化发展战略成效显著，推动直销渠道建设，盈利能力持续加强。分产品档次看，上半年公司高端化发展战略成效显著，四大主力产品结构不断优化，高端产品占比保持在 20%以上，拉动平均单价同比提升 8.30%，其中核心产品高分辨率数字示波器产品线竞争优势明显，业绩突出，本期境内收入同比增长 39.42%。同时从产品的销售单价上看，销售单价 3/5 万以上产品，销售额同比增长 15.71%/36.07%，售价越高产品增长越快，体现公司高端化战略成效。分渠道看，公司进一步加强直销渠道建设，强化大客户及高端产品的销售推进工作，同时产品高端化进程加快，直销产品丰富度提升，上半年直销营业收入同比增长 26.24%，保持快速增长。

股权激励落地，持续推进高质量发展。公司于 2024 年 8 月 29 日发布《2024 年限制性股票激励计划（草案）》，首次授予激励对象共计 101 人，为公司技术（业务）骨干人员，拟授予限制性股票数量 176.1727 万股，占公司目前总股本 1.11%，授予价格为 20.00 元/股，考核 2024-2026 年目标值：1）营业收入同比增速不低于 30%/30%/30%，2）归母净利润同比增速不低于 20%/20%/20%，3）单价 5 万以上的产品营业收入增长率不低于 35%/35%/35%。

投资建议：电子测量仪器行业空间大、增长稳优质赛道，长期趋势是国产品牌在产业升级及自主可控下快速崛起，短期受益于设备更新政策。公司是国内通用电子测量仪器行业领先企业，海外业务占比 60% 以上，保持稳步增长，短期受国内需求影响经营有所承压，我们下调盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润为 1.66/2.17/2.83 亿元（2024-2025 年前值 2.03/2.63 亿元），对应 PE 为 23/18/13 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：新产品拓展不及预期；国产替代不及预期；中美贸易摩擦风险。

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

### ◆ 中国通号(688009.SH) 财报点评:收入同比下降 14%，加快聚焦高质量发展主线

2024 年上半年营业收入同比下降 14.00%，归母净利润同比下降 12.32%。公司 2024 年上半年实现营业收入 143.32 亿元，同比下降 14.00%，归母净利润 15.99 亿元，同比下降 12.32%。上半年收入同比下降主要系 1）公司进一步聚焦主责主业，加速退出市政房建业务，工程总承包及其他领域收入同比减少较多；2）城市轨道交通受订单不足影响，地铁项目工程施工业务量减少，收入有所下降。同期毛利率/净利率分别为 29.36%/13.05%，同比增长 4.40/0.37 pct，净利润率增长幅度较低主要系公司持续加大研发投入，积极推进数字化、智能化装备制造产线建设，研发费用同比增长 15.68%。

聚焦高质量发展主线，设计集成及设备制造业务收入实现稳健增长。分板块看，轨道交通控制系统收入 131.11 亿元，同比下降 2.52%，毛利率提升 2.97 个百分点至 31.08%，收入同比下降主要系低毛利业务系统交付服务收入同比下降 22.73%至 42.26 亿元，毛利率为 17.03%，而高毛利率设备制造/设计集成业务收入实现稳健增长，收入分别为 29.07/59.78 亿元，同比增长 17.57%/8.54%，毛利率分别为 35.60%/38.81%。另工程总承包业务收入同比下降 64.96%至 10.98 亿元，毛利率下降 15.61 个百分点至 7.23%，收入同比下滑较多主要系公司坚持聚焦主责主业，力争在三年内退出市政房建业务。

海外领域新签订单实现较好增长。上半年累计新签订单 210.23 亿元，同比下降 33.62%，主要系工程总承包及其他领域收入下滑 46.01 亿元，同比下降 68.62%。轨道交通新签合同总额保持稳定，约 164.22 亿元，同比下降 3.47%，其中海外领域 35.49 亿元，同比增长 156.45%，海外业务高景气得益于公司经营布局和能力提升效果进一步显现，相继承揽几内亚马西铁路“三电”信号及列车运行控制系统采购项目等重大项目。

投资建议：公司为中国轨道交通控制系统领域龙头企业，积极培育低空经济业务，加快退出市政房建业务，同时“十四五”后两年全国铁路固定资产投资有望恢复至 8000 亿元以上，新建业务将保持较高景气度，且十年前开通约 1.1 万公里高铁陆续进入大修期，升级改造空间充足，公司有望充分受益。考虑到公司加快聚焦高质量业务，业务结构有所调整，我们下调盈利预测，预计公司 2024-2026 年归母净利润为 36.77/40.81/45.34 亿元（前值 38.85/42.50/45.88 亿元），对应 PE 15/13/12 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：国产替代进展不及预期；产品突破不及预期；行业竞争加剧。

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

### ◆ 华统股份(002840.SZ) 财报点评:成本稳步下降，资金储备充裕

养殖成本稳步下降，单头超额收益优势继续维持。公司 2024H1 营收同比+1.14%至 41.65 亿元，归母净利同比减亏 66.59%至-1.19 亿元；2024Q2 营收同比+1.72%至 21.69 亿元，归母净利同比扭亏至 0.38 亿元。公司生猪出栏量稳步增长，2024H1 合计销售生猪 133.64 万头，其中仔猪 13.33 万头。2024Q2 华统股份商品猪销售均价约 16.4 元/公斤，我们测算公司二季度生猪养殖完全成本已降至接近 16 元/公斤，相对

一季度 16.4 元/公斤的完全成本进一步下降，彰显其养猪业务稳步发展的向好趋势，预计下半年种猪效率提升和饲料成本改善带来的成本端下降效果将更加明显。

生猪出栏稳步上量，资金储备较为充裕。截至 2024Q2 末，公司生产性生物资产 3.06 亿元，环比 2024Q1 末增加 6.3%。考虑到公司从 2022 下半年开始进行高效种猪升级，预计从今年下半年开始月度母猪存栏会明显提升，2024 年公司出栏有望达 350 万头，较 2023 年增长接近 50%。此外公司资金储备充足，截至 2024Q2 末，拥有货币资金 6.56 亿元，较 2023 年末增加 4.5%，同时公司拟定增不超过 16 亿元，已公告第二轮审核问询函相关回复情况，处于有序推进状态。目前公司 2024 年生猪出栏对应的养殖资产头均市值仅约 1500 元，未来估值修复空间足够。

华统拥有三大核心优势，有望铸就单位超额收益+出栏增速快的周期成长股。具体来看：1) 区域优势造就单位超额收入。浙江养殖资产具备稀缺性，一是浙江属生猪销区，商品猪均价在周期景气期通常高于全国接近 2 元/公斤；二是浙江几乎没有农民养户，是天然养殖无疫区，对非瘟和其他疾病防控有天然优势。2) 后发优势带来养殖的超额收益。华统是非瘟后崛起的养殖黑马，周期底部逆势扩张使公司受益于行业性大幅扩张带来的人才积聚与技术红利。3) 资金优势奠定出栏的成长性。公司有可转债、大股东定增、政府补贴等多元化资金来源；屠宰现金流亦表现稳定，有望为扩张提供资金保障。

风险提示：生猪及原料价格波动风险、不可控动物疫病大规模爆发的风险。

投资建议：维持“优于大市”。公司成本与产能逐月兑现，成长性及估值修复空间足够，而且浙江养猪产能具备稀缺性，属于农业养殖的核心资产，继续重点推荐。我们维持盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润分别为 9.1/20.2/20.4 亿元，对应 PE 分别为 12/6/6 X。

证券分析师： 鲁家瑞（S0980520110002）、李瑞楠（S0980523030001）、江海航（S0980524070003）

#### ◆ 天康生物(002100.SZ) 财报点评:2024H1 业绩同比扭亏为盈，养殖成本稳步改善

2024Q1 净利扭亏，养殖成本稳步改善。公司 2024H1 营收同比-10.82%至 79.93 亿元，归母净利润同比扭亏至 2.77 亿元，2024Q2 营收同比-16.88%至 42.16 亿元，归母净利润同比扭亏至 2.23 亿元，公司营收下降主要系玉米收储、蛋白油脂加工业务销量及售价同比有所下降，公司 2024H1 玉米收储行业收入同比-45.85%至 7.57 亿元，毛利率同比-1.75%至-4.25%；蛋白油脂加工行业收入同比-43.17%至 7.33 亿元，毛利率同比-2.31%至 1.64%。同时受益 2024H1 生猪景气上行，公司生猪、饲料等养殖链业务盈利能力显著提升，2024H1 生猪养殖产业链行业收入同比+11.2%至 28.8 亿元，毛利率同比+21%至 10.23%；饲料行业收入同比-5.63%至 28.4 亿元，毛利率同比+3.3%至 13.39%。

生猪出栏稳步增长，成本有望进一步下降。公司 2024H1 出栏生猪 140.14 万头，同比增长 7%，目标 2024 年实现生猪出栏 300-350 万头，有望维持稳步增长。公司是背靠新疆兵团的老牌生猪养殖企业，产能稳步投放，目前新疆和河南产能已基本满产，今后将进一步提高肥猪配套产能；甘肃产能目前还处于建设中，预计随产能利用率提升，成本仍有进一步下降空间。此外公司资金储备充裕，截至 2024Q2 末，公司拥有货币资金 28.63 亿元，资产负债率 51.05%，处于行业较低水平，坚实的资金基础有望助力公司未来稳健发展。

饲料、动保等养殖后周期业务经营稳健，相对行业优势领先。公司作为农业部在新疆唯一的兽用生物制品定点生产企业，是全国八家口蹄疫疫苗定点生产企业之一。截至 2023 年末，公司拥有研发人员 400 余人，取得 26 项国家新兽药证书、200 余项（含子公司）发明和实用新型专利，产品及技术优势显著。公司 2024 年目标实现饲料产销量 315 万吨，动物疫苗 20 亿毫升（头份），总体保持稳健增长。公司养殖链业务全面稳健发展，有望受益未来猪价周期景气上行。

风险提示：疫病风险、原料价格大幅波动风险、产能扩张不及预期风险。

投资建议：维持“优于大市”。考虑到公司养殖成本改善明显，叠加今年以来饲料价格同比降幅较大，预计 2024 年成本有望实现较好下降，上调原 2024 年盈利预测；考虑到远期猪价波动具有不确定性，出于保守谨慎原则，对原 2025 年猪价假设下调，相应下调原 2025 年盈利预测。我们预计 2024-2026 年归母净利润为 4.88/10.06/7.79 亿元（原预计 2024-2025 年分别为 3.84/19.5 亿元），对应当前股价 PE 为 21/10/13 X。

证券分析师： 鲁家瑞（S0980520110002）、李瑞楠（S0980523030001）、江海航（S0980524070003）

## 金融工程

### ◆ 金融工程周报:主动量化策略周报-小盘涨红利跌，超预期精选组合年内排名主动股基前 20%

国信金工主动量化策略表现跟踪：

本周，优秀基金业绩增强组合绝对收益 0.89%，相对偏股混合型基金指数超额收益-0.30%。本年，优秀基金业绩增强组合绝对收益-4.75%，相对偏股混合型基金指数超额收益 5.95%。今年以来，优秀基金业绩增强组合在主动股基中排名 25.47%分位点（847/3326）。

本周，超预期精选组合绝对收益 1.39%，相对偏股混合型基金指数超额收益 0.19%。本年，超预期精选组合绝对收益-2.59%，相对偏股混合型基金指数超额收益 8.11%。今年以来，超预期精选组合在主动股基中排名 19.75%分位点（657/3326）。

本周，券商金股业绩增强组合绝对收益 0.89%，相对偏股混合型基金指数超额收益-0.30%。本年，券商金股业绩增强组合绝对收益-5.05%，相对偏股混合型基金指数超额收益 5.65%。今年以来，券商金股业绩增强组合在主动股基中排名 26.31%分位点（875/3326）。

本周，成长稳健组合绝对收益 2.53%，相对偏股混合型基金指数超额收益 1.34%。本年，成长稳健组合绝对收益-10.61%，相对偏股混合型基金指数超额收益 0.08%。今年以来，成长稳健组合在主动股基中排名 46.72%分位点（1554/3326）。

本周，股票收益中位数 3.43%，82%的股票上涨，18%的股票下跌；主动股基中位数 1.13%，76%的基金上涨，24%的基金下跌。

本年，股票收益中位数-25.73%，12%的股票上涨，88%的股票下跌；主动股基中位数-11.46%，14%的基金上涨，86%的基金下跌。

优秀基金业绩增强组合：

在构建量化组合时，从传统地对标宽基指数，转变为对标主动股基。在借鉴优秀基金持仓的基础上，采用量化方法进行增强，达到优中选优的目的。

超预期精选组合：

以研报标题超预期与分析师全线上调净利润为条件筛选超预期事件股票池，接着对超预期股票池进行基本面和技术面两个维度的精选，挑选出同时具备基本面支撑和技术面共振的超预期股票，构建超预期精选股票组合。

券商金股业绩增强组合：

以券商金股股票池为选股空间和约束基准，采用组合优化的方式控制组合与券商金股股票池在个股、风格上的偏离，构建券商金股业绩增强组合。

成长稳健组合：

采用“先时序、后截面”的方式，构建成长股二维评价体系。以研报标题超预期及业绩大增为条件筛选成长股股票池，根据距离正式财报预约披露日的间隔天数进行分档，优先选择距离财报预约披露日较近的股票，当样本数量较多时，采用多因子打分精选优质个股，构建 100 只股票等权组合。

风险提示：市场环境变动风险，模型失效风险。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）、张宇（S0980520080004）

### ◆ 金融工程周报:热点追踪周报-由创新高个股看市场投资热点（第 159 期）

乘势而起：市场新高趋势追踪：截至 2024 年 8 月 30 日，上证指数、深证成指、沪深 300、中证 500、中证 1000、中证 2000、创业板指、科创 50 指数 250 日新高距离分别为 10.54%、21.33%、13.71%、20.42%、

25.97%、29.70%、25.39%、26.36%。中信一级行业指数中银行、家电、电力及公用事业、石油石化、煤炭行业指数距离 250 日新高较近，建筑、钢铁、农林牧渔、建材、商贸零售行业指数距离 250 日新高较远。概念指数中，银行、家用电器、电力、石油天然气、银行精选等概念指数距离 250 日新高较近。

见微知著：利用创新高个股进行市场监测：截至 2024 年 8 月 30 日，共 86 只股票在过去 20 个交易日间创出 250 日新高。其中创新高个股数量最多的是交通运输、银行、医药行业，创新高个股数量占比最高的是银行、交通运输、建筑行业。按照板块分布来看，本周周期、制造板块创新高股票数量最多；按照指数分布来看，中证 2000、沪深 300、中证 1000、中证 500、科创 50、创业板指指数中创新高个股数量占指数成份股个数比例分别为：1.25%、8.00%、1.20%、2.00%、2.00%、0.00%。

平稳创新高股票跟踪：我们根据分析师关注度、股价相对强弱、趋势延续性、股价路径平稳性、创新高持续性等角度，本周从全市场创新高股票中筛选出了包含九号公司-WD、东鹏饮料、浦发银行等 11 只平稳创新高的股票。按照板块来看，创新高股票数量最多的是周期、制造板块，分别有 4、3 只入选。其中，周期板块中创新高最多的是交通运输行业；制造板块中创新高最多的是机械行业。

风险提示：市场环境变动风险，模型失效风险，本报告基于历史客观数据统计，不构成任何投资建议，历史股价表现不代表未来股价表现。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）、胡志超（S0980524070001）

## ◆ 金融工程周报：多因子选股周报-反转因子表现出色，中证 500 增强组合年内超额 12.92%

国信金工指数增强组合表现跟踪

- 沪深 300 指数增强组合本周超额收益-0.10%，本年超额收益 6.36%。
- 中证 500 指数增强组合本周超额收益 0.06%，本年超额收益 12.92%。
- 中证 1000 指数增强组合本周超额收益-1.22%，本年超额收益 11.43%。

因子表现监控

以沪深 300 指数为选股空间。最近一周，三个月反转、高管薪酬、预期 EPTTM 等因子表现较好，而一年动量、DELTAROA、单季超预期幅度等因子表现较差。最近一月，非流动性冲击、单季 ROE、单季 SP 等因子表现较好，而特异度、DELTAROA、预期净利润环比等因子表现较差。

以中证 500 指数为选股空间。最近一周，SPTTM、单季 SP、三个月机构覆盖等因子表现较好，而一个月波动、三个月换手、一年动量等因子表现较差。最近一月，EPTTM、三个月波动、一个月换手等因子表现较好，而预期 PEG、单季盈利同比增速、单季营收同比增速等因子表现较差。

以中证 1000 指数为选股空间。最近一周，特异度、三个月反转、高管薪酬等因子表现较好，而标准化预期外盈利、一个月波动、标准化预期外收入等因子表现较差。最近一月，特异度、三个月波动、一个月波动等因子表现较好，而标准化预期外盈利、单季 ROE、三个月反转等因子表现较差。

以公募重仓指数为选股空间。最近一周，三个月反转、单季 SP、三个月机构覆盖等因子表现较好，而一年动量、单季盈利同比增速、DELTAROE 等因子表现较差。最近一月，一个月换手、三个月换手、非流动性冲击等因子表现较好，而 DELTAROE、预期净利润环比、单季净利同比增速等因子表现较差。

公募基金指数增强产品表现跟踪

目前，公募基金沪深 300 指数增强产品共有 60 只（A、C 类算作一只，下同），总规模合计 671 亿元。中证 500 指数增强产品共有 64 只，总规模合计 499 亿元。中证 1000 指数增强产品共有 46 只，总规模合计 175 亿元。

沪深 300 指数增强产品最近一周：超额收益最高 0.74%，最低-1.37%，中位数-0.23%。最近一月：超额收益最高 1.38%，最低-2.85%，中位数 0.37%。

中证 500 指数增强产品最近一周：超额收益最高 0.36%，最低-1.80%，中位数-0.53%。最近一月：超额收益最高 2.48%，最低-1.06%，中位数 0.35%。

中证 1000 指数增强产品最近一周：超额收益最高 2.29%，最低-1.38%，中位数-0.16%。最近一月：超额

收益最高 3.01%，最低-0.93%，中位数 0.76%。

风险提示：市场环境变动风险，因子失效风险。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）、张宇（S0980520080004）

## ◆ 金融工程周报:港股投资周报-生物科技板块反弹，港股精选组合年内收益 3.94%

港股精选组合绩效回顾

本周，港股精选组合绝对收益 0.04%，相对恒生指数超额收益-2.10%。

本年，港股精选组合绝对收益 3.94%，相对恒生指数超额收益-1.58%。

港股市场创新高热点板块跟踪

我们根据分析师关注度、股价相对强弱、股价路径平稳性、创新高连续性等角度在过去 20 个交易日创出过 250 日新高的股票池中筛选出平稳创新高股票。

近期，亚盛医药-B 等股票平稳创出新高。

按照板块来看，创新高股票数量最多的是大金融板块，其次为周期、消费、医药、制造和科技板块，具体个股信息可参照正文。

港股市场一周回顾

宽基指数方面，本周恒生科技指数本周收益最高，累计收益 2.64%；恒生小型股指数本周收益最低，累计收益 1.05%。

行业指数方面，本周必需性消费行业本周收益最高，累计收益 4.56%；原材料业行业本周收益最低，累计收益-0.87%。

概念板块方面，本周彩票概念板块本周收益最高，累计收益 17.98%；殡葬概念板块本周收益最低，累计收益-14.15%。

南向资金监控

南向资金整体方面，本周港股通累计净流入 50 亿港元，近一个月以来港股通累计净流入 442 亿港元，今年以来港股通累计净流入 4613 亿港元。

本周港股通资金中，石药集团、中国平安和农夫山泉流入金额最多，腾讯控股、小米集团-W 和药明生物流出金额最多。

投资港股公募基金表现监控

本周，港股通股票收益中位数 1.43%，投资港股的主动基金收益中位数 1.25%。

本年，港股通股票收益中位数-9.06%，投资港股的主动基金收益中位数-0.03%。

风险提示：市场环境变动风险，模型失效风险。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）、张宇（S0980520080004）

## ◆ 金融工程周报:基金周报-中证 A500 指数即将发布，基金半年报披露中央汇金增持 ETF

上周市场回顾。上周 A 股市场主要宽基指数走势出现分化，中小板指、中证 1000、中证 500 指数收益靠前，收益分别为 3.24%、2.98%、2.25%，上证综指、沪深 300、科创 50 指数收益靠后，收益分别为-0.43%、-0.17%、1.23%。从成交额来看，上周主要宽基指数成交额均有所上升。行业方面，上周基础化工、传媒、电力设备及新能源收益靠前，收益分别为 4.23%、4.23%、3.51%，银行、建筑、电力及公用事业收益靠后，收益分别为-5.86%、-2.93%、-1.51%。

截至上周五，央行逆回购净投放资金 2040 亿元，逆回购到期 11978 亿元，净公开市场投放 14018 亿元。除 1 年期、3 年期外，其余不同期限的国债利率均有所上行，利差扩大 2.30BP，上周中证转债指数上涨 1.84%，累计成交 2011 亿元，较前一周下降 227 亿元。

上周共上报 22 只基金，较上上周申报数量有所增加。申报的产品包括 1 只 FOF，华泰柏瑞上证科创板

200 ETF、永赢中证 500 指数增强基金、景顺长城红利量化选股基金等。

8 月 29 日，证监会网站显示，华泰柏瑞基金申报了华泰柏瑞上证科创板 200 ETF，目前该产品处于接收材料阶段。

8 月 27 日，中证指数官网发布公告称，为进一步丰富市场表征工具和投资标的，中证指数有限公司将于 2024 年 9 月 23 日正式发布中证 A500 指数。

开放式公募基金表现。上周主动权益、灵活配置型、平衡混合型基金收益分别为 1.17%、0.48%、0.44%。今年以来另类基金业绩表现最优，中位数收益为 7.15%，主动权益型、灵活配置型和平衡混合型基金的中位数收益分别为-11.18%、-8.46%、-3.52%。

上周指数增强基金超额收益中位数为-0.25%，量化对冲型基金收益中位数为-0.67%。今年以来，指数增强基金超额中位数为 2.45%，量化对冲型基金收益中位数为-0.28%。

截至上周末，开放式公募基金中共有普通 FOF 基金 226 只、目标日期基金 117 只、目标风险基金 154 只。今年以来，目标风险基金中位数业绩表现最优，累计收益率为-1.80%。

基金产品发行情况。上周新成立基金 21 只，合计发行规模为 38.19 亿元，较前一周有所减少。此外，上周有 11 只基金首次进入发行阶段，本周将有 20 只基金开始发行。

风险提示：市场环境变动风险，风格切换风险。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）、陈梦琪（S0980524070009）

#### ◆ 金融工程日报：市场放量上涨，成交额超 8800 亿

市场表现：今日（20240830）市场全线上涨，规模指数中中证 2000 指数表现较好，板块指数中中小 100 指数表现较好，风格指数中沪深 300 成长指数表现较好。房地产、电子、传媒、计算机、非银行业表现较好，银行、电力公用事业、有色金属、石油石化、交通运输行业表现较差。消费电子代工、房屋租赁、超宽带技术、房地产精选、磁电存储等概念表现较好，央企银行、黄金精选、银行精选、高速公路精选、铁路运营精选等概念表现较差。

市场情绪：今日市场情绪较为高涨，收盘时有 80 只股票涨停，有 0 只股票跌停。昨日涨停股票今日收盘收益为 3.59%，昨日跌停股票今日收盘收益为 0.52%。今日封板率 56%，较前日下降 25%，连板率 37%，较前日提升 6%，连板率创近一个月新高。

市场资金流向：截至 20240829 两融余额为 13919 亿元，其中融资余额 13805 亿元，融券余额 115 亿元。两融余额占流通市值比重为 2.2%，两融交易占市场成交额比重为 7.8%。

折溢价：20240829 当日 ETF 溢价较多的是消费 ETF 基金，ETF 折价较多的是互联网龙头 ETF。近半年以来大宗交易日均成交金额达到 11 亿元，20240829 当日大宗交易成交金额为 12 亿元，近半年以来平均折价率 4.03%，当日折价率为 7.85%。近一年以来上证 50 股指期货主力合约年化升水率中位数为 1.49%，近一年以来沪深 300 股指期货主力合约年化贴水率中位数为-0.54%，近一年以来中证 500 股指期货主力合约年化贴水率中位数为-5.83%，近一年以来中证 1000 股指期货主力合约年化贴水率中位数为-11.00%，当日上证 50 股指期货主力合约年化升水率为 1.47%，处于近一年来 50%分位点，当日沪深 300 股指期货主力合约年化升水率为 0.56%，处于近一年来 55%分位点；当日中证 500 股指期货主力合约年化贴水率为 4.44%，处于近一年来 60%分位点；当日中证 1000 股指期货主力合约年化贴水率为 3.46%，处于近一年来 82%分位点。

机构关注与龙虎榜：近一周内调研机构较多的股票是晶盛机电、蓝思科技、迈为股份、紫光股份、博雅生物、温氏股份、京东方 A、奥浦迈等，晶盛机电被 209 家机构调研。20240830 披露龙虎榜数据中，机构专用席位净流入较多的股票是星辉娱乐、力源信息、领益智造、腾达科技、凯中精密、捷邦科技、乐心医疗、深科技、龙旗科技、惠威科技、双乐股份、瀛通通讯等，机构专用席位净流出较多的股票是山金国际、东山精密、珂玛科技、奥赛康、广西广电、国科天成、天利科技、智微智能等。陆股通净流入较多的股票是山金国际、智微智能、深科技、力源信息、英唐智控、领益智造、亿嘉和、岩石股份、返利科技等，陆股通净流出较多的股票是东山精密、奥赛康、壹石通、深圳华强等。

风险提示：市场环境变动风险；本报告基于历史客观数据统计，不构成投资建议。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）

## 【市场数据】

### 商品期货

| 商品  | 收盘价      | 涨跌幅   | 商品        | 收盘价       | 涨跌幅   |
|-----|----------|-------|-----------|-----------|-------|
| 黄金  | 576.80   | 0.05  | ICE 布伦特原油 | 79.94     | 1.64  |
| 白银  | 7473.00  | -0.06 | 铜         | 73930.00  | -0.20 |
| 铝   | 19705.00 | 0.00  | 铅         | 17375.00  | -0.79 |
| 豆一  | 4405.00  | 0.02  | 锌         | 24090.00  | 0.18  |
| 豆粕  | 2995.00  | 0.53  | 镍         | 131270.00 | 0.00  |
| 玉米  | 2323.00  | -0.76 | 锡         | 262590.00 | -0.23 |
| 螺纹钢 | 3116.00  | -1.95 | SR409     | 5797.00   | -1.09 |

### 本月国内重要信息披露

| 公布日期       | 项目                  | 本期数据    | 上期数据     | 上年同期数据  | 发布主体   |
|------------|---------------------|---------|----------|---------|--------|
| 2024/07/31 | 07月PPI (%)          | -0.7    | -0.8     | -5.5    | PPI    |
| 2024/07/31 | 07月CPI (%)          | 100.5   | 99.8     | 100.5   | 国家统计局  |
| 2024/07/31 | 07月狭义货币(M1)同比 (%)   | -0.06   | -0.05    | 0.02    | 中国人民银行 |
| 2024/07/31 | 07月狭义货币(M2)同比 (%)   | 0.06    | 0.06     | 0.1     | 中国人民银行 |
| 2024/07/31 | 07月新增人民币贷款(亿元)      | -808.0  | 21927.0  | 364.0   | 中国人民银行 |
| 2024/07/31 | 07月贸易顺差总额(亿美元)      | 24104.8 | 98901.57 | 79756.0 | 国家商务部  |
| 2024/07/31 | 07月固定资产投资累计同比 (%)   | 0.03    | 0.01     | 0.03    | 国家统计局  |
| 2024/07/31 | 07月工业增加值 (%)        | 0.05    | 0.05     | 0.03    | 国家信息中心 |
| 2024/07/31 | 07月社会消费品零售总额_同比 (%) | 0.03    | 0.03     | 0.03    | 国家统计局  |

### 近期非流通股解禁明细

| 代码        | 简称   | 本次解禁数量(万股) | 流通股股本(万股) | 流通股增加% | 上市日期       |
|-----------|------|------------|-----------|--------|------------|
| 301053.SZ | 远信工业 | 5609.53    | 8175.25   | 100.00 | 2024-09-02 |
| 688711.SH | 宏微科技 | 1807.46    | 9849.33   | 100.00 | 2024-09-02 |
| 605303.SH | 园林股份 | 9325.26    | 16123.74  | 100.00 | 2024-09-02 |
| 600845.SH | 宝信软件 | 1432.66    | 110948.34 | 37.39  | 2024-09-02 |
| 688776.SH | 国光电气 | 5279.20    | 7741.67   | 100.00 | 2024-09-02 |
| 301052.SZ | 果麦文化 | 1762.64    | 7203.99   | 100.00 | 2024-08-29 |
| 301051.SZ | 信濠光电 | 3304.40    | 8000.00   | 100.00 | 2024-08-27 |
| 000755.SZ | 山西路桥 | 85726.62   | 146731.01 | 100.00 | 2024-08-27 |
| 605577.SH | 龙版传媒 | 25608.00   | 44444.44  | 100.00 | 2024-08-26 |
| 600100.SH | 同方股份 | 38639.87   | 335029.77 | 100.00 | 2024-08-26 |
| 300949.SZ | 奥雅设计 | 4299.52    | 6000.00   | 100.00 | 2024-08-26 |
| 301050.SZ | 雷电微力 | 2226.64    | 9680.00   | 100.00 | 2024-08-26 |
| 301049.SZ | 超越科技 | 6856.93    | 9425.33   | 100.00 | 2024-08-26 |
| 688786.SH | 悦安新材 | 3205.62    | 8544.08   | 100.00 | 2024-08-26 |
| 600753.SH | 东方银星 | 1526.71    | 23030.71  | 100.00 | 2024-08-26 |
| 605133.SH | 嵘泰股份 | 12000.00   | 16000.00  | 100.00 | 2024-08-23 |
| 688766.SH | 普冉股份 | 1519.61    | 3622.87   | 100.00 | 2024-08-23 |

|           |      |            |            |        |            |
|-----------|------|------------|------------|--------|------------|
| 001212.SZ | 中旗新材 | 4779.50    | 9067.00    | 100.00 | 2024-08-23 |
| 601728.SH | 中国电信 | 5784005.90 | 7607030.86 | 97.37  | 2024-08-20 |
| 835174.BJ | 五新隧装 | 3714.28    | 9000.87    | 100.00 | 2024-08-20 |
| 605580.SH | 恒盛能源 | 14889.00   | 20000.00   | 100.00 | 2024-08-19 |
| 603926.SH | 铁流股份 | 1636.18    | 17656.34   | 100.00 | 2024-08-19 |
| 600876.SH | 洛阳玻璃 | 1322.97    | 39567.49   | 100.00 | 2024-08-19 |
| 301048.SZ | 金鹰重工 | 40000.00   | 53333.34   | 100.00 | 2024-08-19 |
| 301046.SZ | 能辉科技 | 9009.81    | 14948.00   | 100.00 | 2024-08-19 |
| 688728.SH | 格科微  | 173480.19  | 249888.71  | 100.00 | 2024-08-19 |
| 601825.SH | 沪农商行 | 463339.03  | 964444.44  | 100.00 | 2024-08-19 |
| 688733.SH | 壹石通  | 5559.16    | 18216.43   | 100.00 | 2024-08-19 |
| 605069.SH | 正和生态 | 9810.50    | 16284.44   | 100.00 | 2024-08-16 |
| 301047.SZ | 义翘神州 | 3572.71    | 6800.00    | 100.00 | 2024-08-16 |
| 871642.BJ | 通易航天 | 3464.58    | 7405.01    | 100.00 | 2024-08-16 |
| 688787.SH | 海天瑞声 | 1362.38    | 4280.00    | 100.00 | 2024-08-13 |
| 300844.SZ | 山水比德 | 355.00     | 1515.00    | 12.32  | 2024-08-13 |
| 301045.SZ | 天禄科技 | 4577.58    | 10315.43   | 100.00 | 2024-08-13 |
| 605588.SH | 冠石科技 | 5000.00    | 7309.95    | 100.00 | 2024-08-12 |
| 300814.SZ | 中富电路 | 12500.00   | 17579.60   | 100.00 | 2024-08-12 |
| 605589.SH | 圣泉集团 | 15956.50   | 77477.68   | 100.00 | 2024-08-12 |
| 301043.SZ | 绿岛风  | 5000.00    | 6800.00    | 100.00 | 2024-08-12 |
| 301041.SZ | 金百泽  | 4492.42    | 10668.00   | 100.00 | 2024-08-12 |
| 688779.SH | 长远锂科 | 88666.12   | 192920.62  | 100.00 | 2024-08-12 |

## 全球证券市场统计

### 股票市场指数

| 简称          | 最新收盘价    | 1日<br>涨跌幅(%) | 1周<br>涨跌幅(%) | 1个月<br>涨跌幅(%) | 3个月<br>涨跌幅(%) | 12个月<br>涨跌幅(%) | 30天<br>波动率(%) |
|-------------|----------|--------------|--------------|---------------|---------------|----------------|---------------|
| 道琼斯工业平均指数   | 41563.08 | 0.551664     | 46.82        | 46.82         | 46.82         | 46.82          | 35.35         |
| 德国 DAX 指数   | 18906.92 | -0.029874    | 48.44        | 2.69          | 2.21          | 18.97          | 38.67         |
| 法 CAC40 指数  | 7630.95  | -0.130874    | 0.71         | 2.08          | -4.35         | 3.61           | 48.09         |
| 恒生指数        | 17989.07 | 1.139921     | 2.14         | 5.79          | -1.32         | -2.67          | 91.15         |
| 沪深 300 指数   | 3321.43  | 1.334800     | -0.17        | -1.42         | -7.59         | -12.32         | 79.12         |
| 美国 SP500 指数 | 5648.40  | 1.009306     | 0.24         | 3.89          | 7.88          | 25.10          | 42.44         |
| 纳斯达克综合指数    | 17713.63 | 1.125800     | -0.91        | 3.30          | 5.83          | 26.35          | 47.61         |
| 日经 225 指数   | 38647.75 | 0.743486     | 0.73         | 0.31          | 1.55          | 19.52          | 不适用           |

### 沪深港通资金流入流出 Top10

#### A 股资金流入流出前十

| 排序 | 代码        | 简称   | 价格(RMB)  | 涨跌幅(%)  | 流入资金<br>(RMB, 万元) | 代码        | 简称   | 价格(RMB) | 涨跌幅(%)  | 流出资金<br>(RMB, 万元) |
|----|-----------|------|----------|---------|-------------------|-----------|------|---------|---------|-------------------|
| 1  | 300760.SZ | 迈瑞医疗 | 250.8000 | 9.9036  | 无数据               | 601899.SH | 紫金矿业 | 16.0000 | 0.4394  | 无数据               |
| 2  | 601899.SH | 紫金矿业 | 16.0000  | 0.4394  | 无数据               | 601318.SH | 中国平安 | 44.0300 | 3.3083  | 无数据               |
| 3  | 601318.SH | 中国平安 | 44.0300  | 3.3083  | 无数据               | 601288.SH | 农业银行 | 4.5200  | -4.0340 | 无数据               |
| 4  | 300502.SZ | 新易盛  | 93.7900  | 2.4020  | 无数据               | 300502.SZ | 新易盛  | 93.7900 | 2.4020  | 无数据               |
| 5  | 601398.SH | 工商银行 | 5.9800   | -3.8585 | 无数据               | 601398.SH | 工商银行 | 5.9800  | -3.8585 | 无数据               |
| 6  | 600036.SH | 招商银行 | 32.1500  | -2.3687 | 无数据               | 600036.SH | 招商银行 | 32.1500 | -2.3687 | 无数据               |
| 7  | 000333.SZ | 美的集团 | 64.7500  | 1.2510  | 无数据               | 000333.SZ | 美的集团 | 64.7500 | 1.2510  | 无数据               |

|    |           |      |           |        |     |           |      |           |        |     |
|----|-----------|------|-----------|--------|-----|-----------|------|-----------|--------|-----|
| 8  | 600519.SH | 贵州茅台 | 1443.1900 | 2.1149 | 无数据 | 600519.SH | 贵州茅台 | 1443.1900 | 2.1149 | 无数据 |
| 9  | 002475.SZ | 立讯精密 | 39.4200   | 5.8824 | 无数据 | 002475.SZ | 立讯精密 | 39.4200   | 5.8824 | 无数据 |
| 10 | 600900.SH | 长江电力 | 29.3800   | 0.0681 | 无数据 | 600900.SH | 长江电力 | 29.3800   | 0.0681 | 无数据 |

**港股资金流入流出前十**

| 排序 | 代码      | 简称     | 价格(HKD)  | 涨跌幅(%)      | 流入资金<br>(HKD, 万元) | 代码      | 简称     | 价格(HKD)  | 涨跌幅(%)      | 流出资金<br>(HKD, 万元) |
|----|---------|--------|----------|-------------|-------------------|---------|--------|----------|-------------|-------------------|
| 1  | 1024.HK | 快手-W   | 40.3000  | 0.02284264  | 27739.13          | 0700.HK | 腾讯控股   | 382.0000 | 0.01165254  | 153782.71         |
| 2  | 2015.HK | 理想汽车-W | 78.8500  | 0.07792208  | 30984.14          | 3690.HK | 美团-W   | 118.2000 | 0.02160761  | 136682.93         |
| 3  | 0939.HK | 建设银行   | 5.5200   | -0.01953819 | 38196.47          | 1398.HK | 工商银行   | 4.4900   | -0.02813853 | 87895.72          |
| 4  | 1398.HK | 工商银行   | 4.4900   | -0.02813853 | 40034.04          | 0939.HK | 建设银行   | 5.5200   | -0.01953819 | 80118.55          |
| 5  | 0883.HK | 中国海洋石油 | 21.5500  | 0.01650943  | 58204.20          | 0883.HK | 中国海洋石油 | 21.5500  | 0.01650943  | 77375.01          |
| 6  | 0941.HK | 中国移动   | 76.2000  | 0.00927152  | 60360.94          | 1810.HK | 小米集团-W | 19.5000  | 0.03283898  | 67688.98          |
| 7  | 2318.HK | 中国平安   | 37.4000  | 0.03601108  | 81800.63          | 0941.HK | 中国移动   | 76.2000  | 0.00927152  | 65926.21          |
| 8  | 1810.HK | 小米集团-W | 19.5000  | 0.03283898  | 88198.99          | 2015.HK | 理想汽车-W | 78.8500  | 0.07792208  | 51322.70          |
| 9  | 3690.HK | 美团-W   | 118.2000 | 0.02160761  | 136483.37         | 2318.HK | 中国平安   | 37.4000  | 0.03601108  | 42823.82          |
| 10 | 0700.HK | 腾讯控股   | 382.0000 | 0.01165254  | 221921.14         | 1024.HK | 快手-W   | 40.3000  | 0.02284264  | 37154.31          |

## 免责声明

### 分析师声明

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

### 国信证券投资评级

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

### 重要声明

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

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

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

### 证券投资咨询业务的说明

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

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

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032