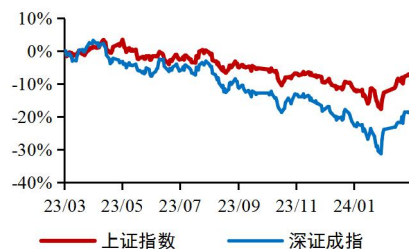


## 信义山证 汇通天下

## 研究早观点

2024年3月7日 星期四

## 市场走势



资料来源：最闻

## 国内市场主要指数

指数	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,039.93	-0.26
深证成指	9,395.65	-0.22
沪深 300	3,551.05	-0.41
中小板指	5,786.09	-0.39
创业板指	1,832.58	-0.06
科创 50	811.90	-0.72

资料来源：最闻

## 分析师：

李召麒

执业登记编码：S0760521050001

电话：010-83496307

邮箱：lizhaoqi@sxzq.com

## 【今日要点】

➤ 【山证新股】芯动联科（688582.SH）2023 年报-业绩稳步增长态势得以延续，高研发投入持续夯实产品力

【公司评论】帝科股份(300842.SZ)：N 型银浆布局领先，出货占比持续提高

【山证食品】山西汾酒（600809.SH）事件点评：谋定后动，笃行致远

【行业评论】【山证电新】20240306 光伏产业链价格跟踪

【公司评论】【山西证券 | 新材料】华恒生物扩产&技术许可合同点评

## 【今日要点】

【山证新股】芯动联科（688582.SH）2023 年报-业绩稳步增长态势得以延续，高研发投入持续夯实产品力

叶中正 yezhongzheng@sxzq.com

### 【投资要点】

- 事件描述
- 公司发布 2023 年报，2023 年公司实现营业收入 3.17 亿元，同比增长 39.77%；实现归母净利润 1.65 亿元，同比增长 41.84%；实现扣非归母净利润 1.43 亿元，同比增长 33.50%；实现基本每股收益 0.44 元，同比增长 29.41%。
- 事件点评
- 2023 年公司业绩稳步增长，主要系项目持续迭代及下游客户导入进展顺利。2023 年，公司营收及归母净利润同比增速维持 40%左右，业绩呈稳步增长态势，主要得益于下游客户陆续验证导入，相关订单陆续增多，当期产销量较上年同期稳步提升，使得公司营业收入较上年同期增加，净利润稳步增长。分产品来看，MEMS 陀螺仪和惯性传感器模组对业绩增长贡献较大，2023 年销售收入分别为 2.60 亿元和 2257.32 万元，同比增速分别为 42.37%和 128.59%。
- 2023 年公司仍维持高盈利能力，相比 2022 年，毛利率虽略有下降但净利率有所提升。①2023 年公司毛利率为 83.01%，较 2022 年下滑 2.96 个百分点，分产品来看：MEMS 陀螺仪毛利率为 85.55%，较 2022 年下滑 0.95 个百分点；惯性测量单元毛利率为 65.59%，较 2022 年下滑 11.09 个百分点；技术服务毛利率为 86.98%，较 2022 年下滑 3.67 个百分点；MEMS 加速度计毛利率为 62.53%，较 2022 年下滑 16.18 个百分点。公司主营业务毛利率波动主要受产品销售价格、原材料采购价格及政策变动等因素的影响。②2023 年公司净利率为 52.16%，较 2022 年提升 0.76 个百分点，原因是 2023 年期间费用率较去年同期有所下降（2023 年公司期间费用率为 33.19%，较去年下滑 3.83 个百分点）。
- 公司持续加大研发投入，在研项目稳步推进。2023 年研发费用为 8019.79 万元，较去年同期增长 43.85%，占收入比重为 25.29%；2023 年公司研发人员数量为 78 人，较去年同期增长 56%。基于持续加大研发投入，公司一方面不断提升现有产品陀螺仪和加速度计的产品性质，另一方面不断拓宽公司研发产品的种类，在研项目涵盖压力传感器、车规级适用于 L3+自动驾驶的高性能 MEMS IMU、汽车级功能安全 6 轴 MEMS IMU，并推进公司研发项目尽快量产。
- 投资建议
- 预计公司 2024-2026 年分别实现营收 4.63、6.56、9.25 亿元，同比增长 46.0%、41.7%、40.9%；分别实现净利润 2.32、3.22、4.39 亿元，同比增长 40.3%、38.6%、36.6%；对应 EPS 分别为 0.58、0.80、1.10 元，以 3 月 6 日收盘价 32.77 元计算，对应 PE 分别为 56.5X、40.7X、29.8X，维持“增持-A”评级。
- 风险提示
- 产品研发失败以及技术升级迭代风险、新客户及新市场开拓风险、晶圆代工及封测厂商管控风险、市

市场占有率、经营规模等方面和行业龙头存在差距的风险。

**【公司评论】帝科股份(300842.SZ)：N型银浆布局领先，出货占比持续提高**

肖索 xiaosuo@sxzq.com

**【投资要点】**

- **事件描述**
- 公司发布 2023 年年报，2023 年全年公司实现营业收入 96.0 亿元，同比+154.9%，实现归母净利润 3.9 亿元，同比+2336.5%；其中 Q4 实现营收 35.1 亿元，同比+203.3%，实现归母净利润 0.9 亿元，环比+3.3%。
- **事件点评**
- **光伏银浆出货量高增，N 型产品占比逐季提升。**2023 年全年公司光伏导电银浆实现销售 1713.6 吨，同比+137.9%；其中，N 型 TOPCon 电池银浆 1008.5 吨，在总销售量中占比 58.9%。Q4 公司光伏导电银浆实现出货 595 吨；其中，TOPCon 银浆实现出货 474 吨。公司 2023 年 Q1/Q2/Q3/Q4 TOPCon 银浆占总光伏银浆总出货比例分别为 34.1%/46.1%/57.4%/79.6%，四季度 N 型出货占比加速提升，处于行业领先地位。随着 TOPCon 产能持续放量，预计公司 2024 年全年出货量有望达到 2500-3000 吨，维持快速增长。
- **持续增强研发投入，LECO 领先优势显著。**2023 年，公司研发投入 3.1 亿元，同比+169.5%。截至 2023 年底，公司研发技术人员达到 233 名，占员工总数的 38.3%；公司分别拥有发明专利、实用新型专利 22 项和 58 项。基于持续的高研发投入，公司第一批推出了 LECO 产品解决方案并引领推动行业量产。此外，公司 N 型 HJT 电池低温银浆及银包铜浆料产品已实现大规模出货，新型 IBC 电池金属化浆料也实现供货交付。
- **加强成本管控，优化产业结构。**公司持续加强成本管理，推进国产银粉的替代。当下，公司 PERC 电池银浆国产粉占比接近 80%，TOPCon 电池国产粉占比 50%左右。公司建设硝酸银、金属粉、电子浆料等高性能电子材料生产线，以强化自身竞争优势。在半导体产品方面，公司重点布局了 LED 与 IC 芯片封装粘结银浆、功率半导体芯片封装粘结的烧结银产品、功率半导体封装用 AMB 陶瓷覆铜板钎焊浆料三大方向，未来将持续进行产品的升级迭代，进一步拓展产品应用方向。
- **投资建议**
- **公司为光伏银浆的龙头企业，随着 N 型电池大规模放量，竞争优势持续加强。**我们预计公司 2024-2026 年归母公司净利润 6.2/8.2/10.2 亿元，分别同比增长 61.0%/32.5%/23.5%。2024-2026 年 EPS 分别为 6.18/8.19/10.11 元，对应 2024 年 3 月 5 日收盘价，PE 为 12.8/9.6/7.8 倍，维持“买入-A”评级。
- **风险提示**
- 政策变动风险；产品及原材料价格波动风险；光伏新增装机不及预期；市场竞争加剧等。

**【山证食品】山西汾酒（600809.SH）事件点评：谋定后动，笃行致远**

和芳芳 hefangfang@sxzq.com

## 【投资要点】

- 事件描述
- 近期我们参加山西汾酒投资者交流，会上公司领导就整体运营情况进行解答，结合渠道调研反馈，总结更新如下：
- 事件点评
- 行业调整引发行业洗牌及格局变迁，清香龙头汾酒有望穿越周期。具体来看：1) 汾酒持续增长三大势能加持，名酒势能、清香势能、产品线势能；2) 目前渠道挣钱效应的产品很少，飞天茅台、玻汾等，渠道挣钱效应带来示范作用，是行业下行阶段获取大量渠道资源的重要时候；3) 玻汾系列和青花 20，大众市场和次高端市场结合，产生乘数效应，其中在 400 元次高端价位带，目前青花 20 具备一定的体量优势，汾酒凭借强大的品牌力和产品力在下行周期中收获份额，而玻汾重新做资源分配，玻汾之前配额集中于内蒙古、山东、河南等长江以北区域，目前重新分配后，把配额调整到长江以南，加速突破长江以南市场；4) 清香新国标执行，对于酒体分级清晰的酒体描述，催动升级的步伐。
- 青花系列引领，产品组合同时发力。公司以八大纲领为总框架积极谋划，从汾酒营销层面来讲，要从“玻汾调存量、20 要突破、中期看 30、科学做营销”等方面为抓手，加强对标学习和制度改革，以系统发展观，进行全面的总结和归纳，找到改进和优化的路径。1) 青花 20 全面增长，目前来看，青花 20 从商务场景增长开始到多场景增长（比如宴席、酒店等），同时找到机会和竞品缩小差距，有望实现量价齐升；2) 目前成立青花汾酒事业部，针对青花 30 以上产品进行高端运作，重视顶层设计、倾斜资源投放，落实增量动作，加大过程考核等，从而实现销量要好/价格要好/模式要成熟的三个目标；3) 腰部产品重点看五码合一推出后，老白汾的升级换代。
- 渠道模式再造和组织重塑带来竞争力提高，助推后 500 亿汾酒的发展。围绕“文化重塑、组织重塑、竞争力重塑”三个层面，提高汾酒营销的综合竞争力。1) 汾酒去年 10 月推行新的渠道模式和控盘分利模式，成功经受 2024 年春节旺季考验，新模式保障了渠道和终端的利润，后续通过文化重塑和赋能，提升厂家、经销商、终端三者之间的紧密程度，希望上升到组织层面的渠道再造。2) 通过外面公开招聘 120 名高素质人员，加大对营销组织的重塑，进而提高对高端白酒的运作能力。3) 公司在原有产品继续做深做透外，2024 年亦计划推出超高端青花汾酒。
- 盈利预测、估值分析和投资建议：短期看公司春节动销表现优秀，公司渠道健康良性，回款与发货节奏上把握到位。中长期看公司产品高端化+渠道全国化的目标明确，业绩确定性强。因此，未来随着产品结构升级、规模效应凸显以及管理运营水平优化，利润增速高于收入增速，净利率有望不断提高。预计 2023-2025 年公司归母净利润 104.92 亿、137.06 亿、176.02 亿，EPS 分别为 8.60 元、11.23 元、14.43 元，对应当前股价，PE 分别为 27.7 倍、21.2 倍、16.5 倍。维持“买入-A”评级。
- 风险提示：商务需求恢复不及预期，省外扩张不达预期，宏观经济风险

【行业评论】【山证电新】20240306 光伏产业链价格跟踪

肖索 xiaosuo@sxzq.com

- 据 InfoLink 最新数据，本周硅料、电池片、组件价格持平，硅片价格下降。
- **多晶硅：**致密料均价为 68 元/kg，较上周持平；颗粒硅均价为 61 元/kg，较上周持平。本周有订单签订的企业数量较多，N 型硅料 5 家企业成交，P 型硅料 7 家企业成交。需求端，近期下游硅片开工率维持高位，但硅片企业仍有一周左右的硅料库存，采购行为较为谨慎。供给端，2 月份多晶硅产量为 17.52 万吨，环比上涨 2.28%；预计 3 月份多晶硅产量约 18.5 万吨，环比增长 5%左右。综合来看，硅片企业集中采购时间或有所推迟，叠加硅片价格处于低位，硅料价格上涨动力不足。
- 
- **硅片：**150um 的 182mm 单晶硅片均价 2.05 元/片，较上周持平；130um 的 182 N 型硅片均价 1.95 元/片，较上周下降 2.5%。当前硅片企业几乎维持满产，一方面因为下游需求回暖；另一方面，满负荷生产能降低单位成本。当前开工率下，硅片库存将加速累积，预计短期硅片价格仍旧承压。
- 
- **电池片：**M10 电池片（转换效率 23.1%）均价为 0.39 元/W，较上周持平；210mm 电池片（转换效率 23.1%）均价为 0.38 元/W，较上周持平；182mm TOPCon 电池片均价为 0.47 元/W，较上周持平，比同尺寸 PERC 电池片溢价 20.5%。当前电池片环节每瓦有 1 分钱左右的涨幅，预计后续会在报价中有所体现。硅片端库存增加，价格面临压力，而电池端扩产放缓，预计价格保持坚挺，盈利能力有望得到恢复。在我们认为电池片环节的差异化竞争仍然是光伏行业的长期看点，BC 的新技术产品有望持续获得溢价。
- 
- **组件：**182mm 单面 PERC 组件均价 0.90 元/W，较上周持平；182mm 双面 PERC 组件均价 0.92 元/W，较上周持平；182TOPCon 双玻组件价格 0.96 元/W，较上周持平。3 月组件全球/国内排产分别约提升至 55/50GW 左右，预计 4 月全球排产环比仍有 5%左右的增幅。结构上来看，头部组件厂排产幅度高于行业平均水平，体现了一线与二三线企业接单能力的差距。
- 
- 从本周产业链各环节价格来看，N 型硅片价格下降，其他环节价格持平。P 型向 N 型转换大势所趋，重点推荐：福莱特、隆基绿能、爱旭股份、帝科股份、永和智控，积极关注：福斯特、中信博、京山轻机、锦富技术、大全能源、通灵股份。
- 
- **风险提示：**光伏装机不及预期

#### 【公司评论】【山西证券 | 新材料】华恒生物扩产&技术许可合同点评

冀泳洁 0351-8686985 jiyongjie@sxzq.com

- **【山西证券 | 新材料】华恒生物扩产&技术许可合同点评：**扩大小品种氨基酸市场领先地位，成长性持续验证
-

➤ #事件描述

- 2024年3月6日晚，公司发布公告：1) 签订生物法精氨酸技术许可合同；2) 计划建设6万吨三支链+色氨酸及1万吨精制氨基酸产能。
- 
- 1) 签订生物法精氨酸技术许可合同，小品种氨基酸进一步突破。欧合生物将其拥有的生物法生产精氨酸技术授权公司独占使用，许可期限20年。公司将终端产品销售额（含税）的2.80%向欧合生物支付产业化提成。欧合生物开发的生物法生产精氨酸技术克服了蛋白水解法制备精氨酸过程中存在的工艺复杂、环境污染严重等缺点，同时具有生产条件温和、产品纯度高和生产成本低等优势。目前公司在建精氨酸缬氨酸交替产能2.5万吨，依托现有客户资源，公司有望快速打开市场。
- 
- 2) 计划使用自筹资金，投资不超过7亿元，建设6万吨产能，即三支链+色氨酸及1万吨精制氨基酸产能，预计2年后建成。三支链氨基酸包括缬氨酸、亮氨酸和异亮氨酸。缬氨酸价格约1.5万元/吨，异亮氨酸约3.8-3.9万/吨，我们保守假设全部生产缬氨酸，则或贡献9亿元增量收入。
- 
- 风险提示：原材料价格波动风险；市场竞争风险；下游需求增长不及预期；宏观环境风险。

### 分析师承诺：

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

### 投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

### 评级体系：

#### ——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

#### ——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

#### ——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

### 免责声明：

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

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

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

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

### 山西证券研究所：

#### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686981

<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

#### 北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

