



石伟晶 | 东兴证券传媒行业首席分析师

S1480518080001, 021-25102907, shi_wj@dxzq.net.cn

传媒：阿里巴巴-SW (9988.HK)：重新打造低价，淘宝逐步扭转不利局面

淘宝与拼多多争夺用户“省钱”心智。当下国内电商格局，拼多多依靠拼团以及低价爆款模式占据用户“省钱”心智，并通过百亿补贴以及品牌化向“好”升级；淘宝原本在“多”“省”两个维度占据优势，目前正通过打造淘特平台以及调整淘宝运营策略，目标重新建立“省钱”的用户心智。

淘宝加强消费者购物体验，淘特主打性价比。2022 年以来，淘宝经营方向从强调平台交易效率向提升用户消费体验转变。具体措施包括加大对逛逛、直播、点淘投资力度，通过激励机制引导商家生产更多更高质量的内容等。淘特方面，2022 年 5 月淘特 APP 首页核心位置开辟淘特 10 元店入口，消费者可以进入 3 元 3 件、9.9 元 3 件、18.9 元 3 件等购物场景。从微观层面，我们选取 6 个商品类目，12 件具体商品作为对比，淘宝平台商品排列前 30 的平均价格明显高于拼多多和淘特；对比拼多多，淘特在家电 3C、美妆个护、非生鲜食品、母婴等类目已经具有低价优势。

价格力驱动淘宝扭转不利局面。2023 年，淘宝五大战略分别为：直播、私域、内容化、本地零售和价格力。价格力主要指提升商品性价比，包括市场机制的设计、各类营销产品，淘特农产品、工厂货直达消费者的业务模式突破等，在保证品质前提下给用户最大程度优惠。目前淘宝部分商品下方已上线“去比价”功能。另外根据 Questmobile 数据，2023 年 3 月淘宝日活 3.78 亿人，自 2022 年 2 月以来，手淘日活用户数首次超过拼多多。手淘再次成为最多中国人逛的电商平台。

风险提示：(1) 竞争加剧导致公司中国零售板块收入增长放缓；(2) 组织架构调整进展迟缓。

参考报告：《阿里巴巴-SW (9988.HK)：重新打造低价，淘宝逐步扭转不利局面》2023-04-21



林瑾璐 | 东兴证券银行首席分析师

S1480519070002, 010-66554130, 15692169289@163.com

银行：常熟银行净利润保持较高增速，1Q23 不良双降

盈利分析：1Q23 常熟银行实现营收 24.1 亿，同比增 13.3%，较 22 年增速下滑 1.8pct，主要拖累项为其他非息收入。支出端：1Q23 管理费用同比增 20%，对拨备前利润增速有所拖累（同比+9.2%，较 22 年下降 11.6pct）。信用成本降低、反哺利润，1Q23 信用减值损失同比下降 8.4%，净利润同比增 20.6%（较 22 年下降 4.8pct），保持较高增速。

量：常熟银行一季度保持较快信贷投放，3 月末贷款余额同比增 18.1%，较年初增 5.7%。1Q23 新增贷款 111 亿，同比多增 8 亿；其中个贷新增占比高出去年同期 7.3pct，反映零售需求恢复情况较好。3 月末存款余额同比增 17.6%，增速较 22 年末提升 0.8pct；定期存款占比 67%（较年初上升 2.98pct）。展望 2023 年，在经济恢复、消费复苏的背景下，预计零售信贷需求逐步恢复，有望带动信贷总量、结构、收益逐步改善。

价：1Q23 净息差为 3.02%，与 22 年持平；较 22 年还原央行普惠政策性减息后净息差（3.09%）下降 7BP，符合预期。资产端：预计主要是贷款重定价影响；另外，生息资产结构方面，贷款及零售贷款占比略有下降，对生息资产收益率有所拖累。负债端：在存款定期化趋势以及激烈竞争下，判断负债成本仍然偏刚性。展望后续，我们预计全年息差仍有收窄压力，但降幅有望明显收窄。单季度来看，随着经济复苏、需求恢复，后续贷款利率、特别是经营性贷款利率有望逐步企稳；同时，预计二季度之后零售贷款投放逐步发力、信贷结构优化，息差有望看到拐点。

质：3 月末，常熟银行不良贷款余额较年初减少 0.28 亿；不良贷款率较年初下降 6BP 至 0.75%，处在同业最低不良率梯队、资产质量保持优异。测算单季度不良净生成率 0.78%，处在较低水平。关注率为 0.82%，环比下降 2BP，潜在不良压力较小。拨备覆盖率 547.3%，环比上升 10.5pct，远高于行业平均，拨备安全垫厚实，盈利释放可期。

投资建议：常熟银行坚持走特色化、差异化的普惠金融发展道路，已形成“IPC 技术+信贷工厂”的小微业务模式，兼具定价优势和风控优势。看好公司区位优势、小微定位优势以及异地扩张带来的长期高成长性。预计 2023-2025 年净利润增速分别为 22.3%、21.6%、20.7%，对应 BVPS 分别为 9.21、10.70、12.50 元/股。2023 年 4 月 20 日收盘价 7.84 元/股，对应 0.85 倍 2023 年 PB，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：经济复苏、实体需求恢复不及预期，货币政策、金融监管政策预期外转向，对银行经营环境造成影响，银行扩表速度、净息差水平、资产质量受冲击。

参考报告：《常熟银行一季度报告点评：净利润保持较高增速，1Q23 不良双降》2023-4-21

**刘航 | 东兴证券电子行业首席分析师**

S1480522060001, liuhang-yjs@dxzq.net.cn, 021-25102909

电子：捷捷微电 Q1 业绩低于预期，静待下游消费电子等行业回暖

公司 Q1 业绩低于预期，晶闸管市场有待恢复，南通厂亏损拖累业绩。由于下游消费类电子等领域应用复苏较弱，公司存量业务晶闸管市场继续承压。公司传统业务晶闸管超过 30% 的下游客户为消费类电子领域客户，由于受到库存以及下游消费类领域市场需求低迷等因素影响，晶闸管类产品营收同比下降幅度较大。

公司大力布局新能源车、光伏储能领域，MOSFET 产品销量持续增长。公司持续开发高性价比、有市场竞争力的新产品，2022 年 MOSFET 系列产品实现了大幅增长。虽然晶闸管、防护器件和 MOSFET 的部分产品价格有小幅的下降调整，但防护器件和 MOSFET 市场仍呈现一定程度的增长态势。

下游消费电子行业有待回暖，公司加大资本开支，整合全球营销中心。公司逆周期扩产，加大资本开支，有望在后续行业回暖时获取更高的市场份额。公司 2021 年和 2022 年前三季度购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金分别为 14.84 亿和 15.44 亿，我们判断随着新产能达产，业绩弹性大。公司整合销售平台及资源成立的 GSM（全球营销中心），正在逐渐助力公司的销售网络更加的高效，快捷的为客户提供高质量的销售服务。

公司盈利预测及投资评级：公司是晶闸管龙头，积极扩产提高 MOSFET 产品份额。我们预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 3.81 亿元，5.50 亿元和 7.65 亿元，对应现有股价 PE 分别为 43X，30X 和 21X，维持“推荐”评级。

风险提示：（1）下游需求放缓；（2）扩产进度不达预期；（3）产品价格波动。

参考报告：《捷捷微电（300623）：业绩低于预期，静待下游消费电子等行业回暖期》2023-4-19

**张天丰 | 东兴证券金属首席分析师**

S1480520100001, 021-25102914, Zhang_tf@dxzq.net.cn

金属：金属行业景气度系统性抬升，基金持仓比例显著攀升

金属行业景气度显现系统性抬升。尽管金属行业具有传统的强周期性特点，但伴随绿色能源基建的持续发力，行业的定价因素开始由周期性向成长性转变，由此带来行业盈利能力、运营能力及回报能力的全面攀升。从盈利能力观察，行业整体盈利能力出现优化，平均毛利率已升至 12.6%。其中产业链利润向上游采选环节集中趋势加剧，至 22 年末已达到 33.9%（创 2007 年以来最高水平），反映矿端供给偏紧背景下上游溢价能力与盈利弹性的增强。从运营能力观察。行业整体负债率由 2020 年的 58% 降至 51.5%，行业销售期间费用率由 5.26% 降至

2.47%，流动比率及速动比率升至 1.39 及 0.93，综合显示行业经营能力的增强。从回报能力观察，行业平均 ROE 由 2020 年 0.66% 升至 14.68%，平均 ROA 由 0.25% 升至 6.13%；此外行业股息率由 0.53% 升至 1%（工业金属及小金属板块股息回报率最高），现金分红总额由 104.2 亿元增至 263.4 亿元，整体显示行业盈利回报能力的实质性提升。

金属行业基金持仓比例显著攀升，黄金板块受青睐。金属行业基金持仓比例由 2020 年 1.32% 大幅增至 4.52%，其中能源金属及工业金属持仓比例增加最快，能源金属持仓比例由 0.4% 增至 2.55%，工业金属由 0.51% 增至 0.92%。此外，从 22Q2 至 22Q4 阶段观察，锂、钴基金持仓有所下滑（3.75% 降至 1.59%），但黄金及工业金属板块持仓比例快速提升（黄金 0.21% 升至 0.47%；工业金属 0.78% 升至 1.28%），金属新材料 0.04% 升至 0.08%。从基金持仓变动情况观察，黄金、工业金属中的铜铝及金属新材料市场配置热度较高。考虑到 22 年全球央行购金量已达 1136 吨并创历史新高，叠加全球流动性极端冲击后实物黄金持仓 ETF 有望扩容，预计黄金现货或维持平溢价态势。随着美元黄金汇率溢价，流动性溢价以及避险溢价的再计入，黄金板块的估值有望进一步攀升。

风险提示：政策执行不及预期，利率急剧上升，库存大幅增长及现货贴水放大，铁矿价格波动风险，公司产出低于预期，能源成本持续大幅上涨风险。

参考报告：《金属 2023 年投资策略——聚焦成长与对冲》2022-12-05



洪一 | 东兴证券电新行业分析师

S1480516110001, 0755-82832082, hongyi@dxzq.net.cn

电新：硅料价格下跌加速

据 PV Infolink 官方微信公众号发布的统计数据，本周硅料价格呈加速下跌态势，主流致密料价格下跌至 180-192 元/kg，硅片价格也有所下跌，182mm 下跌至 6.33-6.38 元/片。预计 4 月硅片产量增加明显，价格大概率也呈缓跌趋势。电池片环节价格维持，M10、G12 尺寸主流成交价分别落在 1.07、1.13 元/w。组件价格有所下调，182mm、210mm 均价分别为 1.70、1.71 元/w。在需求向好的情况下，4 月组件排产向上提升，但终端压价心态明显，产业链或将进一步缓跌态势。

近日欧盟发布的《净零工业法案》草案，旨在扩大欧盟本土清洁技术的制造规模，确保欧盟为清洁能源转型做准备。我们认为，光伏行业高景气高成长确定性强，欧美发展部分本土制造业不改光伏行业“量增”逻辑。随着明年硅料供应逐步释放，电站回报率提升将刺激光伏地面电站建设需求释放，预计明年全球新增装机将达 300GW 以上。同时，硅料降价将带来产业链利润重分配，组件向下游电站的让利压力以及组件对辅材的压价压力都将减小，利好一体化组件企业而非硅环节。可把握以下三条主线：主线一：行业利润重分配，一体化组件和胶膜、接线盒等辅材受益。相关标的：天合光能、晶科能源、赛伍技术、福斯特、快可电子、通灵股份。主线二：地面电站需求边际释放，大逆变器和储能 pcs 需求快速增长。相关标的：阳光电源、上能电气。主线三：N 型电池崛起，受益的配套产业链公司；包括 topcon、hjt、

ibc、钙钛矿等路线相关设备企业，银浆国产化企业等。

风险提示：行业政策或出现变化，产业链价格上涨或影响下游需求释放，行业或出现价格战导致相关上市公司盈利下滑。

参考报告：《2023 年度光伏行业展望报告：拥硅为王时代渐行渐远，N 型技术大放异彩》
2022.11.22

《欧盟发布《净零工业法案》落地尚需时日，出口短期影响有限》 2023-04-06。

刘航 | 东兴证券电子行业首席分析师



S1480522060001, liuhang-yjs@dxzq.net.cn, 021-25102909

联系人：祁岩 | 东兴证券机械行业研究助理

S1480121090016, 010-66554018, qiyan-yjs@dxzq.net.cn

机械：耐科装备（688419）：塑挤装备龙头，乘“封”崛起

塑料挤出装备龙头，拓展半导体封装设备赛道。耐科装备深耕塑料挤出成型模具、挤出成型装置及下游设备领域近二十载，并逐步成为该领域国内龙头企业。2014 年成立手动塑封压机团队，开始切入半导体封装设备领域。2019 年，随着公司半导体全自动封装设备和全自动切筋成型设备的问世，逐步打入通富微电、华天科技、长电科技等头部封测企业客户，半导体设备业务进入快速放量期。

我国半导体产业规模快速扩容，国产设备将迎窗口期。从行业规模上看，我国已成为全球最大的电子产品生产及消费市场，带动我国半导体市场规模由 2016 年的 1092 亿美元增长到 2021 年的 1901 亿美元，年均复合增长率达到 11.75%，从 2020 年起，我国已连续 2 年成为全球最大的半导体设备市场。从内部发展趋势上看，当下封装技术将持续由传统封装向先进封装演进，预计至 2026 年先进封装将占封测市场规模的 50%以上。叠加当前国内封测企业加速转向国内供应链的趋势下，我们预计未来具备先进封装设备技术和产能的国内企业将迎来快速发展的机遇期。

耐科多维度构筑核心优势。公司构建了经验丰富的研发团队，并且每年保持不低于 6%的研发投入，在塑料挤出成型装备领域和半导体封装设备领域掌握多项核心技术，产品力不输国际头部企业。IPO 募投半导体封装设备和切筋成型设备产能，将有助于公司进一步抢占市场份额。公司在研项目瞄准晶圆级封装设备，有望通过布局先进封装技术，丰富设备品类，持续打开业绩天花板。

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 0.75、1.01 和 1.11 亿元，对应 EPS 分别为 0.92、1.23 和 1.36 元。当前股价对应 2023-2025 年 PE 值分别为 54、40 和 37 倍。看好公司半导体封装设备业务进入快速成长期，首次覆盖给予“推荐”评级。

风险提示：技术开发与创新风险，市场竞争加剧风险，宏观环境风险。

参考报告：《耐科装备（688419）：塑挤装备龙头，乘“封”崛起》2023-4-21

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级(A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数)：以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级(A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数)：以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦5层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526