

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2023-05-18

宏观策略

2023年05月18日

宏观点评 20230517：挤一挤“通缩”的水分

近期中国通胀连续三个月环比下降，与海外疫情放开后的景象形成鲜明对比，3月通胀数据已让市场产生“通缩”之忧，4月CPI同比涨幅继续缩窄至0.1%是否说明通缩压力加剧？我们认为现阶段CPI低位运行并非通缩，服务和食品价格依旧在上涨，尤其是服务的表现，明显好于去年，主要的拖累来自于非食品消费品。通过从构成、修复节奏角度对比中国与海外主要经济体防疫放开后的通胀路径，我们发现中国通胀并没有数据显示的那么弱：主要受结构与外部环境拖累：猪、油两波动项正处同比下行区间；内部则反映复苏初期的不均衡问题，出行相关服务修复快、耐用品消费疲软。2023年CPI的高度可能受限，但谈论通缩还为时尚早。风险提示：毒株出现变异，疫情蔓延形式超预期恶化、疫情反复出行意愿恢复不及预期、居民消费意愿下滑及海外衰退幅度超预期的风险。

晨会编辑 陈李

执业证书：S0600518120001

021-60197988

yjs_chenl@dwzq.com.cn

固收金工

“金债捞”系列报告——5月十大金债盘点

观点：板块轮动不断加快、市场对信用违约边际定价的调整背景下，我们回归政策面和业绩逻辑，锚向“新”海外出口、“一带一路”和估值低位板块，据此精选五月十大金债。五月十大金债：长久转债、北港转债、南航转债（交运物流），漱玉转债（消费医药），申昊转债（机器人），起帆转债（风电海缆），交建转债（一带一路+新基建），智尚转债、小熊转债（消费稀缺标的），应急转债（中特估+军工+船舶）。风险提示：强赎风险；正股波动风险；发行人违约风险；转股溢价率主动压缩风险；政策风险；条款博弈风险。

固收深度报告 20230517：“隐秘的角落”系列之一：江苏高收益城投主体挖掘之徐州篇

观点：1) 针对收益率水平高于或接近6%的徐州城投平台业务范围、业绩表现及存量债券情况，结合持仓机构数量和持仓规模来看，重点推荐投资者对新沂市沐东新城投资开发有限公司予以关注，该平台当前存量债券规模约为21亿元左右，市场认可度较高，市场成交相对活跃，盈利能力稳中向好，偿债能力尚可但需关注有息债务管控情况，利差处于相对偏高位置，收益挖掘空间更为显著，适宜采取资质下沉策略的投资者。2) 亦建议关注徐州市贾汪都市旅游投资发展有限公司、徐州工业园区投资发展有限公司，该二平台存续债规模较小，市场定价不充分，其后续新发债券或易发生定价错误，存在一定套利机会。风险提示：城投相关政策超预期收紧；数据统计存在偏差。

行业

叉车行业深度：“电动化+国际化”成为新增长点，叉车产业迎转型大势

观点：受益“制造业复苏+电动化+机器替人”，短中长期增长逻辑清晰；电动化+国际化”成为新增长点，产业增速及利润率中枢有望上移。投

投资建议：建议关注锂电化最为领先的民营叉车龙头【杭叉集团】、估值持续修复的国企【安徽合力】、大车战略推进、智慧物流在手订单饱满的【诺力股份】 风险提示：市场竞争加剧，原材料价格波动，宏观经济波动，汇率波动风险

互联网电商行业+公司首次覆盖：AI+跨境电商：迎来收入和利润共振

观点：跨境电商行业外部环境转好，政策利好支持行业高速发展。中国经济呈现恢复向好的态势，外贸进出口开局平稳、逐月向好；其中，2023年1-2月，跨境电商进出口总额同比增长15.8%。政策方面，我国政府出台了税费减免优惠等政策降低了跨境电商企业的经营成本，同时在全国31个省份建立了165个跨境电子商务综合实验区，国务院办公厅也发文支持跨境电商产业。利润段，海运费持续下跌，跨境电商物流成本降低。 投资建议：跨境电商行业外部环境转好，政策利好支持行业高速发展；同时，AI可促进跨境电商行业内各环节效率提升。个股层面，我们推荐焦点科技、华凯易佰、吉宏股份、联络互动等。 风险提示：海外需求不及预期，新技术接入效果不及预期，竞争加剧。

商用车行业点评报告：4月重卡批发8万辆，海外出口持续增长

观点：重卡板块周期复苏主线逻辑支撑，确定性强。2022年重卡行业销量触底+2023~2025年工程+消费复苏趋势明确，2023年核心聚焦三条支线布局：1) 出口持续爆发，核心关注【中国重汽A+H】：2023~2025年出口爆发，分别20/22/23万辆，中国重汽当前重卡出口市占率50%左右，且海外渠道+品牌影响力为核心壁垒，出口最大受益。2) 新能源转型，核心关注【中集车辆+汉马科技】：政策驱动能源革命为底层支撑，换电重卡等新能源重卡全生命周期使用成本大幅下降，生产工具的重盈利属性驱动车主换车。重点关注新能源半挂牵引龙头【中集车辆】+换电重卡龙头企业【汉马科技】。3) 逆周期布局，份额提升强α属性【潍柴动力A+H】：国内市场发动机份额稳步提升，大缸径发动机收入占比提升盈利；凯傲随全球消费复苏，物流运输有望回暖，稳步提升弱化重卡周期属性；氢燃料电池技术加速布局，聚焦长期新能源转型核心环节。 风险提示：国内重卡行业复苏不及预期，重卡新能源转型进度低于预期。

社会服务行业月报：4月及五一餐饮复苏趋势验证，看好龙头

观点：4月社零餐饮收入回暖。五一假期出行链景气度回暖，龙头餐饮消费表现突出。短期市场担忧“二阳”，股价有所承压。但从基本面角度看，二季度天气转暖，居民出行意愿上行，复苏方向仍较为明确。中长期消费力提升，头部餐饮企业收入持续增长，叠加单店模型优化精进，业绩弹性凸显。同时，头部品牌重启扩张周期，集中度进一步提升，估值向上修复。推荐海底捞、海伦司、九毛九、奈雪的茶。建议关注呷哺呷哺、百胜中国-S。 风险提示：疫情反复；宏观经济波动；行业竞争加剧风险；酒店公司经营&扩张不及预期风险。

电子行业深度报告：2023年一季度电子行业总结：关注需求复苏和技术创新两大主线

观点：2023Q1电子行业整体业绩承压，估值处历史低位；导体设备高增长，其余板块Q1业绩承压；消费电子持续创新，重点关注潜望式镜头及苹果MR；新能源及汽车电子细分领域业绩分化，长期看好空间扩容及国产替代。 风险提示：宏观经济下行，终端需求复苏不及预期；贸易摩擦加剧；产能过剩，行业竞争加剧。

推荐个股及其他点评

迈为股份 (300751): 华晟 7.8GW 大订单落地, 设备龙头维持高份额

观点: HJT 电池龙头多基地布局发展信心充足, 迈为股份市场份额维持龙头。在目前已招标的 22.5GW 产能中, 迈为中标约 17.8GW, 份额约 80%, 所以我们认为, 光伏龙头设备商赢者通吃的逻辑将会在 HJT 时代继续演绎。华晟为 HJT 行业龙头电池厂, 为最早规模量产招标 HJT 的厂商之一, 目前已投产的产能包括: 宣城一期 0.6GW、宣城二期 2.3GW、宣城三期 2.4GW, 合计 5.3GW。 盈利预测与投资评级: 公司为 HJT 整线设备龙头受益于 HJT 电池加速扩产, 长期泛半导体领域布局打开成长空间。我们维持公司 2023-2025 年的归母净利润为 13.09/19.40/29.41 亿元, 对应当前股价 PE 为 36/24/16 倍, 维持“买入”评级。 风险提示: 下游 HJT 扩产不及预期, 新品拓展不及预期。

宏观策略

宏观点评 20230517: 挤一挤“通缩”的水分

近期中国通胀连续三个月环比下降，与海外疫情放开后的景象形成鲜明对比，3月通胀数据已让市场产生“通缩”之忧，4月CPI同比涨幅继续缩窄至0.1%是否说明通缩压力加剧？我们认为现阶段CPI低位运行并非通缩，如图1所示，服务和食品价格依旧在上涨，尤其是服务的表现，明显好于去年，主要的拖累来自于非食品消费品。如何拆解当前的“通缩”幻觉？通过从构成、修复节奏角度对比中国与海外主要经济体防疫放开后的通胀路径，我们发现中国通胀并没有数据显示的那么弱：主要受结构与外部环境拖累：猪、油两波动项正处同比下行区间；内部则反映复苏初期的不均衡问题，出行相关服务修复快、耐用品消费疲软。2023年CPI的高度可能受限，但谈论通缩还为时尚早。

结构：被“猪”“油”支配的CPI。通胀分项的构成权重可能是造成数据“偏冷”的最直接原因。对比日韩与西方发达国家，中国CPI中的食品权重较高，服务权重较低；且食品中猪肉权重高、价格波动大，体现为历史时期“猪油共振”的现象，即当猪肉与原油价格同向变化时会驱动CPI走势，而反向变化时则一般伴随着CPI同比的小幅震荡，今年以来猪肉与原油价格的同时走弱也印证了疫后总体通胀的回落。过于稳定的“居住”价格也是熨平波动的重要因素。中国CPI构成中“居住”项的权重不低（约为22%），与德、日、英等国基本持平，但波动程度明显更小：原因之一是各国住房下分项中均有被统计进能源的“电、气、燃料”项，而中国政策偏向“保民生”，长期对居民用电用气价格有很好的控制，不同于海外易受供给因素影响，如俄乌战争后欧洲能源价格的飙升；其二是中国的“居住”项中以“自由住房”分项反映住宅的价格，统计方法采用“租金等价法”与美、英等国以“业主等价租金”的形式相似，但与专项统计的房价变化趋势不同步，难以准确反映真实的购房价格通胀，与本轮美国“顽固”住房租金通胀形成鲜明对比。

节奏：对比海外经济体，中国防疫放开后通胀节奏“不热”是否反常？从整体CPI上来看确实与其他经济体走势背离，但考虑到疫情与俄乌战争对能源供给的大幅冲击，防疫放开后大宗商品涨价很可能“冲高”了通胀，如德、日、韩、越，而中国放开恰逢加息与供给修复，原油价格回落，滤去历史季节性因素后，中国核心CPI修复程度仅次于美、韩。拆分来看，耐用品价格下跌“符合预期”，对比同时放开较晚的日、韩来看，节奏还算合理，主要反映东亚地区居民放开后消费习惯修复偏谨慎且疫情期间的补贴力度不如欧美。但餐饮价格修复有些“不及预期”，年初以来在外就餐修复程度有目共睹，但价格尚且未明显超季节性上行。服务通胀上行趋势更好，主要得益于中国疫情放开后的快速复工与出行限制释放，服务业景气度高增带动服务项通胀快速上行，好于英、德、日。放开较早的经济体可能受制于实体店缺工原因，消费更集中释放在耐用品上。其中出行链通胀上行强劲。受早春影响，中国旅游价格呈“N”型上行，强于日本及西方国家；酒店及住宿价格（以CPI中“其他商品与服务”项估计）也属涨价第一梯队。疫后供给分化可能导致了“旅游-住宿-就餐”出行链中餐饮价格的相对落后。“权重低估”叠加“分化复苏”造成的中国疫后通胀“冷热不均”局面还会持续多久？考虑到近期猪肉供需格局难变、海外衰退压制油价因素，通胀可能短期继续演绎负区间“猪油共振”局面，二季度CPI同比或继续筑底。往后看，有哪些拖累与乐观的因素？产能去化叠加

夏季需求，猪肉价格有望在年中止跌回升，但正逢去年 H2 高基数，今年全年来看猪肉同比难转正；好在海外紧缩临近终点，下半年油价或同比小幅正增长；且居民消费情绪扭转有望支撑耐用品消费及价格；服务业大概率全年维持高景气。我们预计下半年通胀中枢回升，最终的高度取决于服务支撑的程度，但考虑到今年以来货币财政宽松较为克制，而居民消费的“内生循环”——就业改善、收入上升、消费反弹尚存在不确定性，修复偏保守情况下年内 CPI 同比或难触及 2% 水平。风险提示：毒株出现变异，疫情蔓延形式超预期恶化、疫情反复出行意愿恢复不及预期、居民消费意愿下滑及海外衰退幅度超预期的风险。

（证券分析师：陶川 证券分析师：邵翔）

固收金工

“金债捞”系列报告——5 月十大金债盘点

“两纸违约”凿穿可转债市场三十年来无违约的历史，随着搜特转债连日以近 20% 的幅度下跌，低价转债的“安全垫”事实上受损。三月以来，数字经济、AI、半导体、泛科技、中特估板块不断轮动。转债市场既穿越了因数字经济标的相继赎回而交易萎靡的下行期，又逢中特估行情抬升交易热情。持续火热逾两月的万兴转债停止交易是否指向市场热度暂行告落？后市资金流向何处？板块轮动不断加快、市场对信用违约边际定价的调整背景下，我们回归政策面和业绩逻辑，锚向“新”海外出口、“一带一路”和估值低位板块，据此精选五月十大金债。风险提示：强赎风险；正股波动风险；发行人违约风险；转股溢价率主动压缩风险；政策风险；条款博弈风险。

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

固收深度报告 20230517：“隐秘的角落”系列之一：江苏高收益城投主体挖掘之徐州篇

观点 徐州大市概况：1) 徐州市是典型的老工业基地和资源枯竭型城市，产业结构长期以来以重工业为主，工程机械与装备制造为其支柱产业，面临产业结构升级转型的压力。2) 经济财政：徐州处于全省中游水平，但财政支出较高导致财政自给率处于全省中下游水平。2022 年徐州市 GDP 为 8,457.84 亿元，一般公共预算收入 517.43 亿元，均在江苏省地级市中位列第 6；财政自给率为 50.15%，全省排名第 8。3) 债务负担：2022 年，徐州地方债务率为 239%，全省排名第 8，整体债务率处于可控范畴，但债务负担呈现逐年加重的上升趋势。4) 徐州城投主体共计 42 家，AAA、AA+、AA、AA-和无评级平台各有 2 家、7 家、31 家、1 家和 1 家，大部分在 AA 及以上评级，信用资质尚可。5) 存量城投债中，将于 1 年内到期的债券余额规模最大，达 853.50 亿元，债务负担显著集中于短期内到期债券，当前面临一定的短期偿付压力和再融资压力，对于“借新还旧”发债需求较高，融资节奏或明显前置；全市存量债加权平均票面利率为 5.03%，高于全省平均票面利率 4.68%，城投债发行成本高于全省均值。6) 徐州 AA+ 品种城投债利差下行空间较江苏省其他区域更为显著，仍具备配置价值。截至 2023 年 4 月 28 日，AAA、AA 等主体信用利差大幅下降，分别回落至 29.50% 和 20.90% 历史分位数水平，处于相对历史低位，AA+ 主体信用利差仍处于 66.30% 的中位区间。徐州市高收益城投主体分析：1) 丰县经开：近年营收较为平稳，2022 年销售毛利率稳定在 24.5%；2022 年现金短债比压降至 0.19 倍，资产负债率 51.86%，

面临短期偿债压力，长期债务负担一般，当前时点再融资需求较高，整体融资节奏或平稳；公司债、企业债均位于 2022 年 1 月以来历史极低位置，利差下行空间有限但下行趋势较确定。2) 贾汪都市旅投：近三年主营业务收入小幅稳步上升，整体毛利率在 15.60% 中枢上下波动；现金短债比为 0.52 倍，资产负债率 56.02%，短期偿债压力较其他徐州高收益城投主体可控，预计 2024 年债务到期滚续压力较大；公司存续企业债估值较 PPN 稍高，存在品种利差，或隐含风险错配机会。3) 沐东新城：近三年来公司主营业务收入稳步上升，毛利稳定在 16.4% 左右；2022 年现金短债比持续压降至 0.17 倍，资产负债率 58.59%，短债压力有逐年增加趋势，杠杆水平高位波动，预计 2023 年、2025 年公司将承受较大债务到期滚续压力；利差水平收窄至 342BP，处于历史 62% 分位水平，仍具备较可观的利差压缩空间。4) 新沂城投：2022 营收小幅上升 0.78 亿元，主营业务销售毛利率为 13.11%；现金短债比为 0.34 倍，资产负债率 64.71%，杠杆水平较高，资本结构偏重债权融资，未来 3 年内将持续承受债务到期滚续压力；中期票据、公司债及 PPN 收窄幅度较大，品种利差压缩显著。5) 徐州工业园区投资：2022 取得营收 9.90 亿元，较去年同比小幅降低 4.16%，销售毛利有所波动；现金短债比 0.38 倍，资产负债率 46.19%，货币资金受限比例超 85%，需警惕短债逾期风险，杠杆率尚可，再融资节奏相对后置；公司债长周期视角下利差仍具备下行空间，但当前收窄态势趋缓，相对适宜配置盘需求。总结回顾和建议关注：1) 针对收益率水平高于或接近 6% 的徐州城投平台业务范围、业绩表现及存量债券情况，结合持仓机构数量和持仓规模来看，重点推荐投资者对新沂市沐东新城投资开发有限公司予以关注，该平台当前存量债券规模约为 21 亿元左右，市场认可度较高，市场成交相对活跃，盈利能力稳中向好，偿债能力尚可但需关注有息债务管控情况，利差处于相对偏高位置，收益挖掘空间更为显著，适宜采取资质下沉策略的投资者。2) 亦建议关注徐州市贾汪都市旅游投资发展有限公司、徐州工业园区投资发展有限公司，该二平台存续债规模较小，市场定价不充分，其后续新发债券或易发生定价错误，存在一定套利机会。风险提示：城投相关政策超预期收紧；数据统计存在偏差。

(证券分析师：李勇 研究助理：徐津晶)

行业

叉车行业深度：“电动化+国际化”成为新增长点，叉车产业迎转型大势

• 受益“制造业复苏+电动化+机器替人”，短中长期增长逻辑清晰 叉车为核心物料搬运工具，由于应用场景更广，销量波动性显著低于传统工程机械，行业近五年销量复合增速 16%。展望未来，我国叉车行业有望持续增长：(1) 短期看，行业受益下游制造业回暖：复盘历史，叉车销量与制造业、交运物流业景气度关联度较强。2023 年下游景气触底回升，4 月中国 PMI 指数为 49.2%，同比提升 1.8pct，呈温和复苏态势。全年来看，制造业和物流业景气度有望持续回升。(2) 中期看，高价值量平衡车锂电化带动产业规模提升：我国叉车业虽然在电动化上取得成就，2014-2022 年内燃叉车销量占比从 69% 下滑至 36%，但从结构看，电动机型以价值量低的三类车为主，价值量高、应用更广泛的平衡重叉车电动化率仍然较低。2021 年我国平衡重叉车电动化率仅 20%，低于全球 30% 水平。锂电化缩短了内燃平衡叉车和电动平衡叉车的差距，大幅提升电动叉车性价比，行业电动化加速带动产业

转型。(3)长期看,机器替人下行业需求可持续。我国制造业、物流业自动化率仍有待提升:2012-2021年,从平均人均保有量看,我国仍不足欧、美、日的50%。从单位制造业产值对应保有量看,我国仅为美、日的80%,欧洲地区的50%。对比欧、美、日等发达经济体,我国叉车渗透率仍有较大提升空间。 •“电动化+国际化”成为新增增长点,产业增速及利润率中枢有望上移 我们测算2022年全球叉车市场规模约1500亿元,其中海外市场约1100亿元,国内市场约400亿元。2022年国产双龙头杭叉集团、安徽合力全球收入份额20%,其中国内52%,海外8%,海外市场空间广阔。国产叉车相对海外品牌具备性价比、交期、锂电产业链领先三大优势,电动化赋能叉车全球化弯道超车,叉车龙头走向全球。2022年杭叉集团、安徽合力海外营收分别为50/46亿元,同比分别增长70%/57%,海外营收占比分别提升至35%/30%,海外已成为国产厂商成长的核心驱动力。电动叉车、出口叉车的单车价值量、利润率较高,叉车产品结构优化,带动产业增速及利润率中枢有望上移。 投资建议:建议关注锂电化最为领先的民营叉车龙头【杭叉集团】、估值持续修复的国企【安徽合力】、大车战略推进、智慧物流在手订单饱满的【诺力股份】 风险提示:市场竞争加剧,原材料价格波动,宏观经济波动,汇率波动风险

(证券分析师:周尔双 证券分析师:罗悦 研究助理:韦译捷)

互联网电商行业+公司首次覆盖: AI+跨境电商: 迎来收入和利润共振
 投资要点 跨境电商行业外部环境转好,政策利好支持行业高速发展。中国经济呈现恢复向好的态势,外贸进出口开局平稳、逐月向好;其中,2023年1-2月,跨境电商进出口总额同比增长15.8%。政策方面,我国政府出台了税费减免优惠等政策降低了跨境电商企业的经营成本,同时在全国31个省份建立了165个跨境电子商务综合实验区,国务院办公厅也发文支持跨境电商产业。利润端,海运费用持续下跌,跨境电商物流成本降低。 AI可促进跨境电商行业内各环节效率提升。推广环节:助力商家在营销内容生产、广告精准投放和SEO等方面提升效率。销售环节:提升智能选品、评论分析、产品定价、智能客服、产品推荐等方面的精准度。基础设施:提供更高效的物流配送解决方案,以及提升跨境支付的安全性和风险管理效率。 华凯易佰:跨境B2C,亚马逊大卖,自研智能系统已获得效率提升。公司跨境电商业务采取泛品+精品+亿迈生态平台三大战略,连续四年超额完成业绩目标。公司于2020年着手布局AIGC,目前AIGC应用于公司智能刊登、智能调价、智能广告等业务环节,累积生成文案2亿+套,每月调整30亿+条sku广告,预计未来可在智能选品开发、商品图片生成、客服、备货、价格预测、广告智能投放等方向进一步拓展应用。我们看好公司跨境电商业务继续增长,我们预计公司23-25年归母净利润为3.3/4.6/5.9亿元,根据可比公司估值,给予23年30倍PE,对应市值100亿人民币,首次覆盖给予“买入”评级。 吉宏股份:东南亚跨境社交电商龙头,看好AI提升数字化运营效率。公司为东南亚跨境社交电商龙头,基于数字化运营能力,公司货找人模式精准触达目标客户。公司2023年1月已接入ChatGPT API接口,有望推动公司运营效率及转化率提升;同时受益于海外消费能力复苏,业绩有望持续修复。我们预计公司2023-2025年归母净利润达3.5/4.8/5.5亿元;根据可比公司估值,给予公司2023年35倍PE,对应市值124亿元,首次覆盖,给予“买入”评级。 联络互动: AI赋能电商平台转型,23年有望业绩估值齐修复。公司核心业务包括海外跨境电商平

台 Newegg 和广告传媒业务。平台化、全品类是 Newegg 未来重要发展方向,而 AI 技术有望助力平台转型。Newegg 已开始将 ChatGPT 用于其 PC Builder 购物工具,该工具旨在帮助客户选择台式电脑,并优化整个网站的文本内容;同时利用 AI 相关技术转变客户服务聊天、客户电子邮件主题行和搜索引擎优化。随着后续 AI 功能持续优化完善,商品推荐更具人性化和可读性,用户体验有望提高,从而吸引更多品类商家入驻/重视,突破原先自营/垂类模式下的规模瓶颈,实现第二曲线。我们看好公司在 AI 浪潮下获得新发展机遇,预计公司 23-25 年收入为 151/195/243 亿元,归母净利润为-2.3/0.3/2.8 亿元;根据可比公司估值,给予公司 23 年 0.7 倍 PS,对应市值 106 亿元,首次覆盖给予“买入”评级。投资建议:跨境电商行业外部环境转好,政策利好支持行业高速发展;同时, AI 可促进跨境电商行业内各环节效率提升。个股层面,我们推荐焦点科技、华凯易佰、吉宏股份、联络互动等。风险提示:海外需求不及预期,新技术接入效果不及预期,竞争加剧。

(证券分析师:张良卫 研究助理:何逊玥 研究助理:郭若娜 研究助理:晋晨曦)

商用车行业点评报告: 4 月重卡批发 8 万辆, 海外出口持续增长

投资要点: 行业总量: 4 月重卡产批同比高增, 环比下滑, 出口稳中有进: 1) 产量: 4 月我国重卡行业月度整体产量为 8.58 万辆, 同环比分别+101%/-28%; 2) 批发: 4 月重卡批发量为 8.31 万辆, 同环比分别+90%/-28%; 3) 上险: 4 月我国重卡终端销量为 5.54 万辆, 同环比分别+51.5%/-27.5%, 环比季节性下滑, 但仍旧好于去年同期; 4) 出口: 4 月我国重卡行业出口 1.26 万辆, 同环比分别+52.1%/+4.4%; 2023 年 1~4 月我国重卡行业累计出口 4.79 万辆, 同比+52.8%。5) 库存: 4 月重卡行业企业库存为 2718 辆, 渠道库存为 15076 辆, 整体补库。展望 5 月, 考虑季节性变化规律, 我们预计重卡行业批发销量为 7 万辆, 同环比分别+42.2%/-15.8%。行业结构: 新能源渗透率持续提升, 重卡行业 4 月新能源渗透率 4.1%, 环比+1.67pct。4 月国内重卡行业新能源产品销量为 2272 辆, 行业渗透率为 4.10% (含纯电+氢能+燃料电池), 同环比分别+1.05/+1.67pct。其中纯电重卡销量 2173 辆, 同环比分别+97.37%/+24.53%; 燃料电池重卡销量为 99 辆, 同环比分别+518.75%/-14.66%。4 月新能源重卡表现优于传统动力重卡, 主要系纯电重卡贡献较大增量。公司维度: 4 月重卡主要企业批发和零售销量环比略有下降, 集中度微降。1) 批发: 4 月国内重卡批发销量 (含非完整车辆和半挂牵引车) 排名前五的企业分别为中国重汽/一汽集团/东风汽车、陕西重汽/北汽福田, 销量分别为 2.12/1.68/1.38/1.37/0.8 万辆, 市占率分别为 25.5%/20.2%/16.6%/16.5%/9.6%; CR5 为 88.3%, 同环比分别+2.5/-2.5pct, 集中度仍较高; 2) 上险: 4 月国内重卡终端上险量 (含非完整车辆和半挂牵引车) 前五名分别为东风汽车、一汽集团、中国重汽、陕西重汽和北汽福田, 销量分别为 1.33/1.08/0.85/0.54/0.5 万辆, 市占率分别为 23.9%/19.5%/15.4%/9.7%/9.1%, CR5 为 77.7%, 同环比分别-1.0/-2.3pct, 集中度同环比小幅下滑。发动机配套维度: 潍柴发动机配套量较为稳定, 解放/陕汽/重汽等均保持主要供货商, 重卡发动机龙头地位稳固。1) 发动机企业角度: 4 月潍柴发动机配套量为 1.71 万套, 同环比分别+86.1%/-17.6%; 核心配套车企包括陕汽集团、一汽集团、中国重汽、东风汽车和徐工集团, 对五家整车厂出货量占比分别为 26.2%/26.2%/23.3%/7.1%/3.2%, CR5 为 86.0%, 同环比分别+9.4/-0.9pct; 2) 整车厂内部来看: 陕西重汽、中国重汽、一汽解放、

福田汽车与东风汽车内，潍柴发动机配套比例分别为83.4%/46.4%/41.3%/10.1%/9.2%，潍柴为陕汽/重汽/解放的核心供应链。投资建议：重卡板块周期复苏主线逻辑支撑，确定性强。2022年重卡行业销量触底+2023~2025年工程+消费复苏趋势明确，2023年核心聚焦三条支线布局：1)出口持续爆发，核心关注【中国重汽 A+H】：2023~2025年出口爆发，分别20/22/23万辆，中国重汽当前重卡出口市占率50%左右，且海外渠道+品牌影响力为核心壁垒，出口最大受益。2)新能源转型，核心关注【中集车辆+汉马科技】：政策驱动能源革命为底层支撑，换电重卡等新能源重卡全生命周期使用成本大幅下降，生产工具的重盈利属性驱动车主换车。重点关注新能源半挂牵引龙头【中集车辆】+换电重卡龙头企业【汉马科技】。3)逆周期布局，份额提升强 α 属性【潍柴动力 A+H】：国内市场发动机份额稳步提升，大缸径发动机收入占比提升盈利；凯傲随全球消费复苏，物流运输有望回暖，稳步提升弱化重卡周期属性；氢燃料电池技术加速布局，聚焦长期新能源转型核心环节。风险提示：国内重卡行业复苏不及预期，重卡新能源转型进度低于预期。

(证券分析师：黄细里 研究助理：杨惠冰)

社会服务行业月报：4月及五一餐饮复苏趋势验证，看好龙头

投资要点 餐饮收入持续回暖，补偿性消费需求释放。4月社零餐饮收入3751亿元，同比增速为43.8%（增速环比3月+17.5pct），高于社零同比增速总体水平（18.4%）。五一假期迎来客流高峰，餐饮消费复苏弹性显著。据商务部，五一假期全国重点零售和餐饮企业销售额同比增长18.9%。重点餐饮企业销售额同比增长57.9%。居民出游热情高涨，线下消费场景修复逻辑演绎，餐饮行业景气度向上。海底捞：月度翻台率企稳向上。整体翻台率：预计同比增长40%+，较三月环比略微上升。同店翻台率：预计稍高于整体平均翻台率，同店同比增长与整体相似。五一假期：预计日均翻台率达5+次/天（大中华区整体门店和同店翻台率同比上升40%左右），同店翻台率略高于整体门店翻台率。不同级别城市翻台率明显上升，城市间翻台率差异不大。特海国际：整体翻台率环比略有上升。门店：截至4月底合计门店114家门店。翻台率：4月整体翻台率环比略有上升，预计约为3月份的105%。2022年同期海外疫情对运营影响已逐步消退，整体翻台率预计约为去年4月的104%。九毛九：同店恢复持续，总表现亮眼。1)太二酸菜鱼。同店收入：较22年预计增长33%，同店恢复至19年84%。五一：整体翻台率6.3次（2022年同期4.6次，yoy+36%），同店日均收入恢复至22年126%，恢复至19年89%。2)九毛九面馆。同店收入：相比22年预计增长31%，恢复至19年85%。五一：整体翻台率4.3次（2022年同期3.0次，yoy+44%），预计同店日均收入恢复至22年121%，恢复至19年80%。3)怂火锅。同店收入：相比22年预计增长28%。五一：整体翻台率5.9次（2022年同期5.1次，yoy+16%），预计同店日均收入恢复至22年112%。呷哺呷哺：韧性凸显，同比续增。1)呷哺呷哺。同店收入：预计同店同比较22年增长43.7%，较21年恢复至84.7%。五一：预计同店对比较22年五一增长131.6%，翻台率3.0翻。2)凑凑。同店收入：预计同店同比较22年增长22.4%，较21年恢复至75%。五一：预计同店对比较22年五一增长15.8%，翻台率2.8翻。3)趁烧。4月：净收入环比上涨54.3%。五一：翻台率3.6翻，来客超4300人，新增会员数1006人。海伦司：整体日销与3月基本持平。整体日销：预计4月整体店均日销0.9万，与3月基本持平。恢复至去年同期约117%。同店层面：预计4月同店恢复至19年同期85%（86家）、去年同期101%（500家）。五一：整体

日销恢复至去年同期约 106%；同店恢复至 19 年同期的 85%、去年同期 91%。奈雪的茶：同店恢复持续回暖。4 月：预计平均店效同比 2022 年恢复至 120%，平均订单量同比恢复至 135%；客单价为 31.4 元，同比恢复至约 90%。五一：同店店效同比+30%，同店约恢复至 2021 年的 80%。喜茶：二三线城市门店快速扩张。订单量：4 月一线/二线/三线及以下城市订单量分别为 512.0 万单/714.2 万单/332.3 万单，环比+1%/+13%/+85%，同比+82%/+77%/+731%。在营门店：一线/二线/三线及以下城市在营门店分别为 338 家/573 家/307 家，环比上月+6 家/+113 家/+165 家，同比去年+71 家/+115 家/+262 家。Manner：在营门店数稳步增加。订单量：4 月一线/二线城市订单量分别为 272.9 万单/51.2 万单，环比上月-6%/+14%，同比去年+541%/+327%。在营门店：4 月一线/二线城市在营门店分别为 566 家/114 家，环比上月+32 家/+24 家，同比去年+499 家/+87 家。Tims：订单量环比有所下降，开店步伐放缓。订单量：4 月一线/二线/三线及以下城市订单量分别为 227.6 万单/161.4 万单/5.6 万单，环比上月-7%/-3%/-5%，同比去年+322%/+119%/+3011%（低基数效应显著）。在营门店：4 月一线/二线/三线及以下城市在营门店分别为 336 家/270 家/15 家，环比上月-1 家/-3 家/持平，同比去年+219 家/+117 家/+12 家。投资建议：4 月社零餐饮收入回暖。五一假期出行链景气度回暖，龙头餐饮消费表现突出。短期市场担忧“二阳”，股价有所承压。但从基本面角度看，二季度天气转暖，居民出行意愿上行，复苏方向仍较为明确。中长期消费力提升，头部餐饮企业收入持续增长，叠加单店模型优化精进，业绩弹性凸显。同时，头部品牌重启扩张周期，集中度进一步提升，估值向上修复。推荐海底捞、海伦司、九毛九、奈雪的茶。建议关注呷哺呷哺、百胜中国-S。风险提示：疫情反复；宏观经济波动；行业竞争加剧风险；酒店公司经营&扩张不及预期风险。

（证券分析师：汤军 证券分析师：李昱哲）

电子行业深度报告：2023 年一季度电子行业总结：关注需求复苏和技术创新两大主线

投资要点 2023Q1 电子行业整体业绩承压，估值处历史低位：2023 年一季度 SW 电子板块实现营收 6130 亿元，同比-7.6%，归母净利润 159.7 亿元，同比-58%；整体毛利率 14.36%，同比-2.64pct；归母净利润率 2.5%，同比-3.44pct。今年以来申万一级电子行业上涨 3.7%，位于全行业 12 位。从估值角度看，截至 2023/5/12，申万一级电子行业市盈率为 40.9 倍，处于过去十年历史分位 38.7%。其中半导体、元件、消费电子市盈率分别为 53.2、29.3、26.8 倍，处于过去十年历史分位 15.4%、14.2%、9.6%，估值修复空间较大。截至 2023Q1，公募基金电子行业市值占比为 9.9%，环比下降 0.1pct，在所有申万一级行业中，电子行业配置市值为第 4 位。半导体设备高增长，其余板块 Q1 业绩承压：受半导体行业周期下行影响，2023Q1 半导体板块仍处于低谷，板块营收 943 亿元，同比-1.8%，归母净利润 57.4 亿元，同比-55.0%；板块整体毛利率 26.5%，同比-5.6pct，归母净利润率 4.93%，同比-9.9pct。具体看，除了半导体设备板块受益于国产替代推进及晶圆厂扩产，2023Q1 收入和归母净利润大幅增长外，其他细分板块如模拟芯片设计、数字芯片设计、集成电路封测、集成电路制造、半导体材料板块皆受到需求下滑，竞争加剧影响，整体归母净利润下滑较大。预计随着需求陆续回暖，2023H1 半导体行业将逐步见底，需求复苏+技术创新+国产替代三要素有望推动估值修复。消费电子持续创新，重点关注潜望式镜头及苹果 MR：2023Q1 消费电子营收 2690 亿元，同比+1.55%，归母净利润 83 亿元，同比-15.5%；板块整体毛利率 11.46%，

同比-0.37 pct, 归母净利润率 3%, 同比-0.57 pct。整体来看在下游手机、电脑、可穿戴产品等消费类电子产品销量同比下滑、产业链持续去库存的背景之下, 消费电子公司纷纷寻找新的业绩增长点, 例如新能源及汽车电子业务。另一方面, 中长期展望, 潜望式摄像头、AR/VR、折叠屏等细分赛道依然有可观的增量空间。 新能源及汽车电子细分领域业绩分化, 长期看好空间扩容及国产替代: 新能源及汽车电子领域不同行业业绩出现分化, 具体看, 电容、电感、功率器件领域标的 2023Q1 业绩同比基本保持较快增长, 结构件领域合兴股份和兴瑞科技同比增速较快, 而连接器领域在行业经历了一年多的快速增长后, 2023Q1 业绩总体同比出现下滑。中长期看, 基于下游需求的良性增长及国产渗透率的提升, 我们依旧看好该领域的发展机会。 顺周期行业下行见底, 需求有望逐季回暖: 2023Q1 面板板块实现营收 1201.6 亿元, 同比-17.5%, 归母净利润-31.5 亿元, 板块整体出现亏损。一季度面板行业仍处于周期性低位, 厂商控产降价去库存, 导致部分产品价格低于现金成本, 叠加低稼动率带来折旧压力, 但随着周期下行接近尾声, 行业供需关系正趋向健康, 主流面板产品价格逐渐企稳回升。 2023Q1 被动元器件板块实现营收 85.9 亿元, 同比-6.6%, 归母净利润 10.0 亿元, 同比-33.7%。经历了一年半的下行周期, 至 2023Q1 被动元器件板块基本触底, 后续随着需求回暖, 我们预计行业利润有望逐改善。 2023Q1 LED 板块实现营收 192.8 亿元, 同比-5.0%, 归母净利润 5.0 亿元, 同比-45.6%。具体来看, 以洲明科技、艾比森、利亚德为代表的大屏商显行业受益于海外需求回暖, 国内需求陆续企稳, 2023 年 Q1 业绩同比有明显提升; 中上游芯片、封装行业一季度业绩仍有下滑。 风险提示: 宏观经济下行, 终端需求复苏不及预期; 贸易摩擦加剧; 产能过剩, 行业竞争加剧。

(证券分析师: 马天翼 证券分析师: 唐权喜 证券分析师: 鲍娴颖)

推荐个股及其他点评

迈为股份 (300751): 华晟 7.8GW 大订单落地, 设备龙头维持高份额投资要点 HJT 电池龙头多基地布局发展信心充足, 迈为股份市场份额维持龙头。在目前已招标的 22.5GW 产能中, 迈为中标约 17.8GW, 份额约 80%, 所以我们认为, 光伏龙头设备商赢者通吃的逻辑将会在 HJT 时代继续演绎。华晟为 HJT 行业龙头电池厂, 为最早规模量产招标 HJT 的厂商之一, 目前已投产的产能包括: 宣城一期 0.6GW、宣城二期 2.3GW、宣城三期 2.4GW, 合计 5.3GW。2022 年 9 月, 迈为中标华晟 7.2GW 整线设备订单, 系宣城三期 2.4GW、宣城四期 2.4GW、大理一期 2.4GW; 2023 年 3 月, 迈为中标华晟 0.6GW 设备订单系宣城四期新加一条产线, 目前宣城三期 2.4GW 已投产, 宣城四期 3GW 在建设中, 预计 2023H2 设备进场。2023 年 5 月, 迈为中标华晟 7.8GW 设备订单系宣城五期 2.4GW、合肥一期 5.4GW。 HJT 头部电池厂稳步推动产能建设&降本增效, HJT 产业化进展加速利好设备商。截至 2023 年 3 月底, 华晟二期 2GW 量产线已满产, 当前的单 W 盈利基本和 PERC 打平, HJT 产业化进程加速。(1) 售价端: 我们预计华晟 2023 年出货 4GW, 其中国内外各占 50%。(2) 成本端: 2023 年 4 月, 华晟三期 2GW 双面微晶产线已流片, 从设备的安装调试到首片贯通仅耗时 42 天 (三期的一线), 预计 3 个月的时间内实现满产, 华晟三期的四线目前也已实现首片流片, 从设备的安装调试到首片贯通仅耗时 20 天, 我们预计 HJT 产线整体的验收速度有望加快。目前华晟三期

182 喜马拉雅组件稳定量产的组件输出功率达 600W，高于同版型 TOPCon 的 570-575W。HJT 行业其他厂商均进展顺利。预计 2023 年 HJT 扩产 50-60GW，考虑迈为股份 80% 市占率及 HJT 设备价值量 3.5 亿元/GW，预计 2023 年迈为潜在 HJT 设备订单体量约 140-170 亿元。技术不断迭代&设备降本有望促使大厂逐步开启规模扩产，迈为作为龙头设备商具备高订单弹性。1) 时间节奏上，我们认为大厂即将开始布局。2) 整线采购是当前主流。3) 迈为的高市占率有望保持。根据测算，未来 HJT 硅片薄片化、0BB、银包铜导入量产后总成本有望显著低于 PERC，HJT 未来总成本有望降低至 0.48 元/W，TOPCon 约 0.64 元/W，PERC 约 0.61 元/W。2022 年 HJT 整线设备价值量约 4 亿元/GW，随着 2023-2024 年零部件国产化替代、国产零部件扩产加速的规模效应显现，HJT 设备的单 GW 投资额可降低至 3-3.5 亿元。预计 2024 年设备单 GW 投资额有望降低至约 3 亿元，若电池片单 W 利润为 0.14 元，此时回本期约为 2 年，传统厂商布局叠加新进入者加码，将迎来 HJT 扩产。盈利预测与投资评级：公司为 HJT 整线设备龙头受益于 HJT 电池加速扩产，长期泛半导体领域布局打开成长空间。我们维持公司 2023-2025 年的归母净利润为 13.09/19.40/29.41 亿元，对应当前股价 PE 为 36/24/16 倍，维持“买入”评级。风险提示：下游 HJT 扩产不及预期，新品拓展不及预期。

(证券分析师：周尔双 证券分析师：刘晓旭)

免责声明

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

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

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

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

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5% 以下。

东吴证券研究所
 苏州工业园区星阳街 5 号
 邮政编码: 215021
 传真: (0512) 62938527
 公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>