

## 东吴证券晨会纪要

## 东吴证券晨会纪要 2023-05-19

## 宏观策略

2023年05月19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

## 商贸零售行业点评报告：AI+教育商业化率先落地，Duolingo 商业模式解析，期待AI+教育多点开花

事件：2023年5月10日，多邻国发布2023年一季报，2023Q1公司实现

营收 1.16 亿美元，同比+42.4%，实现归母净利润-0.03 亿美元，同比+78.8%。相关标的：盛通股份、科德教育、传智教育等。②教育信息化：通过学生学习&考试语料的收集，推出符合个性化学习方案等。相关标的：佳发教育、世纪天鸿、科大讯飞等。投资建议：根据 AI+教育两大落地应用方向，关注推荐盛通股份，建议关注科德教育、佳发教育、世纪天鸿、科大讯飞等。风险提示：产品研发落地不及预期，课程销售不及预期等

## 推荐个股及其他点评

### 名创优品 (MNSO): FY2023Q3 业绩点评: 经调整净利润 4.8 亿元超预期, 国内开店数量亮眼反映赛道高景气

事件: 公司发布 FY2023Q3 (截至 20220331 季度) 业绩。公司 FY2023Q3 实现收入 29.5 亿元 (除非特殊指明, 文中货币均为人民币), 同比+26%; 归母净利润 4.66 亿元, 同比+382.1%; 经调整净利润 4.83 亿元, 同比+366.3%。公司经调整净利润大幅超出此前业绩预告中的预期。至季度末, 公司总门店数为 5514 家, 环比+74 家; 国内/海外分别+58/+16 家。盈利预测与投资评级: 公司是线下品牌连锁零售龙头, 受益于疫情复苏+品牌升级+海外扩张, 业绩亮眼。公司聚焦的性价比连锁门店, 在 K 型复苏的环境下是高景气度赛道。我们将公司 FY2023~25 经调整净利润预期从 17.1/ 21.3/ 24.8 亿元, 上调至 17.8/ 22.0/ 25.0 亿元, 同比+147%/ 24%/ 14%, 5 月 17 日收盘价对应 22/ 18/ 15 倍 P/E, 维持“买入”评级。风险提示: 扩店不及预期, 海外经营相关风险等

### 久吾高科 (300631): 盐湖提锂的最大受益者

观点: 久吾高科: 国内分离膜与吸附材料的优质民企。久吾高科是国内陶瓷膜龙头, 2012-2014 年国内市占率超 40%。公司孵化于南京工业大学, 技术实力雄厚, 是江苏省认定的国家高新技术企业、国家火炬计划高新技术企业、国家“专精特新”小巨人企业。公司提供系统化的膜集成技术整体解决方案, 前瞻性布局盐湖提锂资源化利用的产业研究, 取得“吸附+膜法”技术突破。盈利预测与投资评级: 我们预计公司 2023/2024/2025 年收入分别为 9.9/14.0/19.3 亿元, 增速分别为 33%/42%/38%; 归母净利润分别为 1.5/2.5/3.4 亿元, 对应增速分别为 235%/70%/39%; 对应 PE 分别为 29.9x/17.6x/12.7x。考虑到公司积极研发吸附剂技术, 同时探索下游资源化应用, 叠当前绿色发展导向, 我们预计公司业绩增长具有可持续性, 故首次覆盖给予公司“买入”评级。风险提示: “吸附+膜”法技术研发不及预期; 产能建设不及预期; 下游资源化业务不及预期; 经济复苏不及预期。

### 芒果超媒 (300413): 事件点评: 视频行业回暖, 科技赋能成长

事件: 5 月 5 日公司上线自制综艺《乘风 2023》, 首期播出后创下芒果 TV 站内 IP 开播流量新高, 全网热搜达 1643 个, 借助 AIGC 技术生成的舞台集锦视频持续吸引用户流量。盈利预测与投资评级: 我们认为随着市场复苏, 芒果超媒有望凭借其内容制作优势打开收入增长空间, 并借助 AIGC、虚拟现实、交互娱乐等技术进一步放大和规模化其内容制作能力, 实现业务提质增效、数据和技术双向促进的飞轮效应。我们维持公司 2023-2025 年的 EPS 分别为 1.25/1.43/1.62 元, 当前股价对应 2023-2025 年 PE 为 26/23/20 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 政策风险, 技术研发不及预期, 节目上线不及预期。

## 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、油两波动物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

### 商贸零售行业点评报告：AI+教育商业化率先落地，Duolingo 商业模式解析，期待 AI+教育多点开花

**投资要点** 事件：2023 年 5 月 10 日，多邻国发布 2023 年一季度，2023Q1 公司实现营收 1.16 亿美元，同比+42.4%，实现归母净利润-0.03 亿美元，同比+78.8%。Duolingo 验证 AI+教育商业化率先落地。Duolingo 是全球领先的移动学习平台，2011 年在美国注册成立并于 2021 年上市。主产品 Duolingo 打造“免费学习+投资增值”双飞轮模式，多元化选择吸引更多免费用户，带动产品付费订阅人数和收入双增长，付费订阅成为公司营收增长的核心驱动力。截至 2023 年一季度，Duolingo Plus 订阅付费人数 480 万人，同比+63%，订阅收入 bookings 为 1.1 亿美元，同比+40%。公司 AI 赋能打造一体化学习平台，打造多元化产品线覆盖全用户群。截至 2023Q1 多邻国产品 MAU 达 7260 万人，同比+47%，MAU 渗透率不断提升，更有效率的个性化服务提高了产品用户粘性，用户活跃度持续提升。AI 技术快速发展下，Duolingo 23Q1 业绩显著超预期。公司主营业务为个性化的语言

课程和英语水平测试 (DET), 应用 AI 与传统语言学习实现深度融合。2023Q1 公司订阅收入实现 0.86 亿美元, 占总营收的 74.5%。随着 AI 与教育的深度融合, 多邻国的收费模式得到更广泛认可, 产品盈利能力提升, 公司销售毛利率自 2019 年来保持 70% 以上水平, 净利润有望扭亏为盈, 降本控费效果显著。2023Q1 公司经调整 EBITDA 为 0.15 亿美元, 实现扭亏为盈。教育是 AI 浪潮下落地最直接且逻辑最通顺的应用场景之一。AI+教育是 AIGC 的重要落地方向。教育行业具备成熟的产业信息化基础、用户基础、底层数据资源; AIGC 产业链已初具雏形, 其应用方向是“高频迭代”+“个性化需求”的场景。教育场景与 AI 应用方向高度契合。AI+教育是教育行业的发展趋势。从大班课到小班课, 传统教育难以真正满足个性化教育的需求, 而 AIGC 技术对教育的赋能用最小的边际成本开展个性化的教育, 实现教育的最佳效果。AI+教育已实际落地应用: 新东方、好未来、四季教育、松鼠 Ai 等。未来 AI+教育的发展方向: ①AI 培训: 对 AI 整体从感知, 到使用, 到应用, 到创新的培训, AI 时代下学习 AI 的需求和动力会显著增强。相关标的: 盛通股份、科德教育、传智教育等。②教育信息化: 通过学生学习&考试语料的收集, 推出符合个性化学习方案等。相关标的: 佳发教育、世纪天鸿、科大讯飞等。投资建议: 根据 AI+教育两大落地应用方向, 关注推荐盛通股份, 建议关注科德教育、佳发教育、世纪天鸿、科大讯飞等。风险提示: 产品研发落地不及预期, 课程销售不及预期等

(证券分析师: 吴劲草)

## 推荐个股及其他点评

**名创优品 (MNSO): FY2023Q3 业绩点评: 经调整净利润 4.8 亿元超预期, 国内开店数量亮眼反映赛道高景气**

投资要点 事件: 公司发布 FY2023Q3 (截至 20230331 季度) 业绩。公司 FY2023Q3 实现收入 29.5 亿元 (除非特殊指明, 文中货币均为人民币), 同比+26%; 归母净利润 4.66 亿元, 同比+382.1%; 经调整净利润 4.83 亿元, 同比+366.3%。公司经调整净利润大幅超出业绩预告。至季度末, MINISO 总门店数达 5,514 家, 环比+74 家; 国内/海外分别+58/ +16 家。公司业绩超预期主要受益于毛利率的改善。FY2023Q3 公司毛利率 39.3%, 同比+9.1pct/ 环比-0.6pct; Non-IFRS 净利率达 16.35%, 同比+11.6pct/ 环比+1.4pct。毛利率提升主要受益于: ①公司近期品牌升级措施取得明显成效, 目前正处于毛利率提升的红利期; ②毛利率较高的海外业务增速突出。随着疫情恢复收入上升, 公司净利率也有所改善。随疫后消费复苏, 国内业务逐步向好。公司 FY2023Q3 实现国内收入 21.53 亿元, 同比+18.1%。其中, 国内 MINISO/ TOP TOY 实现收入 20.0/ 1.4 亿元, 同比+19%/ 24%。收入高增主要受益于: ①疫情恢复后单店销售额提升, 本季度国内 MINISO 单店收入同比+13%; ②加盟商开店意愿明显回暖, 本季度国内新增 58 家 MINISO 门店, 达 3,383 家。TOP TOY 门店数为 116 家/ 环比-1 家, 店效和经营模型有所改善。海外业务延续高增趋势, 淡季仍有良好表现。FY2023Q3 公司海外收入为 8.0 亿元, 同比+54.6%; 海外门店数 2,131 家, 净增加 16 家; 单店收入同比+38%。随海外疫情恢复, 以及公司对产品、门店购物体验的优化, 海外业务保持强势成长。4 月及五一假期恢复势头良好: 国内 4 月平均单店 GMV 恢复到 2019 年的 85%, 海外 GMV 同比增长 45%; 五一节国内平均单店 GMV 恢复至 2019 年水平。随着消费的进一步恢复, 看好公司未来业绩发展。

**盈利预测与投资评级：**公司是线下品牌连锁零售龙头，受益于疫情复苏+品牌升级+海外扩张，业绩亮眼。公司聚焦的性价比连锁门店，在K型复苏的环境下是高景气度赛道。我们将公司FY2023~25 经调整净利润预期从 17.1/ 21.3/ 24.8 亿元，上调至 17.8/ 22.0/ 25.0 亿元，同比+147%/ 24%/ 14%，5 月 17 日收盘价对应 22/ 18/ 15 倍 P/E，维持“买入”评级。 风险提示：扩店不及预期，海外经营相关风险等

(证券分析师：吴劲草 证券分析师：汤军 证券分析师：阳靖)

### **久吾高科 (300631)：盐湖提锂的最大受益者**

**投资要点** 久吾高科：国内分离膜与吸附材料的优质民企。久吾高科是国内陶瓷膜龙头，2012-2014 年国内市占率超 40%。公司孵化于南京工业大学，技术实力雄厚，是江苏省认定的国家高新技术企业、国家火炬计划高新技术企业、国家“专精特新”小巨人企业。公司提供系统化的膜集成技术整体解决方案，前瞻性布局盐湖提锂资源化利用的产业研究，取得“吸附+膜法”技术突破。盐湖提锂推动吸附行业二次爆发。“吸附+膜”法工艺的进步与盐湖提锂发展密切相关。该工艺能够适应我国盐湖离子浓度低、镁锂比高的特点。吸附段是技术壁垒所在，也是价值集中领域。受新能源汽车需求等拉动，锂需求增长可期，而盐湖提锂由于成本端相对优势明显，发展正在步入快车道，从而带动膜和吸附剂的需求高增长。同时，膜和吸附剂更换周期为 3-5 年，属于耗材，其需求具备可累积性。我们预测，2025 年盐湖提锂给“吸附剂+膜”及其服务带来的市场增量近百亿。 久吾高科：盐湖提锂最大受益者。公司重视研发平台的建设，具备膜材料自主研发能力。2018 年与五矿盐湖合作，打开盐湖提锂新空间。随后自主研发“吸附+膜法”，并与西藏矿业、紫金矿业、中鑫投资等合作。公司聚焦铝系钛系吸附剂，成功将溶损率分别控制在 5% 以下及 15%，解决高镁锂比盐湖中分离树脂表现差的问题，具备“经济、绿色、可定制”的特点。公司已成为国内极少的同时掌握锂吸附剂和膜两类核心材料，以及相关提锂工艺的盐湖提锂解决方案供应商。公司与西藏盐湖、国投罗钾等企业的盐湖提锂订单正在逐步落地。公司 6000 吨锂吸附剂产能预计 2023 年全部建成投产，其毛利率显著高于传统业务，将带来较大利润增量。 久吾高科：开发膜材料下游钛石膏及 CO 资源化市场。公司开发“MCM 钛石膏资源化利用技术”助力打造“无废社会”，销售建筑石膏同步带来利润；与首钢朗泽独家合作，开发陶瓷膜连续反应分离工艺，用于 CO 制燃料乙醇。 **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2023/2024/2025 年收入分别为 9.9/14.0/19.3 亿元，增速分别为 33%/42%/38%；归母净利润分别为 1.5/2.5/3.4 亿元，对应增速分别为 235%/70%/39%；对应 PE 分别为 29.9x/17.6x/12.7x。考虑到公司积极研发吸附剂技术，同时探索下游资源化应用，叠当前绿色发展导向，我们预计公司业绩增长具有可持续性，故首次覆盖给予公司“买入”评级。 风险提示：“吸附+膜”法技术研发不及预期；产能建设不及预期；下游资源化业务不及预期；经济复苏不及预期。

(证券分析师：杨件 证券分析师：袁理 证券分析师：任逸轩 证券分析师：王钦扬)

### **芒果超媒 (300413)：事件点评：视频行业回暖，科技赋能成长**

**投资要点** 事件：5 月 5 日公司上线自制综艺《乘风 2023》，首期播出后创下芒果 TV 站内 IP 开播流量新高，全网热搜达 1643 个，借助 AIGC 技术生成的舞台集锦视频持续吸引用户流量。 积极拥抱新技术，内容生产提质增效。芒果超媒在技术端已经探索 AIGC、虚拟现实、动作捕捉、交互娱乐、内容播放技术革新等多个领域，公司的技

术团队也在过去三年内持续增长至近千人规模，正在向内容生产的上游环节渗透。 1) AIGC 技术：芒果超媒自研的 AIGC 技术，不仅可以将节目自动剪辑为自然分段的短视频，可以基于用户兴趣生成特定艺人的片段集锦，也可以自动生成基于原创文本的有声剧、帮助策划撰写剧本。公司 CTO 卢海波表示，AIGC 自动剪辑技术在三年前就已投入使用，目前已经很成熟，基本不需要人力投入，每天全自动生成的二创视频可达上万条，并且实现了流量获客成本下降约三分之一、运营宣发人力成本下降 50%。 2) 虚拟现实技术：公司尝试将虚拟数字人、虚拟互动、虚拟拍摄等技术应用于节目内容制作。今年 5-7 月，将重点支持多款节目虚拟拍摄，比如将 LED XR 虚拟拍摄技术应用于《声生不息·宝岛季》，将虚拟空间和数字分身技术应用于《全员加速中》，以及使用 VR 和数字人进行纪录片拍摄等。公司还计划在今年 6 月推出基于《全员加速中》节目的虚拟空间产品，用户可以挑战节目中的关卡，与艺人同台排名。 3) 交互娱乐技术：为了进一步放大内容价值，芒果 TV 将在 2024 上线大型节目内容线上互动平台，让用户在线上体验到芒果 TV 自制节目玩法。基于《大侦探》节目的线上互动产品《森林进化论》致力于打造“线上+线下”融合模式，用户既可在线上看综艺，也能去线下感受同款游戏。《森林进化论》独立 APP 将于今年 7 月上线，通过线上赛事运营和衍生综艺定制进行变现，2023 年目标营收超千万。 综艺节目表现亮眼，影视剧业务逐步拓展。 1) 综艺播放量同比翻倍，增速远超大盘。据云合数据，2023Q1 芒果 TV 综艺有效播放 19 亿次 (YoY+114%)、在更季播综艺有效播放共 15 亿次 (YoY+136%)，而行业整体同比增速分别为+3%和-3%，芒果 TV 表现优于行业整体。 2) 头部综艺市占率高，版权资产持续增加。芒果 TV 在头部综艺方面表现亮眼，2023Q1 有效播放 TOP20 的电视综艺中，独播 9 部，其中芒果 TV 占 8 部；2023Q1 有效播放 TOP20 的网综中，17 部网综均为独播，其中芒果 TV 占 7 部。头部综艺推动芒果超媒影视版权价值不断增加，截至 2022 年底，公司影视版权账面价值已达 66.25 亿元。今年，公司的多个头部 IP 正陆续上线，如《乘风 2023》《青年 π 计划》《向往的生活 7》《全员加速中 2023》《披荆斩棘 3》《密室大逃脱 5》，持续点燃抖音、快手、微博热度。 3) 除综艺外，公司也正逐步拓展影视剧业务。目前，公司有 25 个影视制作团队。2023 年计划上线多个重点影视剧，如《我的人间烟火》《大宋少年志 2》《群星闪耀时》。 视频行业回暖，竞争趋于理性。3 月社会消费品零售总额 37855 亿元 (YoY+10.6%)。其中，除汽车以外的消费品零售额 33591 亿元 (YoY+10.5%)。广告主投放预算增加，伊利、新乳业等品牌均表示将加大广告投放力度。整个长视频市场竞争正趋向理性，比如爱奇艺的内容成本从 2018 年的 211 亿元下降至 2022 年的 165 亿元。 盈利预测与投资评级：我们认为随着市场复苏，芒果超媒有望凭借其内容制作优势打开收入增长空间，并借助 AIGC、虚拟现实、交互娱乐等技术进一步放大和规模化其内容制作能力，实现业务提质增效、数据和技术双向促进的飞轮效应。我们维持公司 2023-2025 年的 EPS 分别为 1.25/1.43/1.62 元，当前股价对应 2023-2025 年 PE 为 26/23/20 倍，维持“买入”评级。 风险提示：政策风险，技术研发不及预期，节目上线不及预期。

(证券分析师：张良卫 证券分析师：周良玖 研究助理：郭若娜)



## 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>