

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2023-05-24

宏观策略

2023年05月24日

宏观周报 20230523: 破“7”之后, 这次会持续多久?

5月18日美元人民币破“7”关口, 随后最高升至7.06, 为去年9月后再度跌破7元, 不过本轮人民币汇率走弱与上一次的驱动及环境均有不同, 长期来看人民币并无持续贬值基础。

晨会编辑 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

固收金工

固收深度报告 20230523: 转债行业图谱系列(七): 医药商业行业之消费零售赛道可转债梳理(正股与转债分析及推荐篇)

推荐风格稳健投资者对大参转债予以关注。a) 处方外流等政策带动赛道热度提升, 叠加公司扩张战略发力、业绩复苏显著, 预计正股上升空间打开; b) 鉴于当前转债价格较低, 债底保护较厚, 故亦可作为信用债持有以降低组合风险, 获取条款博弈超额收益。

固收深度报告 20230522: 转债行业图谱系列(七): 医药商业行业可转债梳理(行业分析篇)

医药商业行业市场发展空间不断扩大, 企业自发转型升级, 前景乐观, 建议关注医药商业行业。此外, 在互联网医疗兴起和“处方外流”背景下, 医药零售企业积极探索医药电商商业模式, 零售药房向专业、多元方向转型升级, 客户粘性及市场份额有望增长, 推荐关注医药零售行业。

行业

推荐个股及其他点评

瑞鹤模具(002997): 顺应轻量化产业趋势, 开启第二成长曲线

盈利预测与投资评级: 考虑到产业发展趋势+公司所在安徽省区位优势, IPO+可转债募投的产能释放后所具备的发展潜力。我们预测公司2023-2025年营收分别为18.32/30.40/37.27亿元, 同比分别为+56.9%/+65.9%/+22.6%, 归母净利润为2.09/3.15/4.22亿元, 同比分别为+49.6%/+50.5%/+33.7%, 对应EPS分别为1.14/1.72/2.30, 对应PE分别为22.9/15.2/11.4倍。首次覆盖, 给予“买入”评级。

盛剑环境(603324): 泛半导体国产替代趋势下成长加速, 纵横拓展打造新增长极

盈利预测与投资评级: 公司已在半导体&面板废气治理具备一定行业地位, 并拓展新能源领域; 国产化趋势下市占率有望快速提升, 我们预计公司2023-2025年归母净利润2.15/2.94/3.87亿元, 同增65%/37%/31%, PE 22/16/12倍(估值日期2023/5/22), 首次覆盖, 给予“买入”评级。

珀莱雅(603605): 2023年4月经营数据点评: 多品牌淡季线上保持高增, 期待618大促持续领航

公司是国内组织灵活、效率领先的大众化妆品集团, 在天猫, 抖音等多电商平台销售排名领先, 展现其强品牌力。多系列大单品矩阵战略推进顺利, 未来经营韧性可期。我们维持公司2023-24年归母净利润分别为

10.41/12.94/15.70 亿元，分别同增 27%/24%/21%，当前市值对应 2023~25 年 PE 为 47x/38x/31x，维持“买入”评级。

宏观策略

宏观周报 20230523: 破“7”之后，这次会持续多久？

5月18日美元人民币破“7”关口，随后最高升至7.06，为去年9月后再度跌破7元，不过本轮人民币汇率走弱与上一次的驱动及环境均有不同，长期来看人民币并无持续贬值基础。基本面转弱为主，美元走强为辅。复盘本轮人民币破7之路，首先是美国经济韧性导致市场更早降息预期落空：零售销售及服务业PMI反弹+紧缩末期美欧经济预期逆转，推动美元在5月初回升至102；紧接数据显示4月中国经济复苏不及预期，高频数据也显示需求放缓，叠加上周美国债务危机升温，人民币在美元103点位时破7。对比去年，本轮破7对预期的冲击较小。2022年8月国内宽松正逢美联储紧缩加速期，利率政策影响明显。而今年初市场对国内经济复苏有些过于乐观（我们曾在以前的报告中提到年初市场对人民币汇率的复苏定价超90%），二季度以来预期回调下汇率疲软。上周五央行外汇会议中也提到“强化预期引导”，我们认为短期内政策关注的变量仍是基本面复苏动能而非汇率。往后看，人民币短期仍有贬值压力：美欧紧缩周期错位可能导致经济前景逆转短期持续，上周债务危机谈判无果，支持强势美元，且近期国内高频数据未见超预期迹象。人民币回到“7”以下或需等待下半年国内经济增长预期回升、美国紧缩走进尾声、美元无上行压力的时刻。上周高频数据显示，终端需求分化复苏，供给仍偏弱。汽车销量稳健，地产销售未见起色，出行人流量下滑。开工方面建筑业偏缓，汽车生产节奏加快。食品及工业品价格以跌为主。资金面仍偏宽松。风险提示：东盟、俄罗斯及其他新兴经济体经济增长不及预期，对外需拉动不足，导致经济进一步加速放缓。疫情二次冲击风险对出口造成拖累。欧美经济韧性超预期，资金大幅回流欧美市场。

（证券分析师：陶川 证券分析师：邵翔）

固收金工

固收深度报告 20230523: 转债行业图谱系列（七）：医药商业行业之消费零售赛道可转债梳理（正股与转债分析及推荐篇）

观点 三种模式推动门店扩张，业绩快速恢复，估值分化：1) 大参转债：全国医药零售领先企业，在疫后医疗保健消费常态化、“处方外流”利好零售药店的背景下，通过直营、并购、加盟等模式持续巩固在医药零售市场地位，并积极向医药批发市场进军，贯通医药商业行业不同赛道。2022年得益于门店数量扩张，经营规模扩大，实现营收和净利润的双重增长；公司存在一定短期偿债压力，但结合现金流充裕，或侧面表明公司对上游议价能力较强，现金周转优化，故可适当缓释流动负债偿付风险。未来业绩的主要驱动力在于持续投入医药连锁门店建设，及加快专业药房布局；2023/4/28 PE (TTM) 为 28.45 倍，处于 2014 年以来的 5.94% 分位的低位区间，配置性价比良好。2) 漱玉转债：山东省药品零售连锁企业龙头，在省内具有规模优势，且不断向省外扩张。2022 年归母净利润同比增长 99.64%，主要系门店的快速扩张、疫情防控措施的优化带动消费者购药需求增加叠加公司积极优化调整商品结构、提升门店精细化运营所致；公司短期偿债压力或大于大参林，此外公司财务杠杆较高，或需警惕门店快速扩张背后隐含的经营战略风险与现金周转风险。未来的业绩增长点在于持续

推动门店扩张以承接疫后增强的医疗保健消费需求，及建设物流项目以加强物流配送能力。由于净利润大幅增加，PE (TTM) 迅速由 2023/4/26 的 63.04 倍下滑为 2023/4/28 的 31.42 倍，处于 2014 年以来 0.68% 分位，目前估值极低，具备投资吸引力。转债行情复盘与分析：1) 大参转债：偏债型标的，因其平价走势与价格走势总体显著背离，溢价较高，弹性稍弱、债性凸显，具备较高的安全边际；但其流通盘规模较大、机构持仓占比不高且长尾效应显著、叠加较厚债底保护意味着因市场舆情波动导致转债价格下降、溢价率主动压缩的可能性不高，相反其正股基本面有望乘医药商业消费零售赛道迎来催化之风呈现增长势能，未来转股溢价率或得以消化并被动下行，因此当前时点适宜作为防守型标的予以关注，同时捕捉条款博弈机会，长期视角埋伏左侧机会。2) 漱玉转债：平衡偏股型标的，尚未进入转股期，评级较低、规模较小，具备一定弹性但债底保护较弱，故安全边际有限；上市以来转债价格和平价走势基本一致，稳中有升，目前溢价较高或说明市场估值偏高；由于其信用评级较低，机构关注度预计有限。五大维度推荐转债标的：1) 正股基本面：大参转债 > 漱玉转债。a) 大参转债正股规模优势、市占率和品牌效应更为显著；b) 漱玉转债正股在经营成长性上与大参转债不分伯仲，前者略优于后者，经营战略成效或将持续释放；但大参转债正股在盈利能力和财务风险方面更具优势；c) 医改政策利好叠加疫后居民医疗保健消费常态化，医药商业消费零售板块整体受益，板块β助力正股兑现业绩预期，且二者均把握赛道内竞争的关键布局，故中长期成长性均不弱；d) 正股估值均偏低。2) 等平价溢价率测试：大参转债 > 漱玉转债。2 只转债当前估值均合理，盈亏平衡点上大参转债投资性价比更高，且其套利机会随平价上升而增加。3) 股性强弱：漱玉转债 > 大参转债。2 只转债股性均不十分显著，大参转债债性凸显，漱玉转债股性略强。4) 转债价格弹性：漱玉转债 > 大参转债。漱玉转债弹性空间大于大参转债，与股性强弱维度结论一致。5) 机构持仓：大参转债 > 漱玉转债。大参转债市场热度持续，漱玉转债交投情绪或偏弱。6) 综上，推荐风格稳健投资者对大参转债予以关注。a) 处方外流等政策带动赛道热度提升，叠加公司扩张战略发力、业绩复苏显著，预计正股上升空间打开；b) 鉴于当前转债价格较低，债底保护较厚，故亦可作为信用债持有以降低组合风险，获取条款博弈超额收益。风险提示：政策变动风险；正股表现不及预期；发行人违约风险。

(证券分析师：李勇 研究助理：徐津晶)

固收深度报告 20230522：转债行业图谱系列（七）：医药商业行业可转债梳理（行业分析篇）

观点 刚性需求稳定增长，“医改”助推行业变革，医药商业疫后快速回春： 1) 产业链：医药商业行业连接上游医药生产及下游终端消费，负责从上游企业采购产品并销售给下游终端，主要包括批发和零售两种业态。上游企业按照产品种类可以分为西药供应企业、中成药供应企业、医疗器械供应企业等，下游终端消费市场主要为医院、基层医疗机构和零售药店。从产业链的传导来看，医药商品产业链各环节之间相互影响，上游和中游的原料药成本、研发成本及销售费用会直接影响终端药械商品价格，而下游终端对于药械商品的选择也会影响上游企业的发展和扩张；且上下游产品的买卖价差在很大程度上影响中游医药商业企业的利润空间。从医药商业角度来看，医药商业行业从业企业对于上游的议价能力较强，但对于下游的主导作用较弱。未来随着医保改革、带量采购政策的深化落实，医药商业市场竞争或将更趋激烈，预计行业的分化、整合、重组有望加剧。 2) 行

业集中度：我国医药商业行业总体集中度较低，竞争较为激烈。批发行业方面，呈现以4家全国龙头企业领衔、N家区域性代表企业辅助的竞争格局，近年来集中度快速提升，CR100由2012年的64%增至2021的74.5%，但仍有较大整合空间。未来由于医药批发行业的双边网络属性行业、叠加医改背景下“两票制”、“带量采购”和“药品零加成”等政策不断推进及第三方物流大规模介入医药物流行业，行业集中度预计将进一步提升。零售行业方面，我国医药零售行业集中度仍处于较低水平，2021年销售额前100位企业销售总额占比CR100仅为35.6%，药店连锁经营是未来趋势，龙头医药零售企业将凭借其规范化经营模式和规模经济控本增利优势，在监管加强和“处方外流”背景下受益，而营运能力和议价能力不足的单体药店将面临淘汰，推动医药零售行业集中度提升。

3) 从业企业核心竞争力包括：规模优势：规模较大的企业往往拥有较强的采购议价能力、更高的市场影响力和品牌知名度、更完善的E2E供应链流程等优势，能够降本增效，下游客户更偏向和龙头企业合作，随着医改政策不断推进，医药流通中间环节利润空间被进一步压缩，中小规模企业将面临淘汰或被并购整合的局面。资金优势：医药流通属于资本密集型行业，扩大营销网络、完善采购体系等需要大量长期资本投入，且由于产业链下游地位较为强势，批发企业的营运资金占用较为严重。专业服务能力：主要为消费零售企业的药房专业服务和物流配送能力。渠道优势：渠道网络对提高市场占有率和市场份额具有决定性作用，批零一体化发展的企业优势凸显。上下游资源优势：“下游规模以上医院准入”和“上游医药品种授权”对于医药商业企业来说至关重要，后者指品种齐全程度。

4) 现状及展望：需求方面：长期来看，人口老龄化、慢性病患病率增加叠加居民医药消费升级，医药消费需求将保持稳定增长；中期来看，政策端持续发力推动“处方外流”，利好医药零售市场；短期来看，疫情影响逐渐消退，疫后医疗保健消费常态化。供给方面：医药商业企业积极调整以应对行业变局，一方面，龙头企业通过并购、加盟等方式积极横纵向扩张以提升市占率和影响力；另一方面，连锁药店努力变革向数字化、多元化、专业化方向发展。医药流通巨头多种手段抢占市场份额，加速横纵向扩张，横向上实行“批零一体”和数字化经营模式，纵向上并购上游药品企业和下游医疗机构，通过产业链整合以发挥规模化优势。综上，医药商业行业市场发展空间不断扩大，企业自发转型升级，前景乐观，建议关注医药商业行业。此外，在互联网医疗兴起和“处方外流”背景下，医药零售企业积极探索医药电商商业模式，零售药房向专业、多元方向转型升级，客户粘性及市场份额有望增长，推荐关注医药零售行业。风险提示：政策变动风险，药价降幅超预期，处方外流不及预期。

(证券分析师：李勇 研究助理：徐津晶)

行业

推荐个股及其他点评

瑞鹤模具 (002997)：顺应轻量化产业趋势，开启第二成长曲线

投资要点 立足传统装备制造业务，顺应产业趋势拓展轻量化零部件。公司传统业务为汽车自动化生产线+白车身模具制造。受到新能源产业趋势影响(车型加速迭代+新产能建设)，公司装备制造业务在手订单逐年增长，2020-2022年分别为20.4/24.5/30.3亿元。同时，公

司合作奇瑞汽车成立轻量化子公司，拓展铝合金轻量化压铸零部件业务。截至 2022 年底，公司轻量化零部件工厂一期实现 2 条产线批产，2 条产线启动安装调试，实现批量供应客户 2 个，定点开发中客户 2 个。安徽区位优势+核心客户出海战略，共同推动公司业绩增长。公司所在安徽省汽车集群优势明显。2022 年实现产量 174.7 万辆，同比+17.3%，全国产量占比达到 6.5%，比重持续提升。其中，新能源汽车产量达到 52.7 万辆，全国产量占比达到 7.5%。全省汽车产业链布局完善，包括奇瑞、大众、比亚迪、长安等国内外知名车企均在安徽实现生产基地布局，2025 年规划全省汽车生产规模超过 300 万台，有望进一步推动供应链企业蓬勃发展。公司核心客户奇瑞汽车产品矩阵完善，深耕海外乘用车市场，2022 年海外销售占比达到 36.5%，成为国内自主品牌出海领军企业，随着奇瑞汽车产品出海战略的持续推进，瑞鹤模具作为奇瑞全国最大生产基地所在地的供应链企业，有望获得更多的发展机会。装备制造+轻量化业务双轮驱动，产能扩张配合订单释放。公司装备制造业务订单持续增长，2022 年公司装备制造业务在手订单 30.3 亿元，2023 年 1 月中标奇瑞汽车冲焊车间 3.8 亿元新订单项目，铝合金动力总成产品研发成功并按计划批产。根据公司募投产能计划。1) 传统装备制造业务：IPO 募投项目二阶段已经于 2022 年中旬启动建设，预计 2023 年 H1 完成建设投产；2) 铝合金轻量化零部件业务：2022 年度共投资建设 4 条产线，截至 2022 年底，2 条产线开始批产，2 条产线处于安装调试阶段，同时 2023 年轻量化项目二期已经启动建设，预计 2023 年下半年投产，有望进一步扩大轻量化零部件业务产能。产能扩张配合订单增长释放，公司业绩有望进一步提升。盈利预测与投资评级：考虑到产业发展趋势+公司所在安徽省区位优势，IPO+可转债募投产能释放后所具备的发展潜力。我们预测公司 2023-2025 年营收分别为 18.32/30.40/37.27 亿元，同比分别为+56.9%/+65.9%/+22.6%，归母净利润为 2.09/3.15/4.22 亿元，同比分别为+49.6%/+50.5%/+33.7%，对应 EPS 分别为 1.14/1.72/2.30，对应 PE 分别为 22.9/15.2/11.4 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：乘用车价格战超过预期，铝合金价格上涨超出预期，车企一体化压铸进程不及预期。

(证券分析师：黄细里 研究助理：谭行悦)

盛剑环境 (603324)：泛半导体国产替代趋势下成长加速，纵横拓展打造新增长极

投资要点 泛半导体废气治理领军企业，纵横拓展打造新增长极。公司 2005 年成立，主营工艺排气管道；2012 年进入泛半导体领域；2016 年拓展废气治理设备；2017 年进军湿电子化学品；2022 年新能源领域取得较大突破。公司在巩固泛半导体废气治理系统领先地位的同时，打造“工艺废气治理系统（中央治理）+制程附属设备（源头控制）”“湿电子化学品供应&回收再生系统+电子材料”的产品矩阵，具备一体化竞争优势。刚需&高壁垒铸就泛半导体废气治理价值。废气产生于泛半导体生产过程多个环节，带来废气治理系统&设备需求。1) 泛半导体废气治理直接参与制程保障产品良率，为刚性需求。工艺废气需要与生产工艺同步进行收集、治理和排放，废气治理系统及设备安全稳定性直接关系到产能利用率、产品良率等。2) 泛半导体废气组分复杂技术要求更高，客户认证壁垒彰显价值。与一般行业相比，电子工业排放限值更严格&管控的污染物种类更多，工艺废气治理系统和生产过程结合更为紧密，考虑生产稳定性，客户认证层面彰显高壁垒。公司客户资源优质。主要客户包括中芯国际、华虹半导体、京东方、华星光电、隆基绿能、宁德时代等龙头，优质稳定客户资源

为公司持续发展提供重要支撑。高景气度&国产替代加速，泛半导体废气治理空间广阔，公司市占率有望快速提升。半导体产业景气度高企，大陆主要晶圆/面板产线 2021-2025 年产能复增 16.6%/8.0%。我国半导体 IC 对外依存度高，“芯片法案”下国产替代进程加速。2030 年大陆废气治理系统/设备空间 99/79 亿元，假设 2023/2030 年，集成电路废气治理系统、面板废气治理系统、废气治理设备的国产化率分别达到 30%/70%、55%/90%、30%/70%，对应 2030 年国产废气治理系统/设备空间 71/55 亿元，2023-2030 年复合增速 32%/28%。2021 年，公司于光电显示/集成电路废气治理系统市占率分别为 49%/24%；于制程附属设备市占率为 13%，整体国产化率约 23%。公司在光电显示领域废气治理系统市占率近 50%，高市占率有望复制到集成电路，市占率随国产化进行而快速提升。积累行业经验&客户资源，切入湿电子化学品领域。湿电子化学品在集成电路和平板显示领域国产化率仅为 25%，国产化率待提升。2017 年，公司借助行业经验&客户积累纵向延伸至湿电子化学品领域，2018-2022 年该业务收入复增 27%，国产化趋势下保持高速发展。盈利预测与投资评级：公司已在半导体&面板废气治理具备一定行业地位，并拓展新能源领域；国产化趋势下市占率有望快速提升，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润 2.15/2.94/3.87 亿元，同增 65%/37%/31%，PE 22/16/12 倍（估值日期 2023/5/22），首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：下游行业资本支出波动，原材料价格波动，行业竞争加剧

（证券分析师：马天翼 证券分析师：任逸轩）

珀莱雅（603605）：2023 年 4 月经营数据点评：多品牌淡季线上保持高增，期待 618 大促持续领航

投资要点 4 月经营数据发布，珀莱雅、彩棠淡季线上保持高增：公司发布 2023 年 4 月经营数据公告，主品牌珀莱雅天猫旗舰店 GMV 为 2.28 亿元（同比+57%，下同），抖音平台 GMV 为 1.35 亿元（+40%）。彩棠天猫旗舰店 GMV 为 0.45 亿元（+95%），抖音平台 GMV 约为 0.29 亿元（+69%）。综合天猫+抖音平台，4 月珀莱雅/彩棠 GMV 分别同增 50%/84%，两品牌合计天猫+抖音 GMV 同增 55%。618 大促准备充分，超头布局进一步加深：（1）产品布局：根据截至 5 月 22 日的超头美妆节预告，①公司主品牌珀莱雅今年参与超头美妆节的产品包括早 C 晚 A 精华套组、红宝石/双抗/源力/双白瓶精华、双抗小夜灯眼霜、红宝石/源力面霜、红宝石/双抗面膜共 10 款产品 12 个 SKU；②彩棠品牌今年参与超头美妆节的产品包括三色遮瑕、高光修容和妆前乳隔离共 3 款产品；③OR 品牌明星产品温泉洗发水也参与了今年超头美妆节。今年珀莱雅品牌参与超投的 SKU 数量有所增加，彩棠、OR 均为首次参与 5.26 超头美妆节。（2）折扣情况：各平台折扣情况总体类似，合作赠品各有不同。“618”大促即将到来，看好多平台持续领航：今年“618”大促预售即将启动，公司在主要平台排名均呈现上升趋势，且在国货品牌中处于领先地位。2022 年“618”和“双 11”期间，珀莱雅天猫旗舰店 GMV 均位列天猫美妆排名第五、国货排名第一。目前线上加购趋势良好，各平台营销种草活动也在顺利推进，看好多平台持续领航发展。盈利预测与投资评级：公司是国内组织灵活、效率领先的大众化妆品集团，在天猫，抖音等多电商平台销售排名领先，展现其强品牌力。多系列大单品矩阵战略推进顺利，未来经营韧性可期。我们维持公司 2023-24 年归母净利润分别为 10.41/12.94/15.70 亿元，分别同增 27%/24%/21%，当前市值对应 2023~25 年 PE 为 47x/38x/31x，维持“买入”评级。风险提示：原材料价格波动、疫情反复、重要客户流失。

(证券分析师: 吴劲草 证券分析师: 张家璇 证
券分析师: 汤军)

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>