

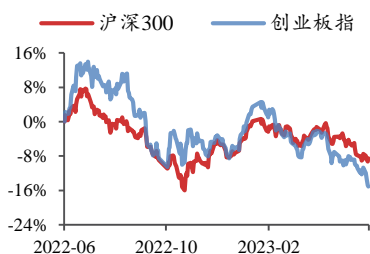
2023年06月09日

## 开源晨会 0609

### 市场快报

——晨会纪要

#### 沪深300及创业板指数近1年走势



数据来源：聚源

#### 昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
农林牧渔	2.369
建筑装饰	2.054
房地产	1.923
建筑材料	1.907
银行	1.866

数据来源：聚源

#### 昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
传媒	-2.352
电子	-1.476
医药生物	-0.912
纺织服饰	-0.810
计算机	-0.743

数据来源：聚源

吴梦迪 (分析师)

wumengdi@kysec.cn

证书编号: S0790521070001

### 观点精粹

#### 总量视角

**【固定收益】净出口转负，等待内需支撑经济——2023年5月进出口数据点评-20230607**

#### 行业公司

**【地产建筑：中国海外发展(00688.HK)】积势敏行，逆势争先，投拓与销售保持稳健——港股公司深度报告-20230608**

**【商贸零售：家家悦(603708.SH)】公布股票期权激励计划，激发内部成长动能——公司信息更新报告-20230608**

**【家电：石头科技(688169.SH)】内销关注新品及大促，外销看欧洲增速由负转正——公司深度报告-20230608**

**【社服：科思股份(300856.SZ)】向一站式个护原料平台迈进，布局正当时——公司首次覆盖报告-20230608**

## 研报摘要

### 总量研究

#### 【固定收益】净出口转负，等待内需支撑经济——2023年5月进出口数据点评-20230607

陈曦（分析师）证书编号：S0790521100002 | 张鑫楠（联系人）证书编号：S0790122030068

#### 核心观点

1. 5月：按美元计价，我国出口同比-7.5%（前值+8.5%，下同），进口同比-4.5%（-7.9%），净出口同比-16.1%（+82.3%）。

2. 整体：出口在一季度较超预期的增长后，在5月出现了大幅回落。一个因素是外需出现回落。前期补出口的支撑正在逐渐减弱，积压的订单在3月、4月释放，但随着积压订单释放完毕，外需成为出口的主要影响因素。整体来看，当前的经济形势和外贸环境和2016年是较为相似的，2016年海关总署的表态是“全球经济复苏乏力，国际市场需求疲弱，我国对外贸易发展面临的不稳定、不确定的因素明显增多，下行压力加大”，2023年一季度表示“全球通胀高企、主要经济体增长乏力带来的外需减弱”，且两个时期的全球PMI均处于低位。另一个因素是基数效应，2022年同期基数从4月的+3.5%变为5月的+16.4%，基数大幅上升拖累出口。另一个值得关注的点是进口同比的降幅正在收窄，并且同样是在同期基数较高的情况下。或许可以证明相对外需来说，内需是更好的。

3. 后续：净出口对经济的拉动已经为负，在出口对经济形成拖累的情况下，全年经济的增长需要靠三驾马车当中的消费和投资来拉动。因此外需走弱直接对应的就是内需需要增强，在当前经济较弱、各项高频指标较为低迷的情况下对政策的预期或将提高，近期资本市场对政策消息敏感或也可佐证。其次，后续同样需要关注外需的恢复情况，接下来的一段时期出口基数较高，外需的低迷或在一定时期内都会影响出口。外需的低迷会影响所有国家的外贸，但中国生产端恢复较好和成本优势或可以对出口份额形成支撑。

4. 债市：对扩大内需的预期、政策的预期较高，当下市场同样对政策消息较为敏感，叠加债市收益率已经在历史高位，需要警惕后续政策出台对基本面形成支撑导致债市波动。另外，外需回落，内需是主要拉动经济的目标，因此，同样看好内需相关的转债。

#### 5. 分项：

(1) 出口地区：从份额来看，我国出口主要地区居前的是欧盟、美国和东盟，欧盟成为我国5月份额最大的出口地区。份额增加居前的国家是欧盟、拉丁美洲和美国，减少最多的是东盟、中国香港和日本。从增速来看，我国对主要贸易地区的出口多数均同比下行，仅有俄罗斯、非洲和与英国出现增长，同样也证明外需有所放缓。我国主要出口地区中增速最快的是俄罗斯、非洲和英国，下降最多的是中国台湾、韩国和美国。

(2) 出口商品：从份额来看，劳动密集型产品占比26.4%（26.3%）、机电产品占比57.9%（57.8%）、高新技术产品占比23.1%（23.0%）。其中，占比最大的分项分别为自动数据类、服装和纺织类。份额增加居前的商品为自动数据类、汽车底盘、成品油，降低居前的商品为集成电路、钢材、塑料制品。从增速来看，汽车、船舶、成品油、汽车零配件、通用设备增速居前，原材料类如铝材、稀土、钢材、集成电路、手机下降居前。服装、箱包出口增速转负，海外国家的居民消费韧性正在下降。从量价来看，出口的大多数商品价格下降。

(3) 进口地区：从份额来看，我国进口主要地区金额居前的是东盟、欧盟和拉丁美洲。对拉丁美洲的份额增速较快。从增速来看，我国主要进口地区中上涨最多的是中国香港、加拿大和俄罗斯，我国主要进口地区中下降最多的是中国台湾、韩国和新西兰。

(4) 进口商品：从份额来看，劳动密集型产品占比45.3%（45.4%）、机电产品份额占比33.1%（35.5%）、高新技术产品占比24.2%（26.2%）。从增速来看，飞机、成品油、稀土、煤、纸浆同比涨幅居前，汽车、塑料、二

极管、美妆降幅居前。

风险提示：政策变化超预期；价格变化超预期；疫情变化超预期。

## 行业公司

### 【地产建筑：中国海外发展(00688.HK)】积势敏行，逆势争先，投拓与销售保持稳健——港股公司深度报告-20230608

齐东（分析师）证书编号：S0790522010002

龙头标杆房企，投拓与销售保持稳健，维持“买入”评级

中国海外发展背靠国资平台，可售货值充足，投资聚焦高线城市主流地段，规模与利润率兼顾；未来持有商业投资力度加大，提供稳定现金流收入。我们预计 2023-2025 年公司归母净利润为 266.8、301.8、336.6 亿元，对应 EPS 分别为 2.44、2.76、3.08 元，当前股价对应 PE 为 6.6、5.9、5.3 倍。公司经营稳健、严守财务纪律，盈利能力领先，融资优势明显，维持“买入”评级。

销售目标 20% 增长，非公开市场投资保持活跃

2022 年在行业销售下行期，公司实现销售金额及面积分别为 2947.6 亿元和 1387.0 万方，分别同比下降 20.2% 和 26.6%，销售排名逆势提升，其中北京合约销售达 493 亿元，市场率排名第一。公司 2023 年销售目标为实现 20% 增长，预计 2023 年可售货值 7900 亿元，可售资源充裕的情况下销售目标达成可期。公司近年来坚持聚焦高能级城市主流地段的投资策略。2022 年公司通过公开市场获取 50 个项目，总购地金额 1208.7 亿元，新增货值 2403.4 亿元。公司 2022 年于三大重点城市（上海、广州、成都）并购投入资金超过 100 亿元，城市更新项目持续投入约 100 亿元，在非公开市场投资保持活跃。

双核业务驱动，商业发展规模不断提升

2022 年，公司商业业务收入为 52.6 亿元，同比增长 1.8%（剔除减租影响为 6.9%），2023 年，公司商业收入目标为实现 30% 增长。2022 年公司新增 15 座商业运营项目，新增商业面积 88 万平方米，实现了商业规模的高质量有序增长。

盈利能力行业领先，融资成本保持低位

公司归母净利润、毛利率、净利率、均处于行业领先水平，2022 年实现归母净利润 232.6 亿元；毛利率、净利率高达 21.3%、13.6%；三费率率仅 4.2%。2022 年平均融资成本仅 3.57%，处于行业最低水平；净负债率 42.9%，剔除预收后的资产负债率 53.7%，现金短债比 2.16 倍，三道红线维持绿档。

风险提示：行业销售恢复不及预期；政策调整导致经营风险；融资环境变动。

### 【商贸零售：家家悦(603708.SH)】公布股票期权激励计划，激发内部成长动能——公司信息更新报告-20230608

黄泽鹏（分析师）证书编号：S0790519110001 | 骆崢（联系人）证书编号：S0790122040015

公司公布 2023 年股票期权激励计划（第一期）（草案）

公司 6 月 7 日公告 2023 年股票期权激励计划（第一期）（草案），拟向共计 372 名激励对象授予 1480.5 万份股票期权，约占公司股本总额的 2.29%。我们认为，公司致力于高质量扩张发展，公布股权激励计划有望激发内部成长动能，未来门店成熟、提效有望促进经营业绩增长，推出新品牌布局休闲零食连锁赛道值得关注。我们维持公司 2023-2025 年盈利预测不变，预计 2023-2025 年归母净利润为 2.21/3.00/3.76 亿元，对应 EPS 为 0.34/0.46/0.58 元，当前股价对应 PE 为 38.9/28.7/22.9 倍，维持“买入”评级。

2023-2025 年业绩考核目标对应净利润增速分别为 307%/36%/20%

公司制定本次股权激励计划旨在进一步建立健全长效激励机制，将股东利益、公司利益和核心团队个人利益绑定，共同关注公司的长远发展。激励对象范围包括公司董事、高级管理人员以及核心管理/技术骨干共计 372 人。而在业绩考核方面，两组目标完成其一：（1）2023-2025 年归母净利润分别不低于 2.2/3.0/3.6 亿元，对应同比增速分别为 307.0%/36.4%/20.0%；（2）2023-2025 年营收分别不低于 182/193/204 亿元，对应同比增速分别为 0.1%/6.0%/5.7%，且归母净利润分别不低于 2.0/2.5/3.0 亿元，对应同比增速分别为 270.0%/25.0%/20.0%。该激励计划提出了较高考核指标，有助于提升公司竞争能力以及调动员工的积极性。

以“悦记·好零食”新品牌布局休闲零食连锁赛道，坚持稳中求进

2023 年，公司将继续坚持超市核心主业，区域密集、城乡一体化发展，实现多业态、全渠道、全产业链、全国化。此外，公司在 2023 年 4 月推出新品牌“悦记·好零食”布局休闲零食连锁赛道，首批两家新店落地烟台，新品牌定位一站式性价比零售集合店，与厂家直接合作，涵盖品类超千种，充分发挥公司供应端资源禀赋以及消费者洞察力。长期看，公司一方面在山东省内持续加密、省外扩张，另一方面布局休闲零食连锁赛道，有望实现稳中求进、持续成长。

风险提示：疫情反复、市场竞争加剧、收购整合效果不及预期等。

### 【家电：石头科技(688169.SH)】内销关注新品及大促，外销看欧洲增速由负转正——公司深度报告-20230608

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002 | 周嘉乐（分析师）证书编号：S0790522030002 | 陆帅坤（分析师）证书编号：S0790523060001

内销关注新品及大促，外销看欧洲增速由负转正，维持“买入”评级

618 大促拉动扫地机销量增速由负转正，公司推新向上向下拓宽价格带，性价比款 P10 放量拉动份额持续提升；外销 Q2 进入低基数、看好欧洲增速由负转正，美亚延续高增；叠加技术降本和行业竞争改善下盈利能力预计保持稳定。我们维持盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润 15.0/17.7/20.7 亿元，对应 EPS 为 16.0/18.9/22.1 元，当前股价对应 PE 为 20.7/17.6/15.0 倍，维持“买入”评级不变。

618 预售数据验证内销行业销量增速转正、新品拉动下石头持续提份额逻辑

从魔镜预售数据看，天猫渠道 618 第一轮预售行业预售量+32%，其中石头+75%，市占率达 32.8%，验证行业销量转好及公司份额提升逻辑。2023Q1 密集推新拉动下，公司价格带更加完善，性价比款全能基站扫地机 P10 定价 3299 元，在 3000-3500 元价格带竞争压力小，云鲸推新进展较慢，看好公司份额持续提升。

看好 Q2 欧洲地区收入增速由负转正，美亚市场持续推高卖新、表现良好

欧洲市场作为外销基本盘，在海运、宏观经济波动等影响下自 2022Q2 起出现下滑，看好经销商开启新品提货叠加低基数下欧洲收入增速由负转正，同时法国、西班牙等地区亚马逊渠道有望收回自营，复制美亚成功案例。北美市场凭借高端产品打法差异化发力亚马逊线上渠道，保持高速增长，市占率稳步提高，黑五期间超过 shark 位居第二，看好线下渠道突破构成收入新增量。亚太地区，伴随新品上市拉动日本、韩国等主要市场企稳回升，持续拓展东南亚等新兴市场。

外销改善、内销行业竞争改善和技术降本下，公司盈利能力预计保持稳定

产品结构提升、原材料跌价和多方位降本利好毛利率稳中向好。技术降本驱动下，性价比款 P10 等新品保持 50%左右毛利率水平。费用端，行业流量竞争放缓、公司新品预售收入延期确认及费用前置投放，利好销售费率趋稳。2023Q1 后预计远期外汇合约将结清、不再影响净利润，构成财务费率的低基数利好。叠加高盈利能力的欧洲、亚太市场回暖，多方面因素改善下，盈利能力预计保持稳定。

风险提示：新品销售不及预期；原材料价格风险；海外高通胀下需求不及预期。

**【社服：科思股份(300856.SZ)】向一站式个护原料平台迈进，布局正当时——公司首次覆盖报告-20230608**

初敏（分析师）证书编号：S0790522080008

全球防晒剂龙头扩产能&拓品类，迈向成长新阶段

公司防晒剂市场份额占全球 20% 以上，进一步围绕个护原料产业链打通综合竞争优势。IPO 募投项目已建成投产，除传统防晒剂和香精香料外，新增 P-S、PA、EHT、物理防晒剂二氧化钛等高单价大单品布局新型防晒剂领域，当前产能快速爬坡，业绩增长确定性强。此外，公司正在从对防晒剂单一品类向个护多品类拓展，通过可转债项目加持横向拓展业务至去屑、保湿等单元，布局高分子增稠剂及氨基酸表面活性物等高增长品类，2023H2 将开始逐步投产。我们认为除了产能投产带来新增动能外，新品类整体价值偏高带动盈利能力有加强趋势，从当前时点看未来 3-4 年产线明确，成长路径清晰。预计公司 2023-2025 年归母净利润为 6/8/10.7 亿元，yoy+54.6%/+33.1%/+34.3%，EPS 为 3.54/4.72/6.34 元，当前股价对应 PE 为 22.7/17/12.7 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

产业变革+技术积淀，卡位高景气品类&抢滩替代机遇

行业：国际巨头占据主要市场，国内企业逐步实现突破。（1）防晒剂：2013-2022 年，全球防晒剂消耗量由 3.5 万吨增长至约 6 万吨，CAGR 约为 6.1%，预计 2023-2027 年全球 CAGR 为 7.1%。（2）去屑剂：2021 年 11 月，欧盟修订欧洲化妆品禁用成分清单，ZPT 因 GHS1B 生殖毒性被禁用，该禁令于 2022 年 3 月正式生效。根据 QYR 数据，2021 年欧洲 ZPT 消费量占全球市场的 20.5%，PO 有望进一步填补 ZPT 禁用后在欧洲市场的空白。（3）保湿剂&增稠剂：据 QYR 数据，2020 年全球氨基酸表面活性剂市场规模达到 30 亿元，预计 2026 年将达到 76 亿元，CAGR 高达 16.8%。2015-2019 年全球卡波姆收入 CAGR 约为 4.6%，预计 2026 年规模将达到 10.25 亿美元。

客户资源优势明显，具备成本转嫁能力

前五大客户营收占比超过 60%，公司防晒剂等化妆品活性成分主要客户包括帝斯曼、拜尔斯道夫、欧莱雅等；部分新产品在导入过程中无需重复履行供应商认证环节。2021 年以来，基于原材料和海运价格大幅上涨，公司于 2021Q4/2022Q1/2022Q3 分别提价改善盈利能力，商业模式优异。

风险提示：新产能投放不及预期；客户集中度较高；原材料价格波动等。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn