

## 东吴证券晨会纪要

## 东吴证券晨会纪要 2023-06-15

## 宏观策略

2023年06月15日

**宏观点评 20230614: 美联储6月会议: 以“跳”为进?**

观点: 美联储6月很可能按下加息暂停键, 但重启加息的门却若隐若现。从种种迹象来看, 此番“歇手”并不意味着就此收手。尤其是考虑到此次会议上可能: 1) 上调2023年经济和通胀预测; 2) 下调2023年失业率预测; 3) 2023年政策利率终值预测为5.25%-5.5%。我们认为在当前美国经济保持韧性, 通胀依然高企的背景下, 美联储实质上是以“跳”为进, 仍有可能在7月开始的任何一次会议上重启加息, 短期降息的前景则是遥遥无期。风险提示: 金融体系流动性风险超预期; 恐慌情绪蔓延超预期; 美国通胀超预期或俄乌局势失控造成大宗商品价格剧烈波动。

晨会编辑 陈李

执业证书: S0600518120001

021-60197988

yjs\_chenl@dwzq.com.cn

**宏观点评 20230614: 除了政策, 迟来的信贷还有什么信号?**

观点: 央行“迫不及待”地降息已经为金融数据不及预期做好了铺垫, 叠加去年同期稳增长脉冲带来的高基数, 市场对于5月信贷的“差”已有充分的预期。可能更加值得关注的是今年信贷的规模和节奏这一对重要的“矛盾”。前者对应的是货币政策屡次强调的“保持广义货币M2和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配”, 而后者则取决于易纲行长近期对于“加强逆周期调节, 全力支持实体经济”的讲话, 如何在保证“匹配”的基础上加强“逆周期”? “匹配”之下, 今年余下三个季度信贷增速放缓是必然的趋势。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。

**宏观点评 20230614: 5月通胀: 6月不加息稳了, 但是然后呢?**

观点: 5月通胀好消息>坏消息, 6月不加息“板上钉钉”, 但是7月呢? 5月通胀同比超预期回落, 且美联储最爱的“超级核心通胀”同比增速降至4.6%, 创2022年2月以来的新低。但好消息到此为止, 核心通胀“表现平平”。那美联储会上车澳大利亚及加拿大央行, 跳过一次后再次加息吗? 我们认为美联储并不急于决定是否再次紧缩政策, 6月往后是暂停而非市场“共识”的跳过。但如果“紧信用”不给力, 那“紧货币”在未来就需要承担更多。风险提示: 金融体系流动性风险超预期; 俄乌局势失控造成大宗商品价格剧烈波动; 美联储政策超预期。

## 固收金工

**固收点评 20230614: 星帅转2: 家电零部件优质企业**

事件: 星帅转2(127087.SZ)于2023年6月14日开始网上申购: 总发行规模为4.63亿元, 扣除发行费用后的募集资金净额用于年产2GW高效太阳能光伏组件建设项目和补充流动资金。观点: 我们预计星帅转2上市首日价格在113.32~126.50元之间, 我们预计中签率为0.0017%。综合可比标的以及实证结果, 考虑到星帅转2的债底保护性一般, 评级和规模吸引力一般, 我们预计上市首日转股溢价率在20%左右, 对应的上市价格在113.32~126.50元之间。我们预计网上中签率为0.0017%, 建议

积极申购。 风险提示：申购至上市阶段正股波动风险，上市时点不确定所带来的机会成本，违约风险，转股溢价率主动压缩风险。

## 行业

### 社会服务行业点评报告：政策支持频出，AI+教育落地场景确定性凸显——AI 培训&教育信息化大有可为

事件：2023 年 6 月 13 日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于构建优质均衡的基本公共教育服务体系的意见》，意见提出要加快推进国家基本公共服务均等化，构建优质均衡的基本公共教育服务体系，同时提出了促进区域协调发展、推动城乡整体发展、加快校际均衡发展等 11 项举措。 投资建议： AI+教育是高迭代+个性化需求下的最佳落地场景，同时 AI 培训是 AI 浪潮下最直接受益的板块。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，政策支持频出，AI+教育落地场景确定性凸显，根据 AI 培训&教育信息化两大落地应用方向，推荐盛通股份，建议关注传智教育，佳发教育，世纪天鸿等。 风险提示：产品研发落地不及预期，课程销售不及预期。

## 推荐个股及其他点评

### 蔚来-SW (09866.HK)：2023 一季度业绩点评：Q1 营收同比+8%，新车放量可期

事件：公司公告：蔚来 2023Q1 营收为 106.77 亿元，同环比分别+7.73%/-33.54%，其中车辆销售收入为 92.25 亿元，同环比分别-0.21%/-37.50%。Q1 毛利率为 1.5%，同环比分别-13.10/-2.40pct；整车销售毛利率为 5.10%，同环比分别为-13.00/-1.70pct。最终蔚来 Q1 归属普通股净利润为-47.40 亿元(2022Q1 为-17.83 亿元,2022Q4 为-57.86 亿元)。截至 2023 年 3 月 31 日，公司现金及现金等价物、受限现金、短期投资及长期定期存款为 378 亿元(2022 年底为 455 亿元人民币)。 盈利预测与投资评级：行业竞争加剧背景下，我们下调公司 2023-2025 年业绩预测，归属于普通股股东净利润为-150.23/-83.70/4.96 亿元(原为-123.44/-56.78/8.02 亿元)。鉴于公司核心技术全面布局，圈层营销构筑壁垒，2023 年新品周期强劲，我们仍然维持“买入”评级。 风险提示：芯片/电池等供应链不稳定；软件 OTA 升级政策加严等。

### 朗姿股份 (002612)：拟收购武汉五洲 90%+武汉韩辰 70%股权，医美版图再扩张

事件：公司发布公告收购武汉五洲 90%与武汉韩辰 70%股权：2023 年 6 月 9 日，朗姿股份全资子公司北京朗姿医管分别与博辰八号、自然人卓淑英、平潭卓氏签署股权转让协议，北京朗姿医管拟以现金收购博辰八号持有的武汉五洲整形外科医院 75%股权和武汉韩辰医疗美容医院 70%股权，同时以现金方式收购卓淑英、平潭卓氏分别持有的武汉五洲 10%、5%股权。武汉五洲 100%股权评估价值 2.81 亿元，收购标的股权评估总价值 2.53 亿元、转让价 2.53 亿元(以 23 年承诺业绩计算对应 PE 为 16 倍)；武汉韩辰 100%股权评估价值 1.01 亿元，收购标的股权评估价值 7,086.1 万元、转让价 7,086.1 万元(以 23 年承诺业绩计算对应 PE 为 11 倍)。 盈利预测与投资评级：公司为国内高端女装及医美机构龙头，21 年公司设立 6 支医美股权并购基金、规模 27.56 亿元、主要为上市公司医美业务在体外储备优质资源、时机成熟后注入上市公司。本次收购为继

22年9月收购昆明韩辰后的又一成果，有利于进一步扩大医美版图、发挥规模优势、改善医美业务财务状况，本次收购的两个医美机构均已实现盈利、且预计23年业绩有望大幅增长，并表后将增厚公司业绩。随终端消费场景放开，公司原有医美和女装业务亦处逐步复苏过程中，考虑收购暂未落地，我们暂维持23-25年归母净利润1.72/2.59/3.18亿元的预测，对应PE为60/40/33X，维持“增持”评级。风险提示：疫情反复、医美安全事故、医美监管政策变化超预期等。

**比音勒芬(002832): 拟推出第四期员工持股计划, 促进员工利益共享**

观点: 公司于2023年6月10日公告《第四期员工持股计划(草案)》: 1) 参加对象: 包括公司董事(不含独董)、监事、高管以及公司(含子公司)其他核心员工, 共计不超过1,624人; 2) 筹集资金总额: 不超过2亿元; 3) 认购时间: 股东大会审议通过后6个月内, 员工持股计划通过二级市场购买; 4) 存续期: 24个月(自股东大会审议通过员工持股计划之日起计算); 5) 锁定期: 12个月(自公司公告员工持股计划完成股票购买之日起计算)。我们认为该员工持股计划有利于进一步促进管理层和员工的利益共享、提振管理层和员工积极性、更好促进公司业务长期持续健康发展。盈利预测与投资评级: 公司为国内高端时尚运动服饰龙头, 2011年以来业绩持续稳健较快增长、表现领先同行。本次公布第四期员工持股计划, 有助进一步促进员工共享经营成果、激励管理层和员工的积极性、促进公司业务长期持续健康发展。我们维持23-25年归母净利润9.45/11.8/14.4亿元的预测, 对应PE分别为20/16/13X, 维持“买入”评级。风险提示: 疫情反复、消费低迷。

## 宏观策略

### 宏观点评 20230614: 美联储 6 月会议: 以“跳”为进?

美联储 6 月很可能按下加息暂停键, 但重启加息的门却若隐若现。从种种迹象来看, 此番“歇手”并不意味着就此收手。在连续 10 次出手加息 500bp 后, 美联储可能在 6 月会议上按兵不动, 但从种种迹象来看, 此番“歇手”并不意味着就此收手。尤其是考虑到此次会议上可能: 1) 上调 2023 年经济和通胀预测; 2) 下调 2023 年失业率预测; 3) 2023 年政策利率终值预测为 5.25%-5.5%。我们认为在当前美国经济保持韧性, 通胀依然高企的背景下, 美联储实质上是以“跳”为进, 仍有可能在 7 月开始的任何一次会议上重启加息, 短期降息的前景则是遥遥无期。既然美联储 6 月很可能是“跳过”一次加息, 而不是无限期暂停加息。我们不妨来评估美联储重启加息的门槛有多高? 对此并不缺乏现实和历史的案例: 横向来看, 今年加拿大央行和澳联储的都是“跳”过一两次会议再加息。加拿大央行在今年 1 月加息 25bp 后暂停加息, 但由于二季度以来消费支出强劲、楼市活动回升以及劳动力市场吃紧, 加拿大央行在“跳”过两次议息会议后, 于 6 月重启加息 25bp。澳洲联储则是在今年 3 月加息 25bp 后仅仅跳过了一次会议, 便在 5 月和 6 月重启了连续加息 (各 25bp) 的进程, 其背景也是服务业通胀加速、劳动力市场吃紧以及房价回升。纵向来看, 美联储在 1994 年和 1999 年都是“跳”过一次会议再加息。1994 年 5 月美联储原本希望自 20 世纪 80 年代以来的首次 50bp 的激进加息足够紧缩, 但无奈通胀意外飙升, 因此仅是在“跳”过了 6 月会议后便重启激进加息。1999 年 8 月加息 25p 后虽然通胀温和, 但非农就业持续大增且失业率走低, 因此美联储仅是“跳”过了 9 月的会议, 便又从 11 月开始持续加息。由此可见, 无论是发达经济央行还是历史上的美联储, 即便加息进入尾声, 暂停后重启加息的门槛并不高。这是因为在暂停加息后主要央行的转向“数据依赖”, 但也有路径依赖, 因此只要经济衰退风险有限, 强于预期的就业、消费、通胀数据都有可能成为重启加息的催化剂。那么主要资产会如何定价美联储的以“跳”为进? 我们可以分成两个阶段来分析: 一是暂停加息的时间窗口, 通常是一个月, 二是重新开始加息之后。从前两次历史来看, 在股债汇三类资产中, 暂停加息最利好美股, 而重启加息后美债收益率可能再次上涨: 美股: 享受“暂停”, 但是加息重启也是一道坎。1994 年和 1999 年美股在暂停期间都出现了上涨, 稳定偏强的基本面叠加政策的迟疑是重要的利多因; 但是重启加息后美股都进入明显的震荡。当然与 2023 年最明显的不同之处在于, 1994 年和 1999 年多的是加息中段的暂停, 重启之后仍有数次上调政策利率, 而 2023 年 7 月可能已经临近本轮加息的收官。因此 2023 年 6 月的暂停加息对于美股是短期的利多: 如果经济好于预期, 美股可以享受软着陆的好处; 如果经济不及预期, 短期内加息结束的预期仍利好股市, 不过随着时间推移, 经济衰退风险重新定价会最终拖累美股。美债收益率: 可能还没到乐观的时候。政策的迟疑往往也会带来美债市场的震荡, 这一幕在 1994 年和 1999 年都曾上演; 而重启加息则会使得 10 年期美债收益率上涨, 不过依旧是鉴于本轮美联储加息已经进入尾声, 10 年期美债收益率在重新加息之后可能出现小幅脉冲式上涨, 但空间和持续性都存疑, 而美债收益率能否打开顺畅的下行通道则有赖于经济衰退风险和降息预期的升温。美元: 暂停不一定跌, 重启不一定涨。直觉上暂停加息利空美元, 重启加息利多美元。但从历史上看, 从暂

停到重启加息前，美元会往往是先跌后涨，因为支持重启加息的理由最终也会在某种程度上支撑美元上涨。而真正重启加息后，美元方向却是不确定的，除了美国自身的因素外，也取决于海外尤其是中国和欧洲的表现。中国方面，稳增长 3.0 呼之欲出，预计能在 7、8 月支撑经济阶段性企稳，叠加市场对于美联储 7 月最后一次加息的预期，美元指数反而可能在 7 月议息会议后阶段性走弱。风险提示：金融体系流动性风险超预期；恐慌情绪蔓延超预期；美国通胀超预期或俄乌局势失控造成大宗商品价格剧烈波动。

(证券分析师：陶川 证券分析师：邵翔)

#### 宏观点评 20230614: 除了政策，迟来的信贷还有什么信号？

央行“迫不及待”地降息已经为金融数据不及预期做好了铺垫，叠加去年同期稳增长脉冲带来的高基数，市场对于 5 月信贷的“差”已有充分的预期。可能更加值得关注的是今年信贷的规模和节奏这一对重要的“矛盾”。前者对应的是货币政策屡次强调的“保持广义货币 M2 和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配”，而后者则取决于易纲行长近期对于“加强逆周期调节，全力支持实体经济”的讲话，如何在保证“匹配”的基础上加强“逆周期”？“匹配”之下，今年余下三个季度信贷增速放缓是必然的趋势。我们在之前的报告里也提及，第一季度信贷总量同比多增 2.27 万亿元，靠前发力明显，若 2023 年维持信贷总量增长适度，则二季度及下半年需压缩量的空间；而若想控制信贷投放节奏平稳（今年各季度投放比例与 2022 年一致），就意味着 2023 年信贷存量增速突破 12.5%（图 1），这是明显偏高的。我们认为今年余下三个季度信贷投放总量在 13 万亿元左右较为合适（对应全年信贷增速 11% 左右），比去年同期仅多增约 840 亿元。从节奏来看，稳增长 3.0 呼之欲出，至少未来两个月信贷可能有一定的企稳回升。如图 2，参考 2022 年两次稳增长一揽子政策出台后信贷表现的经验，6 月和 7 月信贷可能会从冰点回归，但是两个月之后会不会走 2022 年的老路，仍存在较大的不确定性。从具体数据上看：5 月人民币贷款新增 13600 亿元，同比少增 5300 亿元，一方面是去年货币信贷形势分析会议刺激背景下的高基数，另一方面则是二季度以来内生经济放缓现实的延续。在 PMI、出口、信贷数据反映的“弱需求”下，我们认为“强政策”不远了。信贷投放节奏放缓了，但结构还没好起来。“弱需求”主要体现两点：一是在对公贷款逐渐占主导下的基建与制造业投资放缓；二是居民举债意愿弱的局面难觅改观。企业中长贷还得“再撑一会”。5 月新增企业中长贷 7698 亿元，同比多增 2147 亿元，经济动能偏弱下的对公需求的压舱石作用更加显著，但基建与制造业投资增长连续放缓与企业中长贷比重持续增加存在反差，信贷传导有待疏通。企业短贷环比小幅回升。票据贴现利率在 5 月末震荡，因去年同期的大幅冲量现象同比少增。居民部门“贷不动了”？5 月新增居民贷款仅 3672 亿元，其中拖累几乎全在中长贷（同比少增近 3000 亿元），居民短贷同比持平。反映居民消费修复缓慢，举债意愿仍较弱，按揭早偿问题未明显缓解。我们认为一季度居民信贷增长“昙花一现”的原因可能是家庭资产负债表在疫情期间已经受损，导致放开“报复性消费后”进一步加杠杆的能力与意愿均有限。直接融资方面，政府债同比少增 5011 亿元，发行节奏回归至 2019 年，企业债季节性回落，同比少增 2541 亿元。表外方面受到基本面偏弱的支撑，委托、信托贷款分别同比多增 922 亿元、167 亿元。M2-M1 剪刀差维持高位，企业存款的活化程度仍较低。社融存量增速回落至 9.5%，信贷“开门红”意味着今年社融存量或已见顶，但并非是对基本面的不利信号，下半年“对公强、零售弱”的结构性

问题能否优化更加重要。强政策“出手”或意味着6月社融反弹。信贷冲量影响消退+居民举债意愿低+企业经营压力修复缓慢的“三重压力”下，供需低迷破局的“接力棒”或传给政策端。参考去年5月及8月降息及国常会部署一揽子政策出台后的均有两个月的信贷反弹，我们认为本周二调降OMO后，宽松信号逐步明确，稳经济的政策“组合拳”有望早于7月政治局会议出台，大概率拉动社融回升。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)

### 宏观点评 20230614：5月通胀：6月不加息稳了，但是然后呢？

5月通胀好消息>坏消息，6月不加息“板上钉钉”，但是7月呢？5月通胀同比超预期回落，且美联储最爱的“超级核心通胀”同比增速降至4.6%，创2022年2月以来的新低。但好消息到此为止，核心通胀“表现平平”。那美联储会上车澳大利亚及加拿大央行，跳过一次后再次加息吗？我们认为美联储并不急于决定是否再次紧缩政策，6月往后是暂停而非市场“共识”的跳过。但如果“紧信用”不给力，那“紧货币”在未来就需要承担更多。那么从细项上看，通胀到什么地步了：除非薪资陡峭回落，否则核心通胀难以缓解。由图2可以看到，薪资与核心通胀高度共振。难以修复的供需失衡是薪资居高不下的“罪魁祸首”（图3）。一方面，职位空缺/失业人数反弹，反映出劳动力市场结构性失衡缓解需要更长时间。另一方面，受消费韧性影响，就业密集型的服务业人数增长显著，整体带动薪资上涨。汽车作为核心商品的重要组成部分，价格重新加速成为通胀的“隐忧”。此前通胀回落主要靠核心商品的大幅转弱下行。但是二手车价格的再次提速，不得不让通胀的“隐忧”尚难消散（图4-5）。房租本是今年带动通胀大幅回落的主力，但在本月又重新“提速”。5月美国CPI住房租金分项在上月环比转弱后反弹。环比增速从0.4%升至0.8%。美国不仅从4月开始房屋销售暴涨，而且无论是20个城市的房价，还是房地美的房价指数在3月份都有所上涨。如果上涨趋势延续，则将会对未来房租通胀造成压力（图6-7）。市场这次“抢跑”，抢对了吗？虽然市场押注6月暂停是一次跳过而不是停住，但我们认为基准情形是下半年利率保持不变。“紧信用”对经济活动的影响还不明显，所以美联储现在最需要的是时间（图8）。因此我们认为，在美联储认为利率已经处于限制性水平的情况下，他们有耐心等待更多数据的公布。往后看，7月再加息门槛很高。参考历史答案，每次Skip的原因都是经济出现强劲反弹：要么新增非农就业大增，要么通胀环比增速反弹>0.3%。但从当前美国整体情况来看，还不足以达到7月份加息的标准。因此我们继续认为下半年利率维持“更长、更久”，降息要到2024Q1（图9）。风险提示：金融体系流动性风险超预期；俄乌局势失控造成大宗商品价格剧烈波动；美联储政策超预期。

(证券分析师：陶川 证券分析师：邵翔)

## 固收金工

### 固收点评 20230614：星帅转2：家电零部件优质企业

事件 星帅转2（127087.SZ）于2023年6月14日开始网上申购：总发行规模为4.63亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于年产2GW高效太阳能光伏组件建设项目和补充流动资金。当前债底估值为73.7元，YTM为3.26%。星帅转2存续期为6年，上海新世纪资信评

估投资服务有限公司资信评级为 A+/A+, 票面面值为 100 元, 票面利率第一年至第六年分别为: 0.3%、0.5%、1.0%、1.5%、2.5%、3.0%, 公司到期赎回价格为票面面值的 115.00% (含最后一期利息), 以 6 年 A+ 中债企业债到期收益率 8.75% (2023-06-12) 计算, 纯债价值为 73.70 元, 纯债对应的 YTM 为 3.26%, 债底保护一般。当前转换平价为 99.85 元, 平价溢价率为 0.15%。转股期为自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日至转债到期日止, 即 2023 年 12 月 20 日至 2029 年 06 月 13 日。初始转股价 13.35 元/股, 正股星帅尔 6 月 12 日的收盘价为 13.33 元, 对应的转换平价为 99.85 元, 平价溢价率为 0.15%。转债条款中规中矩, 总股本稀释率为 10.16%。下修条款为“15/30, 85%”, 有条件赎回条款为“15/30、130%”, 有条件回售条款为“30、70%”, 条款中规中矩。按初始转股价 13.35 元计算, 转债发行 4.63 亿元对总股本稀释率为 10.16%, 对流通盘的稀释率为 13.77%, 对股本有一定的摊薄压力。观点 我们预计星帅转 2 上市首日价格在 113.32~126.50 元之间, 我们预计中签率为 0.0017%。综合可比标的以及实证结果, 考虑到星帅转 2 的债底保护性一般, 评级和规模吸引力一般, 我们预计上市首日转股溢价率在 20% 左右, 对应的上市价格在 113.32~126.50 元之间。我们预计网上中签率为 0.0017%, 建议积极申购。星帅尔公司是国内电动机热保护器、起动机行业的著名企业之一, 是国内冰箱与冷柜压缩机热保护器、起动机和密封接线柱的骨干生产企业。公司的主要产品为各种类型的热保护器、起动机和密封接线柱, 主要应用于冰箱、冷柜、空调、制冰饮水机等领域的制冷压缩机以及洗衣机烘干机上。2018 年以来公司营收稳步增长, 2018-2022 年复合增速为 47.74%。自 2018 年以来, 公司营业收入总体呈现稳步增长态势, 同比增长率“W 型”波动, 2018-2022 年复合增速为 47.74%。2022 年, 公司实现营业收入 19.49 亿元, 同比增加 42.43%。与此同时, 归母净利润不断浮动, 2020、2022 年均出现负增长, 2018-2022 年复合增速为 5.70%。2022 年实现归母净利润 1.19 亿元, 同比减少 17.21%。公司的主要营收构成变动较大, 近两年光伏组件取代家电零部件贡献主要营收。公司于 2021 年收购了富乐新能源, 主营业务中新增光伏组件产品, 2021、2022 年度, 公司光伏组件销售及代工收入占主营业务收入的比例分别为 19.47% 和 58.48%。公司销售净利率与毛利率整体下降; 销售费用率趋稳、财务费用率波动、管理费用率下降。2018-2022 年, 公司销售净利率分别为 24.71%、27.34%、11.90%、11.07% 和 6.33%, 销售毛利率分别为 39.68%、31.21%、26.15%、21.53% 和 14.94%。。风险提示: 申购至上市阶段正股波动风险, 上市时点不确定所带来的机会成本, 违约风险, 转股溢价率主动压缩风险。

(证券分析师: 李勇 证券分析师: 陈伯铭)

## 行业

### 社会服务行业点评报告: 政策支持频出, AI+教育落地场景确定性凸显——AI 培训&教育信息化大有可为

投资要点 事件: 2023 年 6 月 13 日, 中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于构建优质均衡的基本公共教育服务体系的意见》, 意见提出要加快推进国家基本公共服务均等化, 构建优质均衡的基本公共教育服务体系, 同时提出了促进区域协调发展、推动城乡整体发展、加快校际均衡发展等 11 项举措。政策支持 AI+教育在校园教学场景落地。意见在加快校际均衡发展的举措中提到, 要优化师范生培养方案和课程体系, 开展人工智能助推教师队伍建设的行动, 提高教师数字

素养和信息技术应用能力；建设全国基础教育管理服务平台，提升数字化管理水平和管理效能。政策支持 AI+教育在校园教学场景的落地，对 AI 培训和教育信息化有望带来长远利好。韩国从 2025 年开始把 AI 教科书引入韩国中小学课堂。韩国教育部于 2023 年 6 月 8 日宣布，为满足师生对多样化学习内容日益增长的需求，韩国小学三、四年级以及初一和高一 的学生，将从 2025 年春季开始使用国语、数学、英语、信息科技四门学科的 AI 教科书；同时韩国教育部计划每年扩大应用科目和年级，计划在 2028 年以前实现全面覆盖。海外经验或为中国 AI+教育场景落地提供参考方案。AI+教育一直是政策鼓励的方向。2022 年中教育部发布《义务教育课程方案和课程标准（2022 年版）》，将信息科技从综合实践活动课程中独立出来，设为独立科目。在课程设置方面围绕数据、算法、网络、信息处理、信息安全、人工智能六条逻辑主线，这对少儿机器人、编程等素质教育也有望带来长远利好。投资建议：AI+教育是高频迭代+个性化需求下的最佳落地场景，同时 AI 培训是 AI 浪潮下最直接受益的板块。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，支持政策频出，AI+教育落地场景确定性凸显，根据 AI 培训&教育信息化两大落地应用方向，推荐盛通股份，建议关注传智教育，佳发教育，世纪天鸿等。风险提示：产品研发落地不及预期，课程销售不及预期

（证券分析师：吴劲草）

## 推荐个股及其他点评

### 蔚来-SW (09866.HK): 2023 一季度业绩点评: Q1 营收同比+8%，新车放量可期

投资要点 公司公告：蔚来 2023Q1 营收为 106.77 亿元，同环比分别 +7.73%/-33.54%，其中车辆销售收入为 92.25 亿元，同环比分别 -0.21%/-37.50%。Q1 毛利率为 1.5%，同环比分别-13.10/-2.40pct；整车销售毛利率为 5.10%，同环比分别为-13.00/-1.70pct。最终蔚来 Q1 归属普通股净利润为-47.40 亿元（2022Q1 为-17.83 亿元，2022Q4 为-57.86 亿元）。截至 2023 年 3 月 31 日，公司现金及现金等价物、受限现金、短期投资及长期定期存款为 378 亿元（2022 年底为 455 亿元人民币）。车型换代期销量承压，展望后续新车密集上市交付有望贡献增量。1) 营收：营收环比下滑核心原因为 Q1 补贴退坡/市场竞争加剧/公司车型换代带来销量环比下滑。2023Q1 公司累计交付 3.1 万辆，同环比分别+20.46%/-22.50%。从销量结构来看 ET5 销量占比达 60.25%，环比提升明显，拉低平均单车收入至 29.72 万元，同环比分别-17.16%/-19.36%。公司预计 Q2 汽车交付量为 2.3-2.5 万辆，环比 -25.9%~-19.5%。2) 毛利率：车型换代&车型销量结构改变影响 2023Q1 毛利率水平。毛利率同环比下滑主要原因为车型结构变动+上一代 ES8/ES6/EC6 车型折扣增加。新车方面，2023 年 5 月蔚来推出全新 ES6 并开启交付，6 月 ET5 旅行版将全球同步上市，中国市场将率先交付；全新 ES8 也将于 6 月下旬开始交付，NT2 平台新车陆续上市交付贡献增量，改善销量结构。3) 费用率：整体保持在较高水平。23Q1 研发费用率 28.81%，同环比分别+11.03/+4.03pct，SG&A 费用率为 22.91%，同环比分别+2.58/+0.95pct，截至 3 月底蔚来累计布局 106 家蔚来中心+282 家蔚来空间，环比 2022Q4+7 家蔚来中心/-21 家蔚来空间；截至 3 月底蔚来累计布局 1339 座换电站，环比 2022Q4+24 座换电站，销售和补能网络持续布局完善。4) 以上综合因素影响下公司 2023Q1 经营亏损为 51.12 亿元，归属普通股股东净亏损为 47 亿元。



盈利预测与投资评级: 行业竞争加剧背景下, 我们下调公司 2023-2025 年业绩预测, 归属于普通股股东净利润为-150.24/-83.70/4.97 亿元(原为-123.44/-56.78/8.02 亿元)。鉴于公司核心技术全面布局, 圈层营销构筑壁垒, 2023 年新品周期强劲, 我们仍然维持“买入”评级。风险提示: 芯片/电池等供应链不稳定; 软件 OTA 升级政策加严等。

(证券分析师: 曾朵红 证券分析师: 黄细里 研究助理: 杨惠冰)

### 朗姿股份 (002612): 拟收购武汉五洲 90%+武汉韩辰 70%股权, 医美版图再扩张

**投资要点** 公司发布公告收购武汉五洲 90%与武汉韩辰 70%股权: 2023 年 6 月 9 日, 朗姿股份全资子公司北京朗姿医管分别与博辰八号、自然人卓淑英、平潭卓氏签署股权转让协议, 北京朗姿医管拟以现金收购博辰八号持有的武汉五洲整形外科医院 75%股权和武汉韩辰医疗美容医院 70%股权, 同时以现金方式收购卓淑英、平潭卓氏分别持有的武汉五洲 10%、5%股权。武汉五洲 100%股权评估价值 2.81 亿元, 收购标的股权评估总价值 2.53 亿元、转让价 2.53 亿元(以 23 年承诺业绩计算对应 PE 为 16 倍); 武汉韩辰 100%股权评估价值 1.01 亿元, 收购标的股权评估价值 7,086.1 万元、转让价 7,086.1 万元(以 23 年承诺业绩计算对应 PE 为 11 倍)。武汉五洲: 区域优质医美机构, 利润率改善下预计 23 年业绩大增。1)基本情况: 武汉五洲成立于 2017 年 1 月, 总营业面积达 8,339 平方米, 专业从事医疗美容服务, 设有微整科、整形外科、皮肤科、美容牙科等科室, 从事整形美容、皮肤美容、微整形美容、植发养发、口腔牙科等业务, 共有 19 间酒店标准装修病房、8 间手术室。2)业绩表现: 22 年/23Q1 营收分别为 1.81 亿元/5,926 万元、净利润分别为 356/549 万元、净利率分别为 2.0%/9.3%。公司预计 23 年武汉五洲营收 2.30 亿元/yoy+26.7%、净利润 1710 万元/yoy+380.8%。预计 24 年、25 年收入分别为 2.68 亿元、2.92 亿元。3)业绩承诺: 博辰八号承诺武汉五洲 23/24/25 年净利润分别不低于 1710/2147/2466 万元(对应 24/25 年分别同比 +25.6%/+14.9%), 由此计算 22-25 年武汉五洲净利率分别为 1.96%/7.44%/8.02%/8.43%。武汉韩辰: 区域优质医美机构, 预计 23 年利润率显著改善。1)基本情况: 武汉韩辰成立于 2015 年 11 月, 总营业面积达 4,800 平方米, 专业从事医疗美容服务, 设有微整科、整形外科、皮肤科等科室, 业务范围包括整形美容、皮肤美容、微整形美容, 共有 8 间酒店标准装修病房、6 间手术室。2)业绩表现: 22 年/23Q1 营收分别为 7,803/2,853 万元、净利润分别为 375/294 万元、净利率分别为 4.8%/10.3%。公司预计 23 年武汉韩辰营收 9,225 万元/yoy+18.2%、净利润 907 万元/yoy+141.9%。公司预计 24/25 年收入分别为 1.02/1.12 亿元。3)业绩承诺: 博辰八号承诺武汉韩辰 23/24/25 年净利润分别不低于 907/992/1113 万元(对应 24/25 年分别同比 +9.4%/+12.2%), 由此计算 22-25 年武汉韩辰净利率分别为 4.80%/9.83%/9.69%/9.90%。盈利预测与投资评级: 公司为国内高端女装及医美机构龙头, 21 年公司设立 6 支医美股权并购基金、规模 27.56 亿元、主要为上市公司医美业务在体外储备优质资源、时机成熟后注入上市公司。本次收购为继 22 年 9 月收购昆明韩辰后的又一成果, 有利于进一步扩大医美版图、发挥规模优势、改善医美业务财务状况, 本次收购的两个医美机构均已实现盈利、且预计 23 年业绩有望大幅增长, 并表后将增厚公司业绩。随终端消费场景放开, 公司原有医美和女装业务亦处逐步复苏过程中, 考虑收购暂未落地, 我们暂维持 23-25 年归母净利润 1.72/2.59/3.18 亿元的预测, 对应 PE 为 60/40/33X, 维持“增持”评级。风险提示: 疫情反复、医美安全事

故、医美监管政策变化超预期等。

(证券分析师: 李婕 证券分析师: 赵艺原)

### 比音勒芬(002832): 拟推出第四期员工持股计划, 促进员工利益共享

**投资要点** 公司于2023年6月10日公告《第四期员工持股计划(草案)》: 1) 参加对象: 包括公司董事(不含独董)、监事、高管以及公司(含子公司)其他核心员工, 共计不超过1,624人; 2) 筹集资金总额: 不超过2亿元; 3) 认购时间: 股东大会审议通过后6个月内, 员工持股计划通过二级市场购买; 4) 存续期: 24个月(自股东大会审议通过员工持股计划之日起计算); 5) 锁定期: 12个月(自公司公告员工持股计划完成股票购买之日起计算)。我们认为该员工持股计划有利于进一步促进管理层和员工的利益共享、提振管理层和员工积极性、更好促进公司业务长期持续健康发展。公司自2017年以来共做过四次员工持股计划, 体现一贯重视员工激励。在本次第四期员工持股计划之前, 公司2016年底上市后分别于2017年8月21日、2019年5月30日、2021年1月14日公布了前三期员工持股计划, 筹集金额分别为不超过5000万元、1亿元、1.5亿元, 参与对象均为公司董事(不含独董)、监事、高管以及公司(含子公司)其他核心员工, 分别不超过600名、900名、1320名员工。持续进行员工持股计划体现了公司对高管及员工激励机制的一贯重视, 随公司业务扩张, 员工持股计划的参与对象、筹资金额规模持续扩大。差异化定位、产品力、品牌力驱动公司保持持续领先行业的业绩增长。公司定位高尔夫运动基因的高端时尚运动休闲服饰, 面向具有一定资产积累的中高收入群体, 凭借优质的面料、裁剪、设计等工艺形成突出产品力, 并积累了大量高粘性会员消费者、品牌力持续加强。2011-2022年公司营收/归母净利润CAGR分别为22.7%/29.0%, 业绩波动较小、增速持续领先同行, 尤其在疫情对服装消费冲击较大的2022年, 公司仍实现了营收同比+6%、净利同比+17%的较好增长, 23Q1营收/净利分别同比+33%/+41%。主品牌仍有较大开店空间, 收购轻奢品牌有望打造第二成长曲线。1) 主品牌内生外延增长可期: 2013-2022年公司门店从520家增至1191家、CAGR约为9.6%(估算店效CAGR约为9.3%), 可见公司营收规模的增长来自外延开店及内生店效增长的共同贡献。据公司可转债募集说明书(20.6.11公告), 根据国内一二三四线城市经济水平进行初步测算, 预计国内市场具有1500-2000家主品牌门店市场容量, 可见主品牌仍有较大开店空间。2022年下半年主品牌将高尔夫系列单独开店(预计22年共65家)、有助强化高尔夫品牌基因及打开开店空间, 23年我们预计主品牌有望净增150家门店、其中高尔夫系列门店净增30家。2) 轻奢品牌有望形成第二成长曲线: 2023年4月4日公司公告收购国际知名奢侈品牌“CERRUTI 1881”和“KENT&CURWEN”的全球商标所有权, 有助推进公司产品多样化、国际化、高端化布局。该两个品牌在大中华区分别有46家、52家门店, 公司收购后有望将主品牌成功运营经验复制到这两个品牌、形成第二成长曲线。盈利预测与投资评级: 公司为国内高端时尚运动服饰龙头, 2011年以来业绩持续稳健较快增长、表现领先同行。本次公布第四期员工持股计划, 有助进一步促进员工共享经营成果、激励管理层和员工的积极性、促进公司业务长期持续健康发展。我们维持23-25年归母净利润9.45/11.8/14.4亿元的预测, 对应PE分别为20/16/13X, 维持“买入”评级。风险提示: 疫情反复、消费低迷。

(证券分析师: 李婕 证券分析师: 赵艺原)

## 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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(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,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)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>