

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2023-06-20

宏观策略

2023年06月20日

宏观周报 20230619: 5月财政: 紧跟经济步“乏”

5月多项经济数据都表明“疤痕效应”仍在, 财政数据同样不能“幸免”。而充当“经济晴雨表”的税收收入也反映了相似的问题: 消费税增速再次转负、企业所得税降幅走阔、地产相关税的走弱、出口货物退税仍为负增, 经济的多维度放缓这也为总量政策的推出做好铺垫。

晨会编辑 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

固收金工

固收点评 20230619: “资产荒”背景下, 商业银行二级资本债是否仍是优选?

尽管不同类型发行人现存二级资本债均具有较厚的利差下行空间, 但结合考虑前文所述的二级资本债三大特质, 即不赎回风险可控、流动性溢价适中且存在真实价格波动、票息优势, 叠加二级资本债总体较同等级同期限信用债各品种到期收益率更高、利差为正的表现, 我们认为国股大行及高评级城商行、农商行主体更具备关注价值, 建议搭配适度拉长久期策略捕捉宏观环境利率下行形势下的配置机会。

“金债捞”系列报告: 6月十大金债盘点——消费降级&出口

6月十大金债: 泰福转债、冠盛转债、合力转债、国泰转债、松霖转债、小熊转债、柳药转债、漱玉转债、水羊转债。

固收点评 20230618: 算力中心产业可转债标的知多少? ——转债捕手系列(六)

算力中心产业存续转债标的包括: 测绘转债、永鼎转债、烽火转债、环旭转债、科达转债、纵横转债、佳力转债、景20转债&景23转债、世运转债、福22转债、思特转债、飞凯转债、富瀚转债、奥飞转债、宙邦转债、亚康转债、天阳转债、银轮转债、立讯转债、润建转债、兴森转债; 算力中心产业拟发行可转债标的包括: 协鑫能科、神州数码、四会富仕、深信服、欧陆通。

固收周报 20230618: 降息后, 债市利率未来走势如何?

2023年6月13日以来, 央行开启了“OMO→SLF→MLF”的连续降息操作。6月13日, 央行宣布将公开市场操作7天逆回购利率下调10个基点至1.90%, 当日晚间央行继续降息, 隔夜、7天期、1个月常备借贷便利(SLF)利率均下调10个基点。6月15日, 央行开展2370亿元1年期中期借贷便利(MLF)操作, 将MLF利率下调10个基点至2.65%。6月13日降息至今, 债市走牛后止盈压力逐渐显现, 但6月15日MLF降息落地后, 债市反而出现一定程度的调整, 国债收益率小幅回升。6月7日, 央行行长易纲赴上海调研时, 重新强调“逆周期调节”。我们认为逆周期调节窗口已经打开, 后续稳增长政策的出台可能对债市产生扰动, 叠加跨半年资金面收紧, 止盈压力显现, 10年国债收益率在本月内或将呈现温和上升态势。短期内, 在稳增长政策预期下, 投资者止盈情绪抬升。而从长期来看, 经济基本面修复的内在动能不足, 债券收益率有望延续下行。6月15日, 国家统计局公布5月经济数据, 各项指标均低于

前值且不及市场预期：消费端得益于低基数效应和汽车、餐饮等消费需求的回升，5月社会消费品零售总额同比增长12.7%，但受到与地产相关消费的拖累，增长不及预期；生产端，受国内需求不足影响，工业生产有所放缓，5月规模以上工业增加值当月同比较前值下降2.1个百分点；投资端，地产行业的下行压力持续蔓延，拖累固定资产投资累计同比持续下滑至5月的4%。疲弱的数据表明修复经济的内在动能仍需进一步刺激和释放，本轮降息后MLF处于2.65%的点位，为货币政策进一步宽松留足空间，在国内低通胀环境及海外加息接近尾声的背景下，债券收益率有望延续下行。

固收点评 20230617：绿色债券周度数据跟踪（20230612-20230616）

本周（20230612-20230616）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券12只，合计发行规模约185.19亿元，较上周增加150.19亿元。发行年限均为5年及以下中短期；发行人性质为中央金融企业、地方国有企业和其他国有企业；主体评级以AAA和AA+级为主。发行人地域为北京市、福建省、广东省、广西壮族自治区、江苏省、江西省、上海市、天津市和浙江省。发行债券种类为超短期融资券、公司债、商业银行普通债、中期票据和资产支持票据。

固收点评 20230617：二级资本债周度数据跟踪（20230612-20230616）

本周（20230612-20230616）银行间市场及交易所市场共新发行二级资本债1只，发行规模为15.00亿元，较上周增加10.00亿元，发行年限为10Y，发行人性质为地方国有企业，发行人为银行，主体评级为AA+，发行人地域为湖北省。截至2023年6月16日，二级资本债存量余额达37,076亿元，较上周（20230609）减少135亿元。

行业

推荐个股及其他点评

理想汽车-W（02015.HK）：双能战略加速，持续重点推荐！

考虑公司L系列多款车型持续超预期放量，23Q4重磅发布首款纯电产品，我们上调理想汽车2023~2025年归母净利润，由31/88/196亿元上调为55/102/204亿元，对应PE分别为47/25/13倍。看好纯电+智能战略双重发力，对比行业龙头特斯拉PS，给予2023年5倍的目标PS，对应目标价255港币，当前股价134.8港币。维持理想汽车“买入”评级。

固生堂（02273.HK）：事件点评：武汉首家分院开院，外延扩张稳步推进

事件：6月18日，固生堂武汉分院正式开业，这是固生堂进驻湖北武汉的首家门店，标志着固生堂全国版图再下一城。截至2023年6月18日，固生堂已在全国开设54家线下中医诊疗机构，覆盖北京、上海、广州、深圳、杭州、福州等16座城市。高质量外延扩张稳步推进，逐步发展为基层中医龙头企业。2023年至今，公司新开设门店4家，2023年公司计划新进2-3个新城市，全年预计增加新店8-10家。固生堂将按照既定策略，实现从北上广深一线城市向新一线、二三线城市不断延伸覆盖，不断提升市场占有率。丰富的医生资源是固生堂规模扩张及品牌力提升的坚实基础，固生堂执业中医师超过29,000名，其中，执业出诊的国医大师达到8位，主任医师及副主任医师占比近4成，名医数量领跑民营中医医疗机构。短期业绩增速快，长期增长空间大。短期来看，2023

年 Q1 疫后业绩恢复快，Q2 季度仍有望保持快速增长；中长期来看：政策利好中医发展，中药饮片联采降幅符合预期，市场对固生堂政策端的担忧已落地。公司核心能力难以被复制赶超。门店复制能力强，市场空间广阔。新门店 0.5-1 年内可实现盈亏平衡，扩店节奏为每年 8-10 家，成熟门店净利率可达 25%+。截至 2022 年底，固生堂在北上广深的渗透率均不足 3%，有极大得提升空间。基于内生和外延，公司长期增长的持续性、确定性高。盈利预测与投资评级：公司业绩增长态势良好，我们维持预计 2023-2025 年经调整归母净利润为 2.70/3.51/4.50 亿元，对应当前市值的 PE 为 44/34/26X。维持“买入”评级。风险提示：核心医生人才流失的风险，并购整合风险，医保控费收紧风险等。

中国中铁（601390）：坚持高质量发展，第二曲线业务成长快速

当前公司估值水平处于历史中枢偏下位置，6月16日收盘价对应的PB-LF为0.742倍，对应PE-TTM为6.179倍，处于历史区间25%-50%分位之间。当前稳增长主线清晰，基建链条景气维持高位，房建及房地产开发景气筑底复苏，“一带一路”相关政治、经济政策落地将提振建筑公司海外业务成长预期，国企改革加速推进，看好公司估值持续修复机会。我们预计公司2023-2025年归母净利润分别354/401/451亿元，对应PE分别为5.5X/4.9X/4.3X，公司目前估值水平低于可比公司平均水平，首次覆盖给予“买入”评级。风险提示：基建投资增速不及预期的风险、“一带一路”提振海外业务不及预期、国企改革推进不及预期、新业务拓展不及预期的风险。

卫星化学（002648）：α-烯烃第一梯队，高端聚烯烃布局有望提速

卫星化学事件点评

华生科技（605180）：主业承压，新能源电容薄膜业务拓新增长点

公司为国内气密材料生产龙头，21年海外下游产品需求景气度较高，拉丝气垫材料需求高涨、业绩高增，22年受海外划水板、充气艇等需求回落及国内疫情影响，业绩承压较为严重。疫情放开后国内生产恢复，海外有望于下半年需求回暖，公司气密材料订单有望逐步修复。长期看，公司切入新能源电容薄膜高景气赛道，有望成为第二增长曲线。考虑22年业绩低于预期，我们将23-24年净利预测2.3/2.7亿下调至0.5/0.6亿、增加25年预测值0.7亿，对应23-25年PE为46/37/32X，下调至“中性”评级。

三夫户外（002780）：X-BIONIC未来高增可期，23Q1表现较好、全年有望扭亏为盈

公司深耕户外领域多年，着力建设产品+服务户外生态平台，近年来收入增速相对平稳、利润端压力较大，23年以来业绩有所回暖。公司持续聚焦X-BIONIC自有品牌研发，丰富滑雪、春夏等产品线，23年目标翻倍增长、长期目标占户外用品比例达50%；并扩充高端代理品牌，22年11月通过收购上海飞蛙、取得意大利高端休闲登山鞋品牌CRISPI中国区的独家代理权，包括110家户外渠道、26家商场渠道及9家线上渠道，产品系列涵盖高山滑雪、专业登山、经典户外等全线产品，并表增厚公司业绩、进一步丰富公司高端产品线。23月初董事长张恒定增不超过1.8亿元，主要用于补充流动资金及偿还银行贷款，彰显发展信心。考虑22年业绩低于预期、但23Q1恢复较好，我们上调23-24年净利预测由0.11/0.22亿元至0.19/0.37亿元、增加25年预测值0.55亿元，对应23-25年PE114/58/38X，估值较高，维持“中性”评级

宏观策略

宏观周报 20230619: 5月财政: 紧跟经济步“乏”

5月多项经济数据都表明“疤痕效应”仍在，财政数据同样不能“幸免”。而充当“经济晴雨表”的税收收入也反映了相似的问题：消费税增速再次转负、企业所得税降幅走阔、地产相关税的走弱、出口货物退税仍为负增，经济的多维度放缓这也为总量政策的推出做好铺垫。我们认为，今年财政的主线逐步明晰：一手抓民生、科技，一手稳基建投资。前者可能主要依靠一般公共预算内资金的调度和倾斜，后者则需要依赖更加广义的财政工具，例如政策性金融工具等。

一般公共预算收入：“光鲜”数据背后隐藏着疲软迹象。在低基数影响之下，5月一般公共预算收入同比增速录得32.7%，完成全年序时进度的45.9%。但经我们测算，扣除留抵退税因素后一般公共预算收入增速为-4.7%，为近10个月以来的最低值。其中，充当“经济晴雨表”的税收收入同比增速为41.9%（扣除留抵退税因素后为-4.4%），经济放缓再添力证。

一般公共预算支出：“加力”仍在续，“提效”在拐弯。在去年高基数的情况之下，5月一般公共预算支出同比增速为1.5%，完成年度预算的38.1%，依旧保持近4年以来的最快进度。但细项来看，5月不再延续之前支出端“卫生健康基建”的过渡：5月财政端的基建类支出同比下降10.7%，而民生类支出中的教育、就业支出却实现大幅正增长。

政府性基金收支：专项债仍在积极发力，但弱于去年同期。5月政府性基金收入规模略低于去年同期，地产低迷情况下地方政府土地出让收入仍未见好转，其同比增速录得-13.0%。而由于地方专项债仍处于历史同期较快进度，支持政府性基金支出保持刚性。不过5月专项债49.9%的累计发行进度慢于去年同期，后续财政端如何为基建发力值得关注。

上周高频数据显示，需求端景气分化，供给端佳讯传来。需求端基数压力下汽车零售趋缓，货运量仍不乐观，节假日前夕再迎“出行潮”，地产销售仍为二手房表现更佳，三线城市新房销售好于一二线。供给端建筑业生产仍不乐观，汽车业和纺服业生产再度变缓，但工业品价格受政策落地普涨。

风险提示：出口不及预期；疫情二次冲击风险；政策不及预期；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

固收点评 20230619: “资产荒”背景下，商业银行二级资本债是否仍是优选？

事件 自永煤事件以来，机构风险偏好下降，债市避险情绪主导，安全性较优的商业银行二级资本债吸引债市关注。2023年以来，由于“理财赎回潮”的冲击影响消退，叠加流动性持续宽松的宏观环境，机构“资产荒”的局面再次形成，二级资本债利差持续压缩，截至2023年5月末，各等级各期限品种的信用利差均由年初90%左右历史分位数下降至75%分位数以下，其中1Y/AA下降幅度最大，已低至27%的历史分位数。

观点 二级资本债优势之一：商业银行发行人受银行业经营“三性原则”约束，其整体信用风险较其余信用债发行主体良好，叠加二级资本债发行目的为补充资本，不赎回对发行人信用资质影响较大，故商业银行二级资本债整体风险可控。1) 现行《中华人民共和国商业银行法》中规定，商业银行以安全性、流动性、效益

性为经营原则，实行自主经营,自担风险,自负盈亏,自我约束。该“三性原则”作为商业银行经营管理准则，确立了银行系作为我国基础而又特殊的金融机构应当担负的平衡自身收益、社会效益和宏观风险的关键职能，约束其在严密监管下维持良好的信用风险，故资质水平整体优于偏市场化的其余信用债发行主体。2) 商业银行二级资本债是作为补充二级资本以满足资本充足率监管要求的工具，期限一般为5+5年，具有第一个5年可提前赎回的特殊条款。由于未赎回的二级资本债资本补充效率逐年走低，故行使赎回权是商业银行的主流操作。截至2023年5月31日，历史上共54只二级资本债未提前赎回，其发债主体均为城农商行，主要分布于山东、辽宁、安徽等地，主体评级多处于AA及以下，债项评级多处于A+及以下，表明商业银行二级资本债不赎回风险多发于弱资质主体，或可从主体评级、所属地区有所预判。2023年1-5月期间，共4只二级资本债出现未提前赎回情况，发行人以AA及以下农商行为主；同期，共58只其他信用债出现违约情况，其中AAA、AA+、AA信用债分别为40、11、7只，表明二级资本债不赎回风险发生概率小于其他信用债违约风险发生概率。3) 商业银行二级资本债的发行目的系用以补充银行二级资本，不赎回二级资本债或提示商业银行存在经营能力弱、再融资压力大、资本充足率不足或临界等问题，对发行人具有较大的负面影响，故商业银行通常选择行使赎回权并发新债滚续的操作并尽力避免发生不赎回，换言之，二级资本债的发行目的及赎回条款为这一品种提供风险可控的重要优势。二级资本债优势之二：品种成交活跃，流动性表现优异，由交易驱动真实价格变化而非仅有估值波动，有利于挤压收益“水分”。2023年1-5月期间，二级资本债交易活跃度明显高于其他信用债品种，交投情绪高涨。1) 成交量方面，二级资本债1-5月各月总成交量均不低于4000亿元并呈现先升后落趋势，Q2活跃度小幅回落或系收益率下行所致；二级资本债1-5月各月个券平均成交量均不低于10亿元，显著高于其他信用债品种。2) 换手率方面，二级资本债1-3月月换手率较高，其中1-2月月换手率分别为9.67%及10.95%，高于信用债的7.55%及9.73%，3月二级资本债月换手率为11.23%，略低于信用债11.54%的月换手率；4月二级资本债流动性有所回落，月换手率7.7%低于同期信用债10%的月换手率；5月二级资本债流动性小幅反弹，月换手率升至8.99%，高于同期信用债8.15%的月换手率，可见二级资本债流动性表现与成交量较为一致，总体优于其他信用债品种。3) 分银行类型来看，2023年5月期间数据显示，国有大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、农村商业银行的个券平均月成交量分别为39.53亿元、39.34亿元、5.65亿元及0.87亿元，平均月换手率分别为11.60%、14.57%、12.46%及4.77%，表明国有大型商业银行和股份制商业银行系二级资本债流动性提升主力，安全性较高，真实价格波动为其二级资本债交易优势加持。二级资本债优势之三：票息相对其他信用债品种较高，宏观流动性宽松背景下收益风险性价比占优：1) 截至2023年5月31日的存续债券中，5Y/AAA二级资本债和信用债的票面利率分别为4.71%和3.95%，5Y/AA+二者票面利率分别为4.91%和4.66%，5Y/AA二者分别为5.50%和4.62%，1Y/AA+二者分别为4.80%和4.72%，反观1Y/AA二级资本债和信用债的票面利率分别为5%和5.54%，3Y/AA二者票面利率分别为5%和5.59%，表明二级资本债票面利率总体优于同等级同期信用债短融及中票，且该票息优势在高评级及长久期两个维度下更为显著，短久期、低评级二级资本债品种票息优势一般或不足，或系二级资本债的发行主体商业银行信用风险相对较低故而风险补偿

溢价较少所致，而同等级下信用风险相对稍高的信用债发行主体的风险溢价补偿往往更高。2) 结合二级资本债发行人银行类型来看，截至 2023 年 5 月 31 日的存续债券中，农商行 1Y 及 5Y 品种、城商行 1Y 及 5Y 品种的票面利率较高，分别为 6.16%、5.67%、5.63%、5.56%，鉴于高评级二级资本债票息优势更明显，因此建议优选高评级城商行及农商行个券作为二级资本债票息策略可选标的以增厚组合 alpha 收益，警惕资质较弱、票息补偿一般的中低评级城商行、农商行主体所发行的二级资本债。二级资本债相较于其他信用债品种收益率较高：1) 从历史表现纵向来看，2018 年 12 月 17 日-2023 年 5 月 31 日期间，1Y、3Y、5Y 的 AAA-级二级资本债收益率绝大部分时间高于同期限 AAA 级短融中票和城投债，其中 1Y 二级资本债较同期限 AAA 级短融中票、城投债分别平均高约 16.68BP、13.42BP，3Y 二级资本债分别平均高约 21.11BP、18.19BP，5Y 二级资本债分别平均高约 23.02BP、18.71BP。2) 从截面表现横向来看，截至 2023 年 5 月 31 日，1Y、3Y、5Y 的 AAA-级二级资本债收益率分别为 2.56%、3.04%、3.29%，分别高于同期限 AAA 级短融及中票 4.74BP、3.63BP、7.24BP，高于同期限 AAA 级城投债 1.97BP、15.5BP、17.54BP；1Y、3Y、5Y 的 AA+级二级资本债收益率分别为 2.61%、3.10%、3.35%，分别高于同等级同期限短融及中票 4.09BP、2.11BP、5.36BP，分别高于同等级同期限城投债-0.28BP、3.05BP、4.68BP；1Y、3Y、5Y 的 AA 级二级资本债收益率分别为 2.66%、3.37%、3.76%，分别高于同等级同期限短融及中票 1.48BP、-9.87BP、2.33BP，分别高于同等级同期限城投债-7.89BP、3.57BP、6.15BP。3) 结合二级资本债与信用债品种之间的利差来看，或由于赎回条款的存在，同期限同评级下二级资本债较普通信用债品种可提供正利差，即二级资本债给予投资者额外的收益补偿，其中 3Y/AAA-、5Y/AAA-及 5Y/AA+的二级资本债较信用债利差较大，故建议择券策略以关注高评级中长久期二级资本债品种为主。二级资本债各品种信用利差近期持续压缩，推荐针对国股大行及高评级城商行、农商行二级资本债品种适度拉长久期，进一步挖掘利差下行空间：1) 截至 2023 年 5 月 31 日，1Y、3Y、5Y 各评级二级资本债信用利差均较 3 月末有所收窄，其中短久期品种利差压缩幅度相对较大，当前处于中等偏低位置，而其余中长久期品种则具备较为充裕的利差下行空间，3Y/AAA-、3Y/AA+品种的信用利差历史分位数位于 70%以上，3Y/AA、5Y 各品种信用利差则处于 60%左右历史分位数水平。2) 分发行人银行类型来看，在当前机构风险偏好较低的情况下，截至 2023 年 5 月 31 日，国有大型银行和股份制商业银行二级资本债信用利差分别为 32.12BP 和 31.67BP，利差水平接近，分别处于历史 81%和 69%分位，而城商行和农商行二级资本债信用利差下行幅度略小于国股大行，目前利差水平分别为 166.67BP 和 338.72BP，分别处于历史 80%和 85%分位，商业银行信用资质差异或系引起二级资本债利差分化显著的主要原因。3) 综上所述，尽管不同类型发行人现存二级资本债均具有较厚的利差下行空间，但结合考虑前文所述的二级资本债三大特质，即不赎回风险可控、流动性溢价适中且存在真实价格波动、票息优势，叠加二级资本债总体较同等级同期限信用债各品种到期收益率更高、利差为正的表現，我们认为国股大行及高评级城商行、农商行主体更具备关注价值，建议搭配适度拉长久期策略捕捉宏观环境利率下行形势下的配置机会。风险提示：信息更新延迟；监管政策超预期；债券市场超预期波动。

(证券分析师：李勇 研究助理：徐津晶)

“金债捞”系列报告：6 月十大金债盘点——消费降级&出口

当前可转债市场处于“资金面缺位+局部信用风险积聚”的状态，转债市场内部结构分化，不同平价和评级的标的溢价率走向分化；存量博弈特征明显、板块轮动加速。供给端方面，可转债发行/上市节奏放缓，获得证监会核准标的较往年少。同时伴有若干热门标的强赎退出，如万兴转债，市场寻“优质标的”的难度增大，配置热情减弱。在此背景下，我们把握“消费下沉”、“‘新’海外贡献增量动能，‘旧’海外边际筑底”、“人民币贬值利好需求在外行业”三条主线逻辑，同时通过观察日本在 90 年代消费降级期间的行业表现选择行业，最终确定 6 月十大金债选择逻辑：出口+双低+消费降级，旨在以稳健姿态穿越经济下行周期、博取“较安全的收益”。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 证券分析师：徐沐阳 研究助理：徐津晶）

固收点评 20230618：算力中心产业可转债标的知多少？——转债捕手系列（六）

观点 本篇作为转债捕手系列报告（六），旨在捕捉市场热点、帮助投资者速览相关概念及其标的。 热点事件：2023 年 5 月 30 日，北京市人民政府发布《北京市加快建设具有全球影响力的人工智能创新策源地实施方案（2023-2025 年）》和《北京市促进通用人工智能创新发展的若干措施》。 算力中心产业存续转债标的包括：测绘转债、永鼎转债、烽火转债、环旭转债、科达转债、纵横转债、佳力转债、景 20 转债&景 23 转债、世运转债、福 22 转债、思特转债、飞凯转债、富瀚转债、奥飞转债、宙邦转债、亚康转债、天阳转债、银轮转债、立讯转债、润建转债、兴森转债 算力中心产业拟发行可转债标的包括：协鑫能科、神州数码、四会富仕、深信服、欧陆通 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，政策利好信号不及预期风险。

（证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭）

固收周报 20230618：降息后，债市利率未来走势如何？

观点 债市在降息推动下走牛，何时将面临回调压力？伴随着止盈情绪发酵，债券利率未来走势如何？2023 年 6 月 13 日以来，央行开启了“OMO→SLF→MLF”的连续降息操作。6 月 13 日，央行宣布将公开市场操作 7 天逆回购利率下调 10 个基点至 1.90%，当日晚间央行继续降息，隔夜、7 天期、1 个月常备借贷便利（SLF）利率均下调 10 个基点。6 月 15 日，央行开展 2370 亿元 1 年期中期借贷便利（MLF）操作，将 MLF 利率下调 10 个基点至 2.65%。6 月 13 日降息至今，债市走牛后止盈压力逐渐显现，但 6 月 15 日 MLF 降息落地后，债市反而出现一定程度的调整，国债收益率小幅回升。6 月 7 日，央行行长易纲赴上海调研时，重新强调“逆周期调节”。我们认为逆周期调节窗口已经打开，后续稳增长政策的出台可能对债市产生扰动，叠加跨半年资金面收紧，止盈压力显现，10 年国债收益率在本月内或将呈现温和上升态势。短期内，在稳增长政策预期下，投资者止盈情绪抬升。而从长期来看，经济基本面修复的内在动能不足，债券收益率有望延续下行。6 月 15 日，国家统计局公布 5 月经济数据，各项指标均低于前值且不及市场预期：消费端得益于低基数效应和汽车、餐饮等消费需求的回升，5 月社会消费品零售总额同比增长 12.7%，但受到与地产相关消费的拖累，增长不及预期；生产端，受国内需求不足影响，工业生产有所放缓，5 月规模以上工业增加值当月同比较前值下降 2.1 个百分点；投资端，地产行业的下行压力持续蔓延，拖累固定资产投

资产累计同比持续下滑至 5 月的 4%。疲弱的数据表明修复经济的内在动能仍需进一步刺激和释放，本轮降息后 MLF 处于 2.65% 的点位，为货币政策进一步宽松留足空间，在国内低通胀环境及海外加息接近尾声的背景下，债券收益率有望延续下行。美国 6 月如期暂停加息，美债收益率未来预计如何波动？过去两周，不同期限美债收益率出现分化，10Y-2Y 美债期限利差扩大，2Y 美债收益率上升 24BP 至 4.7%，10Y 美债收益率仅上升 8BP 至 3.77%。我们认为主要有以下两点原因：

(1) 美联储官员持续“放鹰”，市场加息预期升高。美东时间 6 月 14 日，美联储 FOMC 会后宣布，利率维持在 5.0% 至 5.25% 不变。截至 6 月 17 日，芝商所 Fedwatch 显示，市场预计 7 月加息概率为 74.4%。市场加息预期升高推动美债收益率上行。(2) 美国债务上限暂停，政府大量发行短债。据美财政部 5 月再融资会议，为补充 TGA 账户资金和日常赤字开支，今年二季度和第三季度的美债净供给将增加约 1.46 万亿美元。往后看，我们仍旧认为美联储终止加息或已到来，并会维持当前限制性利率一段时间；10Y 美债收益率中期或将在 3.2%-3.6% 区间内窄幅震荡，主要原因包括但不限于：(1) 通胀虽仍高于目标水平，但下行趋势不变。本周公布的 CPI 数据显示，5 月 CPI 同比上升 4%，连续第 11 次下降，为 2021 年 3 月以来最小同比涨幅；核心 CPI 同比上升 5.3%，创 2021 年 11 月以来最低。核心 CPI 的主要贡献项仍为二手车和租金，由于租金及自有住房的等价租金同比变化滞后于 CS 房价同比变化 18 个月左右，当前租金仍在高位，粘性仍将持续一段时间，因此我们认为美联储将会维持当前限制性利率一段时间。(2) FOMC 会议“放鹰”更多是向市场传递信号，引导市场预期。虽然点阵图显示美联储将继续加息，但其却上调了今年美国经济的增速。5 月美国制造业 PPI 同比 1.1%，已连续 11 个月下滑，为 2020 年 12 月以来新低；若是继续加息美国经济衰退风险将会越来越大。因此我们认为美联储下半年加息概率或较小，其上调核心 PCE 预期或是希望实现经济软着陆，因而本次会议“放鹰”更多是为了给市场一个继续加息的预期。风险提示：变种病毒超预期传播、宏观经济增速不及预期、全球“再通胀”超预期、地缘风险超预期。

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

固收点评 20230617: 绿色债券周度数据跟踪 (20230612-20230616)

观点 一级市场发行情况: 本周 (20230612-20230616) 银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 12 只, 合计发行规模约 185.19 亿元, 较上周增加 150.19 亿元。发行年限均为 5 年及以下中短期; 发行人性质为中央金融企业、地方国有企业和国有企业; 主体评级以 AAA 和 AA+ 级为主。发行人地域为北京市、福建省、广东省、广西壮族自治区、江苏省、江西省、上海市、天津市和浙江省。发行债券种类为超短期融资券、公司债、商业银行普通债、中期票据和资产支持票据。
二级市场成交情况: 本周 (20230612-20230616) 绿色债券周成交额合计 599 亿元, 较上周减少 179 亿元。分债券种类来看, 成交量前三为金融机构债、非金公司信用债和利率债, 分别为 282 亿元、218 亿元和 72 亿元。分发行期限来看, 3Y 以下绿色债券成交量最高, 占比约 84.75%, 市场热度持续。分发行主体行业来看, 成交量前三的行业为金融、公用事业和交运设备, 分别为 334 亿元、81 亿元和 16 亿元。分发行主体地域来看, 成交量前三为北京市、福建省和湖北省, 分别为 156 亿元、134 亿元和 55 亿元。估值偏离% 前三十位个券情况: 本周 (20230612-20230616) 绿色债券周成交均价估值偏离幅度不大, 折价成交幅度和比例均低于溢价成交。折价个券方

面,折价率前三的个券为 19 萍昌盛债(-0.70%)、G 三峡 EB1(-0.34%)和 G17 龙湖 2 (-0.29%),其余折价率均在-0.25%以内,主体行业以金融和公用事业为主,中债隐含评级以 AA+评级为主,地域分布以北京市和湖北省居多。溢价个券方面,溢价率前三的个券为 21 景城投绿色债 01 (1.50%)、22 桂林银行绿色债 01 (0.92%)和 21 华电股 GN001 (0.75%),其余溢价率均在 0.7%以内。主体行业以金融和建筑为主,中债隐含评级以 AAA-评级为主,地域分布以北京市和福建省居多。风险提示:Choice 信息更新延迟;数据披露不全。

(证券分析师:李勇 研究助理:徐津晶)

固收点评 20230617: 二级资本债周度数据跟踪 (20230612-20230616)

观点 一级市场发行与存量情况: 本周(20230612-20230616)银行间市场及交易所市场共新发行二级资本债 1 只,发行规模为 15.00 亿元,较上周增加 10.00 亿元,发行年限为 10Y,发行人性质为地方国有企业,发行人为银行,主体评级为 AA+,发行人地域为湖北省。截至 2023 年 6 月 16 日,二级资本债存量余额达 37,076 亿元,较上周(20230609)减少 135 亿元。二级市场成交情况: 本周(20230612-20230616)二级资本债周成交量合计约 1459 亿元,较上周增加 211 亿元,成交量前三个券分别为 23 中行二级资本债 01A (74.32 亿元)、23 浙商银行二级资本债 01 (73.21 亿元)和 23 进出口行二级资本债 01 (64.08 亿元)。分发行主体地域来看,成交量前三为北京市、上海市和浙江省,分别约为 1018 亿元、135 亿元和 120 亿元。从到期收益率角度来看,截至 6 月 16 日,5Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为: 3.19 BP、2.23 BP、6.23 BP; 7Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为: -0.70 BP、0.04 BP、4.04 BP; 10Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为: -0.39 BP、-0.39 BP、3.61 BP。估值偏离%前三十位个券情况: 本周(20230612-20230616)二级资本债周成交均价估值偏离幅度整体不大,折价成交比例及幅度均小于溢价成交。折价个券方面,折价率前二的个券为 19 乐山银行二级 01 (-0.83%)和 20 秦皇岛银行二级 01 (-0.81%),其余折价率均在-0.6%以内。中债隐含评级以 AAA-评级为主,地域分布以北京市、安徽省和天津市居多。溢价个券方面,溢价率前二的个券为 23 汉口银行二级资本债 01 (1.38%)和 20 嘉兴银行二级(0.69%),其余溢价率均在 0.64%以内。中债隐含评级以 AAA-评级为主,地域分布以北京市、上海市和浙江省居多。风险提示:Choice、Wind 信息更新延迟;数据披露不全。

(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

理想汽车-W (02015.HK): 双能战略加速,持续重点推荐!

投资要点 事件要点: 2023 年 6 月 17 日理想汽车举办首届家庭科技日发布会,发布多项核心技术,主要涵盖高压纯电+智能座舱(空间)+智能驾驶三大维度,聚焦超充+AI+智驾方向齐发力,双能战略加速。超级快充+AI 智能空间+城市/通勤 NOA 三大技术发布,加速迈进智能电动新时代: 1) 超充技术聚焦解决“充电速度慢+长途充电难”问题。理想采用麒麟电池技术,在 800V 平台下搭配 5C 电池技术,可以做到

充电 9 分 30 秒，续航 400 公里，比 2C 电池时间缩短 50%；充电网络方面，理想预计年底建成 300+ 城市超充站，2025 年超过 3000 个；并且通过自动充电机器人辅助，提供相比加油更好的补能体验。2) 自研 Mind GPT 加持，智能空间拟人化。理想全栈自研舱内视觉感知/多模态人声分离/语音感知等技术，视听融合，提升多模态感知能力；并且自研认知大模型 Mind GPT，采用 1.3 万亿个 token 进行基座模型训练，提供准确有逻辑的对话，并持续自学习优化迭代。3) 城市/通勤 NOA：提供不依赖高精度地图的城市 NOA。公司采用使用 NPN 特征和 BEV 大模型，做到不依赖高精地图，识别道路信息；使用模仿学习让规控算法做出更加拟人的决策；并以全自动、全闭环的训练平台支撑大模型持续进化；此外理想还全新推出通勤 NOA 技术，用户自主设定路线、自学 NPN 特征，学成之后就可以在上下班路线上使用 NOA 功能，大幅降低通勤疲劳。公司预计，城市 NOA 内测将于本月在北京和上海开启，下半年将开放通勤 NOA 功能，以及更多的城市 NOA 区域，快速推动普及。理想 MEGA 年底发布，纯电旗舰产品率先上市完善新能源产品布局；理想汽车首款纯电旗舰车型 MEGA 将于今年年底发布，公司目标是该车将成为 50 万以上所有乘用车的销量第一，不分能源形式/车身形式。纯电新品推出将完善公司新能源汽车产品线布局，L 系列增程产品线搭配 2024~2025 年集中推出的纯电产品线，依托 800V 高压+5C 电池+Mind GPT+场景 NOA 等核心技术，助力整体销量/市占率不断提升。盈利预测与投资评级：考虑公司 L 系列多款车持续超预期放量，23Q4 重磅发布首款纯电产品，我们上调理想汽车 2023~2025 年归母净利润，由 31/88/196 亿元上调为 55/102/204 亿元，对应 PE 分别为 47/25/13 倍。看好纯电+智能战略双重发力，对比行业龙头特斯拉 PS，给予 2023 年 5 倍的目标 PS，对应目标价 255 港币，当前股价 134.8 港币。维持理想汽车“买入”评级。风险提示：新能源汽车行业发展增速低于预期；软件 OTA 升级政策加严；新平台车型推进不及预期。

(证券分析师：曾朵红 证券分析师：黄细里 研究助理：杨惠冰)

固生堂 (02273.HK)：事件点评：武汉首家分院开院，外延扩张稳步推进

投资要点 事件：6 月 18 日，固生堂武汉分院正式开业，这是固生堂进驻湖北武汉的首家门店，标志着固生堂全国版图再下一城。截至 2023 年 6 月 18 日，固生堂已在全国开设 54 家线下中医诊疗机构，覆盖北京、上海、广州、深圳、杭州、福州等 16 座城市。高质量外延扩张稳步推进，逐步发展为基层中医龙头企业。2023 年至今，公司新开设门店 4 家，2023 年公司计划新进 2-3 个新城市，全年预计增加新店 8-10 家。固生堂将按照既定策略，实现从北上广深一线城市向新一线、二三线城市不断延伸覆盖，不断提升市场占有率。丰富的医生资源是固生堂规模扩张及品牌力提升的坚实基础，固生堂执业中医师超过 29,000 名，其中，执业出诊的国医大师达到 8 位，主任医师及副主任医师占比近 4 成，名医数量领跑民营中医医疗机构。短期业绩增速快，长期增长空间大。短期来看，2023 年 Q1 疫后业绩恢复快，Q2 季度仍有望保持快速增长；中长期来看：政策利好中医发展，中药饮片联采降幅符合预期，市场对固生堂政策端的担忧已落地。公司核心能力难以被复制赶超。门店复制能力强，市场空间广阔。新门店 0.5-1 年内可实现盈亏平衡，扩店节奏为每年 8-10 家，成熟门店净利率可达 25%+。截至 2022 年底，固生堂在北上广深的渗透率均不足 3%，有极大得提升空间。基于内生和外延，公司长期增长的持续性、确定

性高。盈利预测与投资评级：公司业绩增长态势良好，我们维持预计 2023-2025 年经调整归母净利润为 2.70/3.51/4.50 亿元，对应当前市值的 PE 为 44/34/26X。维持“买入”评级。风险提示：核心医生人才流失的风险，并购整合风险，医保控费收紧风险等。

（证券分析师：朱国广 证券分析师：冉胜男）

中国中铁（601390）：坚持高质量发展，第二曲线业务成长快速

投资要点 公司是交通基建领先龙头，是集勘察设计、施工安装、工业制造、房地产开发、资源矿产、金融投资和其他业务于一体的特大型企业集团。近年来公司营收规模稳步扩张，2017-2022 年中国中铁营收年均复合增速 10.73%，归母净利润年均复合增速 14.25%。公司 2022 年实现新签合同额 30,323.9 亿元，同比增长 11.1%，再创历史新高。公司坚持高质量发展，ROE 水平高于行业平均，在八大央企中位列第二。深化公司战略转型，加大业务结构调整力度。基础设施建设：铁路公路稳步发展，第二曲线业务快速增长。1-5 月广义/狭义基建保持+10.1%/+7.5%的高增长，预计基建为今年经济增长的重要抓手。从中国中铁的各项业务情况来看，（1）铁路及公路：中铁在铁路、公路等基础设施工程建设方面行业领先，铁路及公路收入规模稳健增长，毛利率水平逐步提升，铁路从 2019 年 3.00%提升到 2022 年 3.54%，公路从 2017 年 7.09%提升到 2022 年 12.10%。（2）市政及其他：公司加大业务结构转型，近年来市政及其他业务新签订单占比逐步提升，从 2016 年占比 47.88%提升到 2022 年的 59.42%。（3）第二曲线业务：公司积极开拓城市更新、水利水电、水务环保、清洁能源等“第二曲线”市场，布局转型升级新赛道，培育新兴业务板块增量。2022 年公司“第二曲线”业务全年新签合同额同比增长 81.18%。其他业务：矿产资源储备丰富，稳增长政策发力有色金属需求有望增加。2022 年公司其他业务板块实现营收 729.12 亿元，同比增长 25.38%。其中，毛利率较高的矿产资源业务量价齐升，2022 年铜金属产量 30.29 万吨，同比增长 25%。随着国内经济恢复，扩大内需、稳定房地产等系列稳增长政策发力，新旧消费动能转换，新领域的高速发展加大对铜、钴、钼、锂等有色金属需求，为有色金属价格提供稳定支撑。共建“一带一路”加速推进，公司海外经营有望复苏。中国中铁充分发挥自身全产业链优势，深度参与“一带一路”建设；通过推动海外经营体制改革，构建“一体两翼 N 驱”海外发展新阵型、“大区+国别+项目”海外经营管理新体系，加快了国际化发展步伐。公司境外新签合同规模从 2017 年的 905 亿元提升到 2022 年的 1838 亿元，年均复合增速达到 15.23%，2022 年公司境外业务营收占比达到 5.06%，预计未来仍将进一步提升。盈利预测与投资评级：当前公司估值水平处于历史中枢偏下位置，6 月 16 日收盘价对应的 PB-LF 为 0.742 倍，对应 PE-TTM 为 6.179 倍，处于历史区间 25%-50%分位之间。当前稳增长主线清晰，基建链条景气维持高位，房建及房地产开发景气筑底复苏，“一带一路”相关政治、经济政策落地将提振建筑公司海外业务成长预期，国企改革加速推进，看好公司估值持续修复机会。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别 354/401/451 亿元，对应 PE 分别为 5.5X/4.9X/4.3X，公司目前估值水平低于可比公司平均水平，首次覆盖给予“买入”评级。风险提示：基建投资增速不及预期的风险、“一带一路”提振海外业务不及预期、国企改革推进不及预期、新业务拓展不及预期的风险。

（证券分析师：黄诗涛 证券分析师：房大磊 证券分析师：石峰源 证券分析师：任婕）

卫星化学（002648）：α-烯烃第一梯队，高端聚烯烃布局有望提速

投资要点 事件：2023年6月18日，公司公告拟在连云港徐圩新区投资257亿元建设 α -烯烃综合利用高端新材料产业园项目，建设内容主要包括250万吨/年 α -烯烃轻烃配套原料装置，以及下游的5*10万吨/年 α -烯烃装置、3*20万吨/年POE装置、2*50万吨/年茂金属聚乙烯装置、2*40万吨/年PVC综合利用装置、1.5万吨/年聚 α -烯烃装置、5万吨/年起高分子量聚乙烯装置等高端新材料产品线。依托 α -烯烃技术突破，全面进军高端聚烯烃领域：1)公司是国内 α -烯烃领域的第一梯队，目前公司自主研发的1000吨 α -烯烃中试装置已经全面投产运行，催化剂、产品收率和质量都已达到预期目标，10万吨级的 α -烯烃和POE工业化装置将于23年下半年开工建设，预计于24年底建成；2)此次高端新材料产业园项目的建设，是公司依托轻烃原料优势和 α -烯烃技术突破，进一步向下游mPE、POE、PAO、UHMWPE等高端聚烯烃材料延伸的重要举措。目前我国高端聚烯烃年消费量超过1200万吨，下游光伏、汽车、电子等领域需求井喷式增长，但供应端仍高度依赖进口，其中POE、EAA等产品尚未实现产业化突破，mPE、PAO等产品进口依存度接近90%，公司通过布局 α -烯烃一体化基地，有望成为国内领先的高端聚烯烃产品供应商。乙烷、丙烷价格回落，C2/C3盈利持续改善：1)乙烷重回低价时代，乙烷裂解装置盈利可观。随着欧洲能源危机结束，乙烷价格趋势性回落，其中22Q4/23Q1/23Q2（截至发布日，下同）美国MB乙烷均价分别为289/184/152美元/吨，考虑到采购周期的存在，公司Q2乙烷实际成本环比仍有明显降低，以当前的价格体系测算，乙烷裂解装置的单吨盈利超过千元。向后看，美国天然气产量高增带动乙烷供应增长，而需求端同时面临内需不足+出口受限，乙烷价格有望长期维持低位；2)丙烷价格高位回落，PDH装置扭亏为盈。受天然气跌价和季节性因素影响，2月以来丙烷价格大幅回落，其中23Q1/23Q2丙烷均价分别为693/546美元/吨，而6月最新价已降至500美元/吨以下，对应的丙烷/布伦特比价也来到近十年低位。随着丙烷价格的大幅回落，PDH装置成本压力缓解，根据我们测算，从3月下旬开始，PDH装置已基本实现扭亏、并进入微利状态。盈利预测与投资评级：新材料产能有序投放，C2/C3景气持续回升，我们维持公司2023-2025年归母净利润44、62和75亿元，按2023年6月16日收盘价计算，对应PE分别11.3、8.1和6.7倍。公司依托低价轻烃原料，全面进军高端聚烯烃领域， α 属性强化，维持“买入”评级。风险提示：项目审批不及预期，需求复苏迟缓，原材料价格大幅上涨

（证券分析师：陈淑娴 证券分析师：曾朵红 证

券分析师：陈李 证券分析师：郭晶晶 证券分析师：陈瑶）

华生科技（605180）：主业承压，新能源电容薄膜业务拓新增长点

投资要点 海外划水板等终端需求回落，22年&23Q1业绩承压。华生科技是国内最早研发并量产拉丝气垫材料的企业，主要产品包括气密材料和柔性材料，22年收入占比分别为64%/32%，前者包含拉丝气垫材料和充气游艇材料，主要面向国内划水板、充气艇、体操垫等休闲运动产品厂家，间接出口欧美国家；后者包含篷盖材料和灯箱广告材料，主要销往欧美东南亚等地，应用于卡车、帐篷篷布等领域。从业绩上看，16-20年收入CAGR24.09%、呈稳定增长趋势；21年受益于海外放开需求高涨+供给端产能扩张，业绩高增；22年以来因海外需求回落+国内疫情影响生产，导致整体业绩下滑，22年营收2.77亿元/yoy-56.93%、归母净利润0.59亿元/yoy-67.31%，23Q1营收0.57亿元/yoy-28.98%、归母净利润0.09亿元/yoy-56.00%，海外需求未明显回暖、叠加下游品牌处去库周期，公司业绩仍较为承压。气密材料、

境内地区收入下滑较为严重，终端产品为帐篷篷布的柔性材料相对韧性较强。从 22 年收入拆分看，1) 分产品，气密材料/柔性材料/其他收入分别同比-67.58%/-3.17%/419.85%、占比 63.8%/31.6%/3.7%，气密材料主要面向国内划水板、充气艇、体操垫等休闲运动产品厂家，因终端需求回落+疫情影响国内工厂生产，高基数下收入下滑较大，柔性材料由于帐篷等露营产品受外需回落影响较小表现优于整体。2) 分地区，22 年境内/境外收入分别同比-64.03%/-8.79%、占比 72.1%/26.8%，境内下滑幅度较大主因疫情致部分客户停工停产对公司销售产生影响。毛利率回落较大，盈利能力承压。从盈利能力看，1) 毛利率：16-21 年稳定于 40% 左右，22 年同比-11.03pct 至 28.36%，主因气密材料毛利率下跌-10.39pct 所致。23Q1 毛利率同比-7.53pct 至 25.84%、环比-0.06pct、仍未出现向上拐点。2) 期间费用率：16-21 年位于 6%-13% 区间，22 年同比-1.42pct 至 4.12%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.56/+2.47/+1.29/-5.75pct，财务费用率下降较多主要系人民币贬值带来汇兑收益。23Q1 年同比+2.53pct 至 6.61%。3) 归母净利率：16-21 年稳定于 27% 左右，22 年同比-6.77pct 至 21.31%，主要系毛利率降低所致，费用率下降及政府补助同增 328 万元冲减部分影响。23Q1 净利率同比-10.04pct 至 16.35%，主因毛利率下降叠加费用率上升所致。主业募投项目持续推进，布局电容薄膜业务切入新能源。公司深耕拉丝气垫材料行业数十年，积累较为深厚，持续进行主业新产品研发及技术创新，同时寻求新能源等应用领域突破。1) 主业方面，公司 IPO 募投的年产 450 万平米拉丝基布建设项目及高性能产业用复合新材料技改项目已完成部分设备安装调试，并有序投入生产。2) 超薄特种电容薄膜建设项目，22 年 11 月公司公告拟投资建设年产 5,700 吨超薄特种电容薄膜建设项目、生产 3 微米及以下超薄特种电容薄膜产品，总投资金额约 4.7 亿元，投资建设期 3 年，截至 22 年底公司已签订设备定制合同。公司具备在塑胶复合材料行业多年生产和管理经验，切入科技含量较高、进口替代前景广阔的新能源电容薄膜领域，有望推动公司开拓业绩新增量。盈利预测与投资评级：公司为国内气密材料生产龙头，21 年海外下游产品需求景气度较高，拉丝气垫材料需求高涨、业绩高增，22 年受海外划水板、充气艇等需求回落及国内疫情影响，业绩承压较为严重。疫情放开后国内生产恢复，海外有望于下半年需求回暖，公司气密材料订单有望逐步修复。长期看，公司切入新能源电容薄膜高景气赛道，有望成为第二增长曲线。考虑 22 年业绩低于预期，我们将 23-24 年净利预测 2.3/2.7 亿下调至 0.5/0.6 亿、增加 25 年预测值 0.7 亿，对应 23-25 年 PE 为 46/37/32X，估值较高，下调至“中性”评级。风险提示：疫情反复、原材料价格上涨、产能扩张不及预期、电容薄膜项目拓展不及预期等。

(证券分析师：李婕 证券分析师：赵艺原 研究助理：郝越)

三夫户外 (002780): X-BIONIC 未来高增可期, 23Q1 表现较好、全年有望扭亏为盈

投资要点 以产品+服务打造户外生态平台, 近年净利压力较大、23Q1 回暖至最好水平。公司深耕户外运动行业多年, 主营户外用品销售和户外服务运营业务, 以户外用品业务为主, 代理、经销超 300 个户外品牌, 20 年通过收购瑞士黑科技功能运动品牌 X-BIONIC、丰富自有品牌储备。从业绩上看: 11-13 年受益于行业景气, 收入增速较快; 13-16 年受经济疲软行业降速线上渠道冲击影响, 收入增速回落; 17-18 年进行业务模式更新以及业务范围扩张, 收入呈稳定增长; 19-22 年受到计提减值、疫情等影响收入增长平稳、净利压力较大、持续亏损。

23年以来恢复较好、2023Q1业绩达公司历史最好水平，营收1.88亿元/yoy+43.25%、归母净利830万元/yoy+246.04%、扣非归母净利680万元/yoy+482%，收入增速较高主因①22Q4以来公司持续新开线下门店贡献增量、②22年同期雪场店冬奥会期间暂停营业、23Q1恢复正常、③新增代理品牌CRISPI并表贡献，同时期间费用率降低带动净利增幅超收入、但计提减值冲减部分利润。

户外用品：22年收入持平略升、自有品牌X-BIONIC增速较快、线上表现较好，23Q1呈复苏、线下门店持续扩张。公司以自营、代理和经销三种模式运营户外产品业务，16-20年收入CAGR 3%，21年完成收购瑞士黑科技运动奢侈品牌X-BIONIC、带动整体收入同比+28%。22年因疫情影响线下门店冬季旺季销售、收入同增+5.11%、增速有所回落，23Q1线下消费场景修复后销售呈复苏，其中：1)分品牌看，22年自有品牌同比+30%、占户外用品销售比为31%，其中X-BIONIC同增37%、表现较好、但受22Q4疫情影响较前三季度同增122%有较大回落；代理&经销品牌同比-3%、受疫情影响较大，但部分品牌如攀山鼠表现靓丽，22年实现5000万元销售、同增1000%+；23Q1自有品牌X-BIONIC及代理品牌攀山鼠等增速亮眼，并表CRISPI亦贡献收入增量。2)分渠道看，22年线下/线上收入分别同+2.40%/+11.83%，线上表现较好主因公司积极布局各类线上工具及电商平台、自建平台及第三方销售平台GMV同比增长60%；线下22年末共48家门店、较21年末持平，增长主要系店效提升贡献；23Q1门店数为54家、同比净增11家/yoy+26%。

户外服务：22年疫情抑制线下活动需求、露营营地运营快速发展，23Q1客流逐渐恢复、但同比仍承压。公司拥有“松鼠部落”、“鹰极安全教育”、“三夫小勇士”以及“Sanfo Hood野奢营地”四大IP项目。11-19年收入CAGR达49%；20年疫情抑制线下活动需求导致收入下滑23%；21年显著恢复、收入同增35%；22年受到疫情扰动收入同-13%，其中松鼠部落、鹰极安全教育受疫情冲击较为严重，松鼠部落四地乐园累计接待游客同比下滑31%、鹰极安全教育营地较长时间处于停滞状态，Sanfo Hood野奢营地抢占22年露营热潮，全年落地15个露营营地、单个营地日均流量超200人，并与高端民宿、旅游景区战略合作推广露营文化，三夫小勇士链接公司亲子业务板块，全年举办6场赛事、单场超1000组家庭参与。23Q1团建、赛事及松鼠部落乐园客流量同比仍回落、逐步复苏，4月以来逐渐恢复正常。期间费用率波动较大，存货规模有所上升。1)毛利率：16-21年处于42%-50%区间，22年同比+2.37pct至52.67%，主因户外用品占比提升所致。23Q1毛利率同比-11.44pct至51.27%，主要系户外服务业务收入客流仍承压、毛利率降低所致。2)期间费用率：16-21年处于33%-47%区间宽幅震荡，22年同比+8.36pct至55.64%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比+5.82/+2.19/-0.04/+0.39pct至36.93%/14.64%/1.93%/2.14%。23Q1年同比-11.81pct至42.90%，正经营杠杆下费用控制较好。3)归母净利率：考虑毛利率及费用率影响，22年净利率同比-1.19pct至-5.90%，23Q1同比+2.58pct至4.41%。4)存货：23Q1末存货同比增52%，主要系自有品牌销售增长、备货提升所致。存货周转天数为357天、同比减少102天。

盈利预测与投资评级：公司深耕户外领域多年，着力建设产品+服务户外生态平台，近年来收入增速相对平稳、利润端压力较大，23年以来业绩有所回暖。公司持续聚焦X-BIONIC自有品牌研发，丰富滑雪、春夏等产品线，23年目标翻倍增长、长期目标占户外用品比例达50%；并扩充高端代理品牌，22年11月通过收购上海飞蛙、取得意大利高端休闲登山鞋品牌CRISPI中国区的独家代理权，包括110家户外渠道、26

家商场渠道及9家线上渠道，产品系列涵盖高山滑雪、专业登山、经典户外等全线产品，并表增厚公司业绩、进一步丰富公司高端产品线。23月初董事长张恒定增不超过1.8亿元，主要用于补充流动资金及偿还银行贷款，彰显发展信心。考虑22年业绩低于预期、但23Q1恢复较好，我们上调23-24年净利预测由0.11/0.22亿元至0.19/0.37亿元、增加25年预测值0.55亿元，对应23-25年PE114/58/38X，估值较高，维持“中性”评级。风险提示：疫情反复、消费疲软、户外行业增长放缓、新品牌发展不及预期等。

(证券分析师: 李婕 证券分析师: 赵艺原 研究助理: 郝越)

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>

