

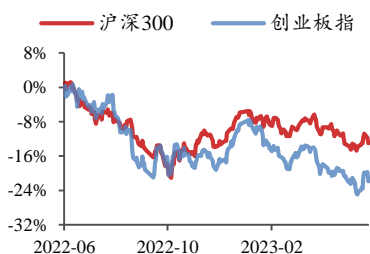
2023年06月26日

## 开源晨会 0626

### 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(%)
公用事业	0.224
汽车	-0.168
银行	-0.252
家用电器	-0.312
环保	-0.358

数据来源：聚源

#### 昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
传媒	-7.352
计算机	-4.287
通信	-3.695
电子	-3.051
社会服务	-2.236

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

- 【宏观经济】预计后续稳增长政策将陆续出台——宏观周报-20230625
- 【固定收益】6月LPR降息落地，美联储坚持鹰派立场——利率债周报-20230625
- 【固定收益】节前市场调整——可转债周报-20230625
- 【金融工程】北上资金行业轮动的范式转换——基于长短期限结合的思路——开源量化评论(77)-20230625
- 【中小盘】定增供给维持高位，重点跟踪景业智能、绿的谐波——中小盘增发并购月报-20230625

#### 行业公司

- 【中小盘】AIGC势头强劲，算力、数据、算法、应用端需求空间广阔——中小盘周报-20230625
- 【传媒】震荡中坚定AI应用主线，关注电影暑期档——行业周报-20230625
- 【农林牧渔】存栏积压致生猪出栏均重偏大，7-8月或现“价涨重降”局面——行业周报-20230625
- 【社服】端午出行“量优于价”，文旅融合项目获热捧——行业周报-20230625
- 【建材】LPR下调&政策仍可期，关注建材底部配置机会——行业周报-20230625
- 【非银金融】关注非银左侧机会，寿险全年景气度确定性较强——行业周报-20230625
- 【商贸零售】润本股份过会，国货婴童护理品牌前景可期——行业周报-20230625
- 【食品饮料】底部成为共识，等待催化修复——行业周报-20230625
- 【化工】工业硅价格底部反弹，关注高弹性龙头——行业周报-20230625
- 【计算机】周观点：关注垂类大模型的投资机遇——行业周报-20230625
- 【煤炭开采】煤价持续反弹&天气炎热，煤炭股可顺势布局——行业周报-20230625
- 【医药】关注中药、IVD及高值耗材的投资机会——行业周报-20230625
- 【化工】萃取法盐湖提锂选择性能突出，未来发展空间广阔——行业周报-20230625
- 【汽车】新能源汽车购置税减免延续政策落地，有望刺激中期需求增量——行业点评报告-20230623
- 【传媒】版号如期发放，关注AI在游戏领域的加速落地——行业点评报告-20230622
- 【商贸零售：华凯易佰(300592.SZ)】跨境电商泛品龙头，深筑数字化壁垒驱动多元发展——公司首次覆盖报告-20230625
- 【社服：医思健康(02138.HK)】持续扩张费用增加致盈利能力承压，静待爬坡——港股公司信息更新报告-20230625

## 研报摘要

### 总量研究

#### 【宏观经济】预计后续稳增长政策将陆续出台——宏观周报-20230625

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002

国内宏观政策：研究推动经济持续回升向好的一批政策措施

近两周（6月11日-6月25日）国内宏观主要聚焦以下几个方面：

经济方面，6月16日召开的国常会研究提出了一批政策措施，强调加大宏观调控力度，预计后续稳增长具体举措将陆续出台；发改委等部门出台“降成本”政策，旨在从货币财税等维度降低经济主体成本费用，提振信心。发改委表示，稳经济的六大重点方向分别是：扩大消费、推动基建投资、现代化产业体系建设、稳外资外贸、强化就业、粮食和农产品保供。预计后续政策将围绕这几方面展开。

基建及产业政策方面，近两周政策聚焦推动制造业高质量发展的产业政策，包括集成电路、电子信息等战略重点产业质量升级；强调新能源汽车产业高质量发展；金融支持乡村振兴；发布境内深度合成服务算法备案清单等。

国企改革方面，国企改革政策围绕国资委与证监会召开中央企业提高上市公司质量暨并购重组工作专题会，并鼓励央企控股上市公司进一步通过并购重组提质增效、做优做强。

货币政策方面，近两周重点在于央行一系列降息举措，为后续稳增长政策拉开序幕。降息的目的在于宽货币推动宽信用，降低实体经济贷款利率。影响来看，历史回顾表明，创业板3个月后大多上涨，债市利率短期内跟随MLF下行。OMO、MLF利率下调10bp后，1年、5年期LPR利率对称下调10bp。我们认为，央行通过调节5YLPR利率稳定房价预期、影响居民购房行为。5YLPR较为适度的调降表明政策对于地产的刺激力度仍以稳为主，预计后续或仍有进一步的增量政策，配合降息提振按揭贷款需求。

地产政策方面，近期有少量高能级城市进行需求侧放开，比如大连市下调2023年三季度新发放首套住房商业性个人住房贷款利率下限、天津市公积金贷款额度拟提高至百万。此外，随着5年期LPR调降，多地房贷利率已有所降低。

消费政策方面，家电和汽车消费仍是扩大消费任务的重心。工信部、发改委等5部门发布《关于做好2023年促进绿色智能家电消费工作的通知》，活动采取“线下+云上”形式，包括地区巡展、特色地区示范、线上开展促销、直播售车等。

贸易政策方面，近两周我国加强国际间高层对话，并进一步研究扩大吸引外资举措、推动自贸区建设。外交方面，习近平总书记、外交部长秦刚与美国国务卿布林肯会面，讨论中美关系相关话题；国务院总理李强与欧洲理事会主席米歇尔展开会谈。

金融监管政策主要包括发布《加大力度支持科技型企业融资行动方案》《私募投资基金监督管理条例（草案）》；证监会深化债券注册制改革作出系统性制度安排等。

海外宏观政策：美联储政策表态或将持续鹰派

海外宏观主要聚焦海外经济体6月货币政策决议，美联储宣布暂停加息；欧央行加息25bp；日本央行将基准利率维持在-0.1%不变并投票通过YCC。然而美联储主席鲍威尔表示，6月只是“暂缓”加息，通胀压力仍然很高，未来可能会有更多的加息。此外，6月23-25日，俄罗斯的“瓦格纳哗变”引起国际社会关注。最新进展是瓦格纳集团创始人普里戈任宣称已“掉头回营”。

风险提示：国内外货币政策持续分化，国内政策执行力度不及预期。

## 【固定收益】6月LPR降息落地，美联储坚持鹰派立场——利率债周报-20230625

陈曦（分析师）证书编号：S0790521100002 | 张维凡（联系人）证书编号：S0790122030054

### 6月LPR降息落地，美联储坚持鹰派立场

6月20日，央行宣布6月LPR报价对称下调10bp，1年期LPR报价3.55%，5年期以上LPR为4.2%，LPR报价时隔9个月下调；6月21日国新办在例行吹风会上表示促进新能源汽车产业高质量发展，继续优化和延长新能源汽车车辆购置税减免政策；本周多国宣布加息：土耳其央行宣布加息650bp，英国央行意外加息50bp，挪威央行上调基准利率50bp，瑞士央行加息25bp；美国6月Markit制造业PMI初值46.3，前值48.4，6月Markit服务业PMI初值54.1，前值54.9，6月Markit综合PMI初值53，前值54.3；美联储主席在本周听证会上强调美联储只是放缓加息节奏，通胀问题仍然严峻，达到通胀率2%的目标仍需努力。

市场流动性情况监测：同业存单收益率持续上升，税期后资金面边际转松

央行本周（2023.6.19-2023.6.21，下同）公开市场操作净投放3600亿元，其中开展7天逆回购4160亿元，执行利率为1.9%，到期60亿元；国库定存1个月到期500亿元。下周预计回笼资金4160亿元，其中7天逆回购到期4110亿元，票据互换到期50亿元。

货币市场层面，同业存单收益率持续上升，税期后资金面边际转松。本周商业银行同业存单发行规模环比小幅下降，发行量4091.60亿元，较上周减少1332.80亿元，到期3547.90亿元，净融资543.70亿元，净融资额转正。本周银行间质押式回购日均成交额显著下行，日均成交额6.97万亿，环比下降1.19万亿。本周同业存单收益率持续上升，截至本周三收盘，1M、3M、6M、1Y期同业存单收益率分别为2.20%、2.15%、2.20%、2.36%，较上周五收盘分别变化13bp、7bp、5bp、2bp；本周质押式回购利率变化趋势有所分化，其中隔夜质押式回购利率在税期过后重返低位，而受跨季影响14天质押式回购利率大幅上升。6月21日DR001、DR007、DR014分别报收1.79%、1.95%、2.30%，较上周收盘分别变化-14bp、1bp、40bp。

利率债市场跟踪：新发利率债净融资额环比下降，国债收益率整体小幅上行

本周共发行利率债86只，利率债发行总额4660.15亿元，较上周环比减少684.02亿元。本周到期利率债3389.73亿元，净融资额1253.24亿元，较上周环比减少573.11亿元。后续等待发行利率债67只，地方政府债1971.91亿元，政策银行债130亿元，等待发行总额2101.91亿元。

本周国债收益率整体小幅上涨。截至6月21日收盘，1Y、2Y、5Y及10Y期国债分别报收1.92%、2.18%、2.47%、2.67%，较上周收盘变化3bp、-2bp、2bp、1bp。本周国债期限利差边际变化有所分化，10Y期与1Y期国债利差变化-3bp，10Y期与2Y期国债利差变化3bp。国债期货价格周内持续上涨，2Y期、5Y期和10Y期国债期货价格较上周五收盘分别变动0.03%、0.11%和0.15%。

海外债市跟踪：美债收益率震荡波动，中美利差倒挂幅度有所分化

本周美国国债收益率震荡波动。6月23日美国1Y、2Y、5Y及10Y期国债收益率报收5.25%、4.71%、3.99%、3.74%，较上周收盘分别变化1bp、1bp、0bp、-3bp。本周美债利差延续倒挂趋势，倒挂幅度边际走阔，10Y与2Y期美债利差-97bp，前值-93bp；10Y与5Y期利差-25bp，前值-22bp。本周不同期限中美利差倒挂幅度边际不一，其中2Y期中美国债利差-250bp，前值-249bp，较上周扩大0.15bp；10Y期中美国债利差-105bp，前值-111bp，较上周缩小6bp。

风险提示：疫情扩散超预期；政策变化超预期。

## 【固定收益】节前市场调整——可转债周报-20230625



陈曦（分析师）证书编号：S0790521100002 | 梁吉华（联系人）证书编号：S0790121120045

市场回顾：节前市场调整

本周（6.19-6.21）转债跌幅小于正股，日均成交额小幅上升。转债行业方普遍回调；从不同维度来看，转债平均跌幅小于正股平均跌幅，各评级、规模券均有所回调。个券涨少跌多，在495只可交易转债中，74只上涨，419只下跌，2只走平；剔除本周新上市个券，东时转债、火炬转债、贝斯转债领涨，超达转债、一品转债、城市转债跌幅居前，永鼎转债、新致转债、润达转债成交额居前。

转债价格下降，转股溢价率上升。截至6月21日，全市场可转债的中位数价格是121.15元，与前周相比下降1.52元，处于2021年以来57.70%分位数；全市场中位数转股溢价率为39.49%，比前周上升1.14ppt，处于2021年以来89.30%分位数。

本周（6.19-6.21）股指普跌，价值和成长、大小盘均有调整。行业多数调整，国防军工、汽车、通信、公用事业小幅上涨，建筑材料、传媒、商贸零售跌幅居前。北向资金转为小幅净流出，A股市场日均成交额、换手率均上升，融资交易占比持续回升。

A股估值有所上升，截至6月21日，A股整体市盈率（PE）为17.64X，处于30.1%分位值（2015年以来）；行业估值方面，煤炭、有色金属、电力设备、银行、交通运输、医药生物的PE处于其历史分位数的低位，建筑材料、房地产、环保、银行、非银金融的PB处于其历史分位数的低位。

市场前瞻：后续关注政策对市场的影响

6月份LPR调降10BP符合市场预期；美联储释放偏鹰信号，未来几个月仍有可能加息，预计仍将对市场产生一定影响。近期降息和高层发言，使得市场期待稳增长更大力度措施出台，从博弈经济基本面转移到博弈政策面。央行超预期降息或是新一轮稳增长开始，市场期待更多支持经济的政策出台，市场信心和预期回升。我们认为政策主线延续稳增长、扩内需，经济延续复苏态势，与内需紧密相关的大消费和基建地产链有望受益，建议布局受益于内需扩大的基建地产链、大消费、中特估相关转债。近期转债市场延续震荡态势，价值成长、大小盘轮动较块，寻找部分低估值标的或是最佳策略，偏债型转债注重绝对对价格和YTM，偏股型转债注重溢价率和正股弹性。择券方面，一是注重平衡型转债的配置力度，正股市场延续前期震荡，平衡型转债进可攻，退可守，选取正股行业景气度高、有一定驱动力、弹性较强的个券，同时注意赎回风险；二是关注新券、次新券，注册制实施后，市场进入扩容期，部分个券在细分领域具有一定竞争力，拓宽了配置空间。后续关注国内经济修复进程、政策措施出台情况、7月份政治局会议、美联储货币政策转向等。

风险提示：疫情复发影响超预期；国际政治冲突加剧；国内外通胀恶化。

**【金融工程】北上资金行业轮动的范式转换——基于长短期结合的思路——开源量化评论（77）-20230625**

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 胡亮勇（分析师）证书编号：S0790522030001

双轮驱动模型2021年下半年以来持续失效在于错把beta当alpha

双轮驱动模型失效的表层原因源于，各细分因子的超额收益自2021年下半年后均开始出现回撤。

更深层次的原因，在于各细分因子换手率过低，导致行业轮动信号在持仓分布上不够均匀，部分行业持续被推荐，而部分行业则从未入选，无法有效体现出行业轮动的初衷。

一言以蔽之，我们将部分因子值阶段性表现出的高beta属性误认为是alpha能力的体现。

长短期结合的合成因子能有效提升北上资金行业轮动的稳健性

持仓偏离度因子内在假设为北上资金在行业上的配置比例具有稳定的中枢，当近期配置比例相比历史中枢偏离过多时，表明北上资金在该行业上的态度出现明显转变。

持仓偏离度因子的 RankIC 均值为 6.42%，年化 RankICIR 为 1.08，相比净流入占比因子，超额收益在近期没有呈现持续回撤的形态，更多表现为高位震荡。

主动调仓因子剔除掉了行业自身涨跌幅对因子值的影响，体现了北上资金交易的真实倾向。

在测试期内，主动调仓因子 RankIC 均值为 5.56%，年化 RankICIR 为 0.96。从多空收益走势来看，主动调仓因子的超额收益在 2021 年 9 月之后有过短暂回撤，不久收复失地，整体上呈现了相对稳定的向上趋势。

我们将代表北上资金中长期行为和短期行为的因素进行结合，构建北上资金长短期结合因子 (LongShortTermCombined, 简称 LSTC 因子)。

在测试期内，长短期结合因子 RankIC 均值为 6.63%，年化 RankICIR 为 1.18，相比于任一时序单因子均有所提升。从多空收益来看，年化收益率提升到 13.38%，最大回撤下降到 8.51%，多空胜率提升到约 68% 的水平。

托管机构交易趋同度与机构间的共振背离效应是值得探索的方向

行业端的协同效应因子值 RankIC 均值约为 5%，年化 RankICIR 为 0.69。自 2022 年 9 月以来，协同效应在行业间的轮动效果开始走弱，累计 RankIC 和超额收益均在回撤。

机构端的背离效应在行业轮动上具有一定的区分能力，但效应相对微弱，RankIC 均值仅为 3.32%，年化 RankICIR 为 0.69。值得指出的是，2022 年以来，A 股市场存量博弈居于主导地位后，机构背离效应呈现出强劲表现，RankIC 均值提升到 7% 以上，行业轮动胜率大幅提升。

风险提示：模型测试基于历史数据，市场未来可能发生变化。

### 【中小盘】定增供给维持高位，重点跟踪景业智能、绿的谐波——中小盘增发并购月报-20230625

任浪（分析师）证书编号：S0790519100001

#### 重大增发并购案例

**景业智能：**公司是国内核工业机器人及智能装备领域的重要供应商，相关产品已被国家核工业重大专项成功采用。同时，公司还为新能源电池、医药大健康、国防军工、职业教育等行业客户提供智能制造装备及解决方案。公司本次简易程序定增已完成竞价，拟募资 2.11 亿元，用于高端核技术装备制造基地项目，有效提升核工业装备智能化水平。

**绿的谐波：**公司是一家专业从事精密传动装置研发、设计、生产和销售的高新技术企业，产品广泛应用于工业机器人、服务机器人、数控机床、航空航天、医疗器械、半导体生产设备、新能源装备等高端制造领域。在国内率先实现了谐波减速器的工业化生产和规模化应用，打破了国际品牌在国内机器人谐波减速器领域的垄断。本次定增拟募资 20.27 亿元，用于新一代精密传动装置智能制造项目，进一步夯实公司产品矩阵，扩大经营规模。

**增发并购重点跟踪：**华阳集团已获批文，海优新材已获交易所审核通过，华发股份、怡合达定增已获交易所受理。

#### 本期（2023.05.01-2023.05.31）定增动态

**预案：**本期公告竞价定增预案 38 例，预计募资 583 亿元，预案数量和规模较上期（2023.04.01-2023.04.30）下降；定价定增预案 17 例，预计募资 71 亿元，数量和规模较上期上升；公告预案的上市公司行业集中在机械设备、电力设备行业。

**发行：**本期竞价定增发行 13 例，实际募资 233.76 亿元，数量和规模较上期下降；平均折价率 13.30%，较上期持平；平均收益率 15.39%，较上期持平。

**解禁：**下期（2023.6.1-2023.6.30）即将解禁定增 36 例，解禁规模 891.85 亿元；解禁项目数量较本期有所下降，

解禁规模较本期有所增长；解禁行业分布于电子、交通运输等。

#### 定增策略与项目筛选

定增策略：(1) 高折价策略下，金雷股份、立讯精密等基本面较优。(2) 低估值策略下，天富能源等 PE 较低且基本面较优。(3) 信息优势方策略下，和林微纳、科拓生物、金牌橱柜等本期末收盘价与定增发行价倒挂且基本面较优。

#### 股权激励、增持、回购、协议转让动态

股权激励：本期盐津铺子、锦浪科技、倍轻松等 34 家公司激励力度较大且基本面较优，其中锦浪科技的业绩考核要求为：2024、2025 年营业收入分别达到 100 亿、120 亿。

增持：本期永茂泰等 10 家公司获重要股东 1% 以上增持。

回购：本期恒瑞医药、明阳智能、天合光能、爱尔眼科等 22 家公司拟实施回购金额较大且基本面较优。

协议转让：本期 30 家上市公司股东拟协议转让股份，渝三峡 A、昊天诚泰等股东转让份额较高。

风险提示：再融资政策变动；股权激励、回购、增减持政策变动。

## 行业公司

### 【中小盘】AIGC 势头强劲，算力、数据、算法、应用端需求空间广阔——中小盘周报-20230625

任浪（分析师）证书编号：S0790519100001 | 周佳（联系人）证书编号：S0790121080046

本周市场表现及要闻：工信部：支持 L3 级及更高级别的自动驾驶商业化应用

市场表现：本周（2023.6.19-2023.6.21，下同）上证综指收于 3198 点，下跌 2.30%；深证成指收于 11059 点，下跌 2.19%；创业板指收于 2212 点，下跌 2.57%。大小盘风格方面，本周大盘指数下跌 2.58%，小盘指数下跌 2.13%。2023 年以来大盘指数累计下跌 1.77%，小盘指数累计上涨 5.98%，小盘/大盘比值为 1.38。德赛西威、华阳集团、观典防务本周涨幅居前。

本周要闻：商汤科技联合团队斩获 CVPR 最佳论文，推出首个“感知决策一体化”自动驾驶通用大模型；工信部副部长辛国斌：支持 L3 级及更高级别的自动驾驶功能商业化应用；Meta 推出“突破性”语音生成 AI 模型 Voicebox；谷歌 DeepMind 推出 AI 智能体“RoboCat”；英国首次允许无人驾驶汽车商用。

本周重大事项：6 月 20 日，通宇通讯发布第一类限制性股票激励计划及员工持股计划，其业绩指标：以 2020-2022 年净利润/净资产收益率均值为基数，2023、2024 年净利润增速不低于 25%、30% 或净资产收益率增速不低于 10%、15%。

本周专题：AIGC 势头强劲，算力、数据、算法、应用端需求空间广阔

2022 年以来，以 ChatGPT 为代表的 AIGC 技术热度持续提升。AIGC 技术持续取得突破离不开算力、数据、算法三大核心要素。算力方面，随着大模型持续推出及升级迭代，AI 算力需求持续增长，带动 AI 服务器、AI 芯片、数据中心等硬件需求增长。根据 IDC 的数据，我国智能算力市场规模预计将从 2019 年的 31.7EFLOPS 增长至 2026 年的 1271.4EFLOPS，CAGR 高达 69.4%。数据方面，大模型复杂化需要更大规模的训练数据支持。同时数据标注是大部分 AI 算法有效运行的关键，尤其是自动标注技术的兴起，推动数据服务行业持续扩容。根据艾瑞咨询的数据，我国 AI 基础数据服务行业市场规模预计将从 2018 年的 25.9 亿元增长至 2025 年的 101.1 亿元，CAGR 为 21.5%。算法方面，预训练模型引发 AIGC 技术的质变，OpenAI、百度等国内外厂商纷纷推出大模型并持续进行升级迭代。应用方面，AIGC 生成文本、图像、视频等的能力持续提升，在自动驾驶、智慧工业、电商、文娱等领域将得到广泛应用。根据头豹研究院的数据，我国 AI 市场规模预计将从 2021 年的 2607 亿元增长至 2027 年



的 15732 亿元，CAGR 达 34.9%，其中自动驾驶是 AI 最大应用领域，同时数字人在 AIGC 推动下发展迅速。

#### 重点推荐主题和个股

智能汽车主题（华测导航、长光华芯、经纬恒润-W、炬光科技、中科创达、美格智能、均胜电子、华阳集团、北京君正、晶晨股份、联创电子、德赛西威、瀚川智能、源杰科技）；高端制造主题（凌云光、观典防务、杭可科技、奥普特、埃斯顿、矩子科技、青岛消防、莱特光电、乾景园林、台华新材）；休闲零食主题（良品铺子、三只松鼠、盐津铺子）；宠物和早餐主题（佩蒂股份、巴比食品）。

风险提示：技术进展不及预期；下游应用领域渗透率不及预期。

### 【传媒】震荡中坚定 AI 应用主线，关注电影暑期档——行业周报-20230625

方光照（分析师）证书编号：S0790520030004 | 田鹏（联系人）证书编号：S0790121100012

震荡中坚定 AI 应用主线，优选游戏/IP/教育/体育中“AI+”产品落地快公司

根据虎嗅网报道，6月20日国家互联网信息办公室发布境内深度合成服务算法备案清单（2023年6月），其中包括百度文生图内容生成算法、百度 PLATO 大模型算法、腾讯会议虚拟背景算法、天猫小蜜智能客服算法、讯飞语音识别算法等 41 则深度合成服务算法备案信息；另外据央广网报道，6月19日召开的腾讯云行业大模型技术峰会上首次公布了腾讯云行业大模型研发进展，依托腾讯云 TI 平台打造行业大模型精选商店，为客户提供 MaaS 一站式服务，助力客户构建专属大模型及智能应用，目前腾讯云已经为传媒、文旅、政务、金融等 10 余个行业提供了超过 50 个大模型行业解决方案。我们认为，从公布的已备案生成式人工智能算法多来自互联网大厂，以及百度、阿里、腾讯等大厂均已发布 AI 大模型并开放应用接口来看，通用大模型开发或逐步向头部厂商集中，基于“行业大模型能力+细分行业数据积累”开发“AI+”应用或成为更多厂商的选择，“AI+”应用落地速度、效果将成为大模型下游竞争的关键，我们建议继续积极布局游戏、IP、教育等领域“AI+”产品落地快、效果好且有望带来业绩增量的公司。（1）游戏：6月21日，89款游戏再获版号，或继续助力头部游戏供给释放，带动相关公司和游戏板块整体业绩增速提升，叠加 AI 在游戏中的应用及游戏的科技属性不断体现，板块估值仍有提升空间，建议密切关注原生 AI 游戏上线节奏及新老游戏中 AI 带来的玩法创新，重点推荐网易-S、姚记科技、吉比特、完美世界、腾讯控股、心动公司、创梦天地，受益标的包括神州泰岳、星辉娱乐、三七互娱、恺英网络、电魂网络、巨人网络、盛天网络、宝通科技等。（2）IP：元隆雅图已签约多款游戏 IP 及“中国之队”体育 IP 等授权，“AI+设计”或赋能公司多款授权 IP 的数字人及线下衍生品开发；奥飞娱乐与小冰公司共同推动“IP+AI”产业化落地，打造“超级飞侠”、“喜羊羊与灰太狼”等知名动画 IP 主要角色的虚拟数字人及智能玩具；重点推荐奥飞娱乐，受益标的包括元隆雅图、汤姆猫、上海电影等。（3）教育：世纪天鸿 AI 助教产品“小鸿助教”已全线升级，全面赋能教师备课、授课、批改作业及阅卷，我们判断或于 7-8 月开启面向教师的商业化；盛通股份于 5 月 31 日在互动平台表示“基于智谱 AI 开发的‘盛通教育学习助手’预计 7 月份可利用通用数据库和专属数据库在校区教学中使用，并开放外部测试”，“AI+教育”产品或助力公司招生扩张；受益标的包括盛通股份、世纪天鸿、南方传媒、山东出版等。

端午档票房亮眼，关注电影为代表的线下文娱消费复苏

根据猫眼专业版，2023 年端午档电影票房（9.09 亿）已接近 2018 年创造的端午档历史最高票房（9.12 亿），暑期档后续还有《八角笼中》《扫毒 3：人在天涯》《长安三万里》《茶啊二中》《封神》《超能一家人》《热烈》《巨齿鲨 2：深渊》等多部猫眼想看人数超过 10 万的电影将上映，或推动电影票房持续修复，建议关注对相关出品、发行公司和院线公司带来的业绩弹性，受益标的包括中国电影、北京文化、光线传媒、万达电影、上海电影、博纳影业、横店影视等。

风险提示：AIGC 应用进展低于预期，新游戏流水或新电影票房不及预期。

### 【农林牧渔】存栏积压致生猪出栏均重偏大，7-8 月或现“价涨重降”局面——行业周报-20230625

陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001

周观察：存栏积压致生猪出栏均重偏大，7-8月或现“价涨重降”局面

生猪：存栏积压导致出栏均重偏大，7-8月或现“价涨重降”局面。2022年11月以来我国生猪价格下跌约47%，出栏均重下降7%，出栏均重下降缓慢或主要受存栏积压、适重猪偏大影响。2023Q1生猪存/出栏均处历史高位，据我们测算，2023Q2或存在超200万吨的前期猪肉供给后移积压，猪价短期仍承压。据农业农村部数据，2023年5月我国能繁母猪存栏4258万头，环比-0.6%，去化态势延续。我们预计2023年7-8月生猪或存在季节性涨价，届时生猪出栏更顺畅，或出现猪价上涨，养户趁机出栏，出栏均重下降的局面。

宠物：618大促宠物食品表现亮眼，宠物经济引领疫后N字型复苏浪潮。分品牌看，乖宝宠物旗下麦富迪618全网销售额突破2.73亿元（yoy+37%），连续三年618大促位列天猫品牌榜第一，另一高端子品牌弗列加特全网销售额突破2800万（yoy+211%）。中宠股份旗下顽皮、ZEAL及领先在618大促期间实现多维度增长。佩蒂股份旗下爵宴品牌表现亮眼，618大促期间全网销售额已突破1500万。

周观点：猪价磨底成长企业占优，白鸡价格回落压制养殖利润

猪价持续磨底消耗现金，上市成长企业仍具发展优势。当前行业受益优先级为：成长性>规模性>投机性。推荐：巨星农牧、温氏股份、牧原股份；相关受益标的：华统股份、新希望等。

白鸡近期终端价格回落压制养殖利润，未来饲料成本逐步下降有望实现盈利改善。推荐种源优势一体化龙头企业圣农发展、白鸡屠宰龙头禾丰股份。

非瘟疫苗上市后有望重塑猪用疫苗市场。非瘟疫苗商业化落地后，研发、生产优势企业将在后期受益。重点推荐：普莱柯、科前生物、中牧股份等。

种业振兴政策有序推进，转基因商业化东风已至。关注具备转基因技术储备优势的大北农、隆平高科；国内玉米育种龙头企业登海种业。

本周市场表现（2023.6.19-2023.6.21，下同）：农业跑赢大盘0.34个百分点

本周上证指数下跌2.30%，农业指数下跌1.96%，跑赢大盘0.34个百分点。子板块来看，畜养殖板块领涨。个股来看，西王食品（+5.34%）、\*ST佳沃（+3.99%）、金新农（+3.12%）领涨。

本周价格跟踪：本周黄羽鸡、鲈鱼、玉米、豆粕价格环比上涨

生猪养殖：据博亚和讯监测，6月23日全国外三元生猪均价为14.25元/kg，较上周下跌0.27元/kg；仔猪均价为29.82元/kg，较上周下跌0.80元/kg；白条肉均价18.41元/kg，较上周上涨0.02元/kg。6月23日猪料比价为3.83:1。自繁自养头均利润-325.66元/头，环比-3.84元/头；外购仔猪头均利润-240.26元/头，环比-50.55元/头。

白羽肉鸡：据Wind数据，本周鸡苗均价2.45元/羽，环比+1.66%；毛鸡均价8.83元/公斤，环比-4.33%；毛鸡养殖利润-0.79元/羽，环比+0.07元/羽。

风险提示：宏观经济下行，消费持续低迷；冬季动物疫病不确定性等。

### 【社服】端午出行“量优于价”，文旅融合项目获热捧——行业周报-20230625

初敏（分析师）证书编号：S0790522080008

端午出行：端午假期热度延续，整体呈现三大趋势

趋势一：端午出游“量优于价”延续，消费力仍有修复空间，端午假期出游人次恢复至疫前同期的112.8%，旅游收入373.10亿元，恢复至疫前同期的94.9%。趋势二：文化旅游深度融合，旅游IP形成模式创新，假日期间访问文博场馆、历史文化街区，参与各类非遗项目，参加音乐节、演唱会等文化活动的游客占比达87.9%。趋势



三：出境游稳步复苏，年轻群体是出游主力，出入境人次已恢复至 2019 年端午假期 63%，节前端午假期出境游预订同比增长超 12 倍，出境游人群 80 后占比 37%，90 后占比 36%，中国香港、曼谷、中国澳门、东京、新加坡为热门目的地。

免税/酒店：海南新一轮消费券发放在即，端午期间酒店均价较五一略降

免税：海南将分多批次发放 3000 万人民币的离岛免税消费券，首批 1000 万元离岛免税消费券已于端午节发放，每位旅客最高可以满减 850 元。剩余批次消费券将于暑期、十一黄金周等节点相继发放，持续拉动全年免税消费。三亚国际免税城一期二号地项目商业部分计划 9 月底开业，珠海免税集团旗下 DFM 澳门免税客运码头出境免税店开业，为澳门免税市场赋能。酒店：端午部分热门目的地酒店间夜价较五一降超两成，五一报复性出游过后，消费者更趋向于好玩不贵且出游体验更舒适的酒店，度假酒店、民宿及演唱会周边酒店高增；华住数据显示，截至 6 月 19 日旗下酒店未来两周的预订率环比平均增长 50%。

餐饮/美丽：端午餐饮客流提升明显，618 抖音平台各品牌增幅明显

餐饮：端午期间多地发放消费券，叠加周边游对餐饮消费带动明显，多地餐饮客流大幅提升，但人均消费稍降，老字号及地方特色餐饮表现喜人。美丽：2023 年 618 抖音美妆总 GMV 已突破 156 亿元/yoy+69%，品牌 TOP20 门槛提升至 7000 万，且前 20 中有 13 个品牌销售额破亿，6 个品牌销售额破 2 亿，占据第一的赫莲娜销售额达到 3 亿+。抖音护肤前 20 的品牌共卖出超 30 亿销售额，相较于 2022 年增幅超 100%。其中，国际品牌的市场份额占比近 70%，国货品牌的市场份额从 2022 年的近半下滑至 30%。

本周社服板块整体上涨，景区类领涨

本周（2023.6.19-2023.6.21，下同）社会服务指数-4.31%，跑输沪深 300 指数 1.8pct，在 31 个一级行业中排名第 28；2023 年初至今社会服务行业指数-5.93%，低于沪深 300 指数的-0.61%，在 31 个一级行业中排名第 16。本周（6.19-6.21）教育、会展类标的领涨。受益标的：水羊股份、科思股份、大丰实业、佳禾食品、倍加洁、医思健康、复星旅游文化、科锐国际、北京城乡、外服控股、中国中免、海伦司、九毛九、康冠科技、华熙生物、爱美客、珀莱雅、贝泰妮、锦江酒店、首旅酒店、中国黄金、米奥会展。

风险提示：疫情反复，项目落地不及预期，出行不及预期，行业竞争加剧等。

## 【建材】LPR 下调&政策仍可期，关注建材底部配置机会——行业周报-20230625

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003 | 朱思敏（联系人）证书编号：S0790122050026

LPR 下调&政策仍可期，关注建材底部配置机会

2023 年 6 月 20 日，货币政策司发布《全国银行间同业拆借中心受权公布贷款市场报价利率（LPR）公告》，1 年期 LPR 为 3.55%，环比下降 10BP；5 年期以上 LPR 为 4.2%，环比下降 10BP。国会会加速推进稳增长政策出台，需求端政策（如地方政策工具箱等）仍有发力空间，保交楼仍为 2023 年地产主基调，有望对地产竣工形成一定支撑，总体而言，竣工端好于开工端。自 2023 年 4 月消费建材和玻璃回调幅度较大，目前估值已处于相对低位，消费建材和玻璃板块的投资性价比凸显。目前国内精装房渗透速率有所趋缓，在竣工预期向好以及消费建材竞争格局加速优化的背景下，零售业务修复确定性更强，优先推荐布局零售业务的消费建材企业。消费建材板块，受益标的：（1）业绩修复弹性较大的东方雨虹和三棵树，受益地产销售回暖以及渠道布局完善，零售业绩兑现预期较强，在节后未出现疫情高峰的背景下，业绩有望超预期。（2）经营稳健的伟星新材，深耕零售业务，地产下行周期背景下业绩呈现较强韧性；（3）弹性较大的北新建材、坚朗五金。随着 2023 年 6-9 月 500 万吨天然碱、300 万吨联氨碱陆续投产，盈利弹性有望加速释放，但需持续关注下半年需求释放弹性以及玻璃生产商复产节奏。受益标的：信义玻璃、旗滨集团。2023 年是“一带一路”倡议提出十周年，也是新时代对外开放最重要抓手。新疆是中国向西开放的重要枢纽，随着一带一路利好政策频出，基建重大项目或将加快落地，对新疆水泥需求或有较强支撑。受益标的：青松建华、天山股份。“双碳”时代下，风电、光伏成为能源低碳转型的重要途径，受益于政策红利以及产业技术迭代，产业链景气度有望显著提升。2023 年或是光伏、风电装机大年，碳纤维、光伏玻璃、玻

纤将会持续受益需求的增长。受益标的：光威复材、中复神鹰、福莱特、金晶科技、耀皮玻璃、中国巨石、中材科技。

#### 行情回顾

本报告期（2023.6.19-2023.6.21，下同）建筑材料指数下跌 6.01%，沪深 300 指数下跌 2.51%，建筑材料指数跑输沪深 300 指数 3.51 个百分点。近三个月来，沪深 300 指数下跌 3.70%，建筑材料指数下跌 13.20%，建材板块跑输沪深 300 指数 9.50 个百分点。近一年来，沪深 300 指数下跌 13.06%，建筑材料指数下跌 27.36%，建材板块跑输沪深 300 指数 14.30 个百分点。

#### 板块数据跟踪

水泥：截至 2023 年 6 月 24 日，全国 P.O42.5 散装水泥平均价为 329.71 元/吨，环比下跌 1.82%；水泥-煤炭价差为 217.26 元/吨，环比下跌 5.65%；全国熟料库容比 71.49%，环比下降 0.32pct。

玻璃：截至 6 月 24 日，全国浮法玻璃现货均价为 1998.07 元/吨，环比下跌 32.46 元/吨，跌幅为 1.60%；光伏玻璃均价为 162.16 元/重量箱，环比上涨 0.11%。浮法玻璃-纯碱-石油焦价差为 50.41 元/重量箱，环比下降 4.84%；浮法玻璃-纯碱-重油价差为 42.13 元/重量箱，环比下降 4.14%；浮法玻璃-纯碱-天然气价差为 41.46 元/重量箱，环比下降 5.06%；光伏玻璃-纯碱-天然气价差为 100.72 元/重量箱，环比下降 0.15%。

玻璃纤维：截至 6 月 17 日，无碱 2400 号缠绕直接纱主流出厂价为 3800-4000 元/吨不等，SMC 合股纱 2400tex 主流价为 4100-4800 元/吨，喷射合股纱 2400tex 主流价为 6300-6700 元/吨。

风险提示：经济增速下行风险；疫情反复风险；原材料价格上涨风险；房地产销售回暖进展不及预期风险；国内保交楼进展不及预期；房企流动性风险蔓延压力；基建落地进展不及预期风险。

### 【非银金融】关注非银左侧机会，寿险全年景气度确定性较强——行业周报-20230625

高超（分析师）证书编号：S0790520050001 | 吕晨雨（分析师）证书编号：S0790522090002 | 卢崑（联系人）证书编号：S0790122030100

周观点：关注非银左侧机会，寿险全年景气度确定性较强

本周（2023.6.19-2023.6.21，下同）LPR 如期下调，降息利于稳经济，利好顺周期的非银金融板块。临近 6 月末，市场对寿险高定价产品停售节点的担忧加大，近期寿险板块的调整较充分反映了市场对资产端和负债端的担忧，目前估值进入左侧布局区间，从全年景气度看，寿险仍是景气度确定性强、政策干扰小的品种，后续稳增长政策发力有望带来板块催化，预计寿险中报超预期。券商交易量 2 季度同比微幅改善，整体景气度仍偏弱，关注景气度占优、金融信息服务类标的的结构性机会。

保险：估值回落至左侧区域，寿险仍是全年景气度较强的确定性品种

（1）5 月以来寿险股出现较明显调整，一方面受资产端影响，经济环比预期转弱、长端利率持续下行和股市走弱对资产端带来较明显拖累；另一方面，市场担忧高定价产品停售会对 3 季度或下半年负债端带来明显压制，临近 6 月末市场对停售节点的担忧加大。我们认为目前保险股估值已较充分反映了上述担忧，整体寿险股估值和持仓仍位于较低水平，后续稳增长政策发力、宏观经济预期转暖的催化下，寿险仍是全年景气度确定性强、政策端扰动较小的品种，中长期看，代理人转型见效、养老和储蓄理财需求均有望支撑行业 NBV 恢复稳健增长。（2）推荐负债端改善延续性较强的标的，推荐中国太保、中国平安、中国人寿，受益标的新华保险和中国人保，港股推荐友邦保险、众安在线和中国财险。

券商：看好景气度占优、金融信息服务类标的的机会

（1）本周日均股票成交额 1.07 万亿，环比+6.3%，本周新成立偏股/非货基金份额 65/238 亿，同比+163%/-38%，环比+33%/-42%。本周北向资金净流出 3 亿，股票型 ETF 净赎回 26 亿，环比-0.24%。（2）本周 LPR 如期下调，

降息举措意在稳增长，稳增长政策逐步发力利于提升市场风险偏好和股市信心；从行业自身景气度看，基金新发同比仍较疲弱，2 季度交易量同比微幅改善，板块后续催化关注稳增长政策，当下仍以结构性机会为主。景气度占优的中小券商和金融信息服务类标的弹性较强，受益标的：指南针、东方证券、兴业证券、财通证券、广发证券、同花顺、东方财富、华泰证券、中信证券。

#### 受益标的组合

保险：中国太保，中国平安，中国人寿，新华保险，中国人保，友邦保险，众安在线，中国财险。

券商&多元金融：指南针、东方证券、兴业证券、财通证券、广发证券、同花顺、东方财富、华泰证券、中信证券。

风险提示：股市波动对券商和保险盈利带来不确定影响；保险负债端增长不及预期；券商财富管理和资产管理利润增长不及预期。

### 【商贸零售】润本股份过会，国货婴童护理品牌前景可期——行业周报-20230625

黄泽鹏（分析师）证书编号：S0790519110001 | 骆崢（联系人）证书编号：S0790122040015 | 杨柏炜（联系人）证书编号：S0790122040052

#### 润本股份过会，国货婴童护理品牌前景可期

本周（6月23日），深耕“婴童护理+驱蚊”的润本股份过会。继红色小象母公司上美股份在港股上市后，润本股份本次成功过会，标志着婴童护理赛道资本化进程持续推进，资本助力下行业有望迎来加速成长。虽然近年来人口出生率持续承压，但随着婴童家庭消费能力提升叠加精细化育儿观念渗透，我国婴童护理市场依旧有望维持稳健增长，根据欧睿咨询数据，2025 年我国婴童护理市场规模有望突破 500 亿元。相较于集中度较高的美法日韩等成熟市场（CR5 均超过 35%），我国婴童护理市场格局较为分散，CR5 仅 19.3%。近年来，随着消费者对国货品牌认可度提升，强生等国际品牌市场份额逐渐被红色小象、启初、润本等国货品牌抢占，欧睿咨询数据显示，我国婴童护理前 15 大品牌中，国货品牌市占率之和已从 2016 年的 18% 提升至 2020 年的 20%。我们认为，科学育儿观影响下，新一代父母层出不穷的细分消费需求和“为品质买单”的消费理念将持续成为国内婴童品牌发展的源动力，推动婴童护理行业向价值提升模式转型，国货婴童护理品牌前景可期。

行业关键词：天猫 618、珀莱雅 618、可复美 618、悦记好零食、上海家化 618

【天猫 618】天猫 618 期间 305 个品牌实现成交额过亿元。

【珀莱雅 618】珀莱雅 618 大促夺得天猫、抖音、京东平台国货美妆第一。

【可复美 618】可复美 618 大促期间线上全渠道 GMV 同比增长 165%。

【悦记好零食】家家悦旗下零食品牌“悦记·好零食”威海、烟台三店同开。

【上海家化 618】上海家化 618 大促期间全渠道全品牌同比增长 34%

#### 板块行情回顾

本周（6月19日-6月23日，除端午假期以外共计3个交易日，下同），商贸零售指数报收2253.53点，下跌5.09%，跑输上证综指（本周下跌2.30%）2.79个百分点，板块表现在31个一级行业中位居第29位。零售各细分板块中，本周钟表珠宝板块跌幅最小，2023年年初至今商业物业经营板块领跑。个股方面，本周焦点科技（+9.9%）、苏美达（+7.5%）、海印股份（+2.5%）涨幅靠前。

投资建议：关注消费复苏主线下的高景气赛道优质公司

投资主线一（化妆品）：关注具备强产品力、强品牌力及强运营能力的国货美妆龙头，重点推荐珀莱雅等；



投资主线二（医美）：行业具备较强成长性，关注合规龙头企业，重点推荐医美产品龙头爱美客、医美机构龙头朗姿股份；

投资主线三（黄金珠宝）：疫后线下消费复苏，关注黄金珠宝优质品牌以及培育钻石赛道先发卡位品牌，重点推荐潮宏基、老凤祥、周大生和中国黄金等；

投资主线四（跨境电商）：AIGC 等新技术有望带来行业降本增效和生态变革，重点推荐东南亚跨境电商龙头吉宏股份，受益标的华凯易佰等。

风险提示：宏观经济风险，疫情反复，行业竞争加剧等。

### 【食品饮料】底部成为共识，等待催化修复——行业周报-20230625

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003 | 叶松霖（分析师）证书编号：S0790521060001 | 逢晓娟（分析师）证书编号：S0790521060002

核心观点：白酒等待催化，大众品机会各异

6月19日-6月21日，食品饮料指数跌幅为4.1%，一级子行业排名第23，跑输沪深300约1.6pct，子行业中其他食品(+0.0%)、保健品(-0.2%)、预加工食品(-1.5%)表现相对领先。在经历小幅反弹后，随着政策预期回落，食品饮料板块再度跑输大盘。当前板块基本面、情绪面、资金面的悲观预期已经体现，弱复苏也已成为共识，政策对于预期的变化成为影响股价波动的重要变量。但我们应清晰的认知到，年内白酒业绩确定性高，当前估值已具备吸引力。年初白酒企业目标制定并不激进，目前仍按节奏推进回款。从春节与五一节日情况判断，场景恢复对销量仍有较大正向刺激。端午节白酒销量占比不高，但从端午假期消费表现也可推断中秋大概率会有旺销出现。酒企渠道蓄水与业绩平滑能力较好，其中高端白酒与地产酒全年业绩确定性较强，盈利预测无需调整。当前白酒估值已接近年来底部位置，当前估值已具备吸引力，继续向下风险不大。下半年需求向好，批价上行可能成为催化剂。而大众品机会各异。多数基本面已在底部，可按景气度、成长性等多条逻辑筛选。啤酒结构升级中长期逻辑清晰，下半年高温天气可能产生催化；调味品仍在复苏进程中，餐饮影响修复速度，行业低速增长，可关注中炬高新股权结构带来催化；休闲食品零食连锁渠道仍在红利期，行业景气度向上，甘源食品仍可阶段布局；（4）食品工业化的长期趋势，预制菜赛道前景看好，安井食品可能受益。

推荐组合：泸州老窖、贵州茅台、伊利股份、甘源食品

（1）泸州老窖：2023Q1业绩向好，激励机制完善后公司动能提升，2023年低度国窖与腰部产品放量，全年业绩确定性较强，（2）贵州茅台：2022年目标圆满完成，2023Q1略超预期。公司以i茅台作为营销体制、价格体系和产品体系改革的枢纽，未来将深化改革进程，公司此轮周期积蓄的潜力进入释放期。（3）伊利股份：2023Q2动销表现好于一季度，全年稳健增长，适合防守型配置。（4）甘源食品：零食专卖店、会员店、电商等渠道拓展预期放量，叠加棕榈油价格同比回落，预计年内业绩弹性较大。

市场表现：食品饮料跑输大盘

6月19日-6月21日，食品饮料指数跌幅为4.1%，一级子行业排名第23，跑输沪深300约1.6pct，子行业中其他食品(+0.0%)、保健品(-0.2%)、预加工食品(-1.5%)表现相对领先。个股方面，西王食品、皇氏集团、莲花健康涨幅领先；来伊份、舍得酒业、黑芝麻跌幅居前。

市场表现：水井坊臻酿八号零售价格上调30元/瓶

6月20日，微酒从经销商处获悉，水井坊臻酿八号500ml常规版（52度/42度/38度）建议零售价格上调30元/瓶。此举将进一步保障经销商和终端商的利益，也是水井坊坚定渠道信心、品牌影响力和品质不断提升的反映（来源于微酒）。

风险提示：经济下行、食品安全、原料价格波动、消费需求复苏低于预期等。

**【化工】工业硅价格底部反弹，关注高弹性龙头——行业周报-20230625**

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 毕挥（联系人）证书编号：S0790121070017

本周（2023.6.19-2023.6.21，下同）行业观点一：受龙头企业减产消息影响，我国工业硅价格中枢上移

2023年6月19日早间，受市场传闻某龙头企业封盘以及停炉减产的传闻影响，我国工业硅期货价格快速走高，于6月19日增长5.96%。6月20日，合盛硅业回应上海证券报记者：“公司在北方的个别工厂，外购电占比高达30%，成本压力较大。计划本周开始陆续停炉检修，预计每天将减产1000吨左右。后期计划将根据市场需求和丰水期的电价成本情况来决定”，证实减产传闻，当日工业硅期货再度收涨。现货方面，据SMM硅世界公众号，目前我国硅持货商挺价情绪积极，部分硅供应商观望暂停报价，市场低价货源大幅减少，活动等工业硅现货实际成交重心上升。基本面方面，近期我国工业硅库存环比持续上升，去化压力增加。据上海有色网公众号，截至6月19日，工业硅市场下游需求表现不佳，多晶硅价格持续下跌，影响磨粉厂采购情绪；有机硅、铝合金等板块表现并无亮点。据SMM此前了解，国内硅厂自4月以来便陆续减产停炉，且停产多集中在北方地区，后续复产时间多随市而定。相比而言，南方硅厂因丰水期，电价相较北方有明显优势，处于缓慢复产阶段。中国有色金属工业协会硅业分会表示，基于5-6月份市场供需改善、成本强力支撑和众多不确定因素，预期工业硅市场价格下行空间有限，并有望短期内止跌企稳。受益标的：合盛硅业、东岳硅材、新安股份、三友化工等。

本周行业观点二：涤纶长丝市场横盘运行，萤石市场维持平稳

涤纶长丝：据百川盈孚数据，6月21日，POY150D/48F市场均价7400元/吨，FDY150D/96F市场均价8075元/吨，DTY150D/48F市场均价8800元/吨，较前一工作日价格持平。萤石：据百川盈孚数据，截至6月21日，当前国内97%湿粉市场均价3125元/吨，同前一工作日；当前华北市场97%湿粉主流价格参考3050-3150元/吨，华中参考3050-3150元/吨，华东参考3150-3250元/吨。

本周新闻：阿布扎比国家石油公司向科思创提出收购要约等

【科思创】根据DT新材料公众号报道，6月20日，阿布扎比国家石油公司(ADNOC)已向科思创(CovestroAG)提出收购要约，磋商目前仍处于早期阶段。据悉该项收购潜在报价为50欧元/股，科思创日前尚未回置评请求。

受益标的

【化工龙头白马】万华化学、华鲁恒升、恒力石化、荣盛石化、东方盛虹、卫星化学、扬农化工、新和成、赛轮轮胎等；【化纤行业】新凤鸣、泰和新材、华峰化学、三友化工、海利得等；【氟化工】金石资源、巨化股份、三美股份、昊华科技、东岳集团等；【农化&磷化工】云天化、兴发集团、川恒股份、云图控股、和邦生物、川发龙蟒、湖北宜化、东方铁塔、盐湖股份、亚钾国际等；【硅】合盛硅业、硅宝科技、宏柏新材、三孚股份、晨光新材、新安股份；【纯碱&氯碱】远兴能源、三友化工、双环科技、山东海化、中泰化学、新疆天业、滨化股份等；【其他】振华股份、黑猫股份、江苏索普、苏博特等。

风险提示：油价大幅波动；下游需求疲软；宏观经济下行。

**【计算机】周观点：关注垂类大模型的投资机遇——行业周报-20230625**

陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001 | 刘道遥（分析师）证书编号：S0790520090001

市场回顾：本周（2023.6.19-2023.6.21），沪深300指数下跌2.51%，计算机指数下跌0.13%。

周观点：关注垂类大模型的投资机遇

(1) 大模型快速升级，使用成本不断降低，推动应用端的繁荣

6月13日，OpenAI宣布了其大型语言模型API（包括GPT-4和gpt-3.5-turbo）的重大升级，实现了性能提升及成本下降。而在6月16日，根据TheInformation报道，MetaCEO马克·扎克伯格正在考虑将开源大型语言模型

LLaMA 的新版本商业化，让其它公司免费使用 LLaMA 开发相关 AI 软件，并允许开发者将这些产品用于商业用途。此外，微软发布了只有 13 亿参数但具有大模型推理能力的开源小模型 Orca，很多基准测试中 Orca 已经超过了 GPT3.5，但仍然要弱于 GPT4，但这个差距正在不断缩小。从国内来看，6 月 9 日，科大讯飞发布了“讯飞星火认知大模型”V1.5。6 月 13 日，360 集团召开 360 智脑大模型应用发布会，正式发布了认知型通用大模型“360 智脑”4.0 版本。随着国内外大模型快速迭代，降本增效趋势下有望推动国内外应用端的快速繁荣。

(2) 海外企业级 AIGC 应用陆续落地，增收降本的功效有望逐渐显现

5 月底 SAP 宣布将类 ChatGPT 功能集成在产品矩阵中，包括 SAPSuccessFactorsRecruiting、SAPTransportationManagement、SAPDigitalAssistant 等，为客户提供简单、高效、拟人化的生成式 AI 服务。6 月 12 日，Salesforce 宣布推出 AICloud，AICloud 的核心是 Einstein，为所有应用程序和工作流提供可信、开放和实时的生成式体验。海外企业级 AIGC 产品陆续落地，增收降本的功效有望逐渐显现。

(3) 国内垂类大模型即将密集发布，应用落地不断加速

国内垂类大模型即将迎来密集发布期，例如，6 月 28 日，“刷新”恒生电子&恒生聚源数智金融新品联合发布会将于杭州举办，面向金融行业发布多款数智金融新品。6 月 29 日，拓尔思拓天大模型成果发布会即将举行，分享拓天大模型在媒体、政务、金融三个行业的应用成果。7 月 10 日，华宇软件将正式发布法律领域大语言模型“万象”。预计 6 月底开始，国内垂类大模型即将密集发布，应用成果也正在加速落地。

#### 投资建议

AI+企业应用：重点推荐金山办公、致远互联、彩讯股份、焦点科技、上海钢联、用友网络、金蝶国际、普联软件、石基信息等，受益标的包括福昕软件、泛微网络、汉仪股份等；AI+金融：重点推荐恒生电子、同花顺、顶点软件等；AI+低代码：重点推荐卓易信息，受益标的包括普元信息、金现代等；AI+教育：重点推荐科大讯飞、新开普；AI+政务：重点推荐拓尔思等，受益标的包括华宇软件；AI+军工：重点推荐航天宏图、中科星图、华如科技、淳中科技等。

风险提示：经济环境下行风险；国内大模型能力不及预期等。

### 【煤炭开采】**煤价持续反弹&天气炎热，煤炭股可顺势布局——行业周报-20230625**

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003 | 汤悦（联系人）证书编号：S0790123030035

投资逻辑：煤价持续反弹&天气炎热，煤炭股可顺势布局

本周（2023.6.19-2023.6.21，下同）国内秦港 Q5500 动力煤平仓价 820 元/吨，环比大涨 8.04%，反弹势头良好。我们曾提出 709-770 元的底部区间，主要是基于以下几个方面：一是 709 元是年度长协 6 月的参考价，770 元是年度长协区间的上限，跌至此区间电厂将更多的采购现货而减少长协；二是近年来动力煤到环渤海港口的完全成本平均值已大幅提升，成本曲线的边际最高成本超过 700 元，煤价逼近成本价将导致部分煤矿减产。考虑到恐慌情绪已充分释放，叠加海外天然气前期连续反弹有利于降低煤炭甩货意愿，煤价探底基本完成。基本面也出现改善：安监趋严且地域范围扩大导致近两周晋陕蒙 422 家开工率明显下滑，从 83%下探至 81%甚至 80%；天气炎热电厂日耗远超历年同期水平，电厂和港口库存均在历史高位出现拐点，尽管近期电厂库存下跌有所放缓，但秦皇岛港口库存仍在快速去库，本周环比跌幅达到 8.1%，同时秦皇岛至广州和上海的海运费环比出现 25%+的上涨，表明电厂高日耗带动港口去库明显且买货踊跃；5 月全社会用电量同比+7.4%，发电侧 5 月份火力同比+15.9%且涨幅扩大 4.4 个百分点，水电同比-32.9%且跌幅扩大 7 个百分点，用电旺季叠加火力发电出力高增有望进一步带动电煤需求。5 月进口煤环比-2.7%，连续两个月处于下行趋势；非电煤的水泥开工率本周环比提升 2.6 个百分点，经济或已出现一定起色；此外稳增长政策也是市场最为关注的变量，有力且明确的政策如有定调将改变整体顺周期的预期，上周央行下调 OMO 和 MLF 利率各十个基点，降息稳增长政策出台。从股票投资配置而言，我们对煤炭板块仍维持高胜率与高安全边际的逻辑推荐：如果对经济悲观，当前买入煤炭股票则多数可以获得 10%左右的股息率，高分红也受到了资本市场资金的青睐，六月开始进入分红季，预计仍会一定程度催化股价；如果看



多经济，煤炭股同样也会成为进攻品种，作为上游资源环节必然受到下游需求的拉升而反映出价格上涨，再叠加煤炭产量供给的受限，价格还有望表现出超预期上涨，反映在股票层面上可以赚到更多的资本利得或更好的超额收益。从安全性而言，我们认为煤炭股的估值已经处在历史的底部区域，PE 估值对应 2023 年业绩多为 5 倍，以 PB-ROE 方法分析煤炭股高 ROE 而 PB 却大幅折价。陕西和内蒙在一级市场招牌挂出让矿权均实现了高溢价（陕西溢价率 500%+，内蒙溢价率 200%+），伊泰煤炭溢价 50% 回购 H 股并港股退市，这些均证明当前煤炭企业价值被低估；通过煤炭股二十年复盘，盈利稳定性高且持续高分红的公司确实会提升估值，中国神华从 2021 年 11 月以来的估值提升就是强有力的证明，“中国特色估值体系”对煤炭板块的估值提升也带来催化。高分红兼具高弹性的双重受益标的（多数再叠加高成长）：兖矿能源、山煤国际、广汇能源、山西焦煤、潞安环能；稳健高分红受益标的：中国神华、陕西煤业；经济复苏及冶金煤弹性受益标的：平煤股份、淮北矿业（含转债）、神火股份（煤铝）；中特估预期差最大受益标的：中煤能源；能源转型受益标的：华阳股份、美锦能源（含转债）、电投能源、永泰能源。

**煤电产业链：日耗维持高位，煤价已经持续反弹**

供给端：近两周晋陕蒙三省 442 家煤矿合计开工率处于低水平位，从 5 月约 84% 均值下探至当前的 82%。需求端：连续数周沿海八省电厂日耗均高于往年同期，处于历史同时最高水平；库存继续去化，连续三周下跌。后期判断：供给方面，煤矿安全专项整治将持续至 2023 年底，内蒙对有安全隐患煤矿进行产能核减，开工率和黑煤均存在制约。需求方面，随着迎峰度夏带来高温影响需求上行，另外非电行业（冶金、水泥、化工）需有望受到政策催化，因此预判现货煤价有望反弹持续。

**煤焦钢产业链：钢厂高开工率&低库存，需求有望受政策催化**

供给端：国内供给受到矿难和严格的安全生产形势影响，进口煤 5 月延续回落，但 3 月进口受到抢先通关影响；需求端：钢厂开工率仍旧保持 83.09% 高位，钢厂炼焦煤库存处于历史底部。后期判断：供给方面：炼焦煤国内产量并无明显增量且安全生产将持续趋严，蒙古焦煤进口受到其产量的瓶颈限制、澳洲焦煤需要比较价差。需求方面：“煤焦钢”产业链预期受到政策催化，炼焦煤价已处于底部，有望受到补库需求支撑。

风险提示：经济增速下行风险，疫情恢复不及预期风险，新能源加速替代风险。

## 【医药】关注中药、IVD 及高值耗材的投资机会——行业周报-20230625

蔡明子（分析师）证书编号：S0790520070001 | 余汝意（联系人）证书编号：S0790121070029

一周（2023.6.19-2023.6.21，下同）观点：全国中成药集采拟中选结果公布，建议关注相关投资机会

2023 年 6 月 21 日，全国中成药集采联合采购办公室举办了全国中成药采购联盟集中带量采购信息公开大会，并对拟中选结果进行公示，公示时间为 6 月 22 日至 6 月 27 日。从公示的信息看，本次集采共有 86 家企业、95 个报价代表品参与现场竞争，63 家企业、68 个报价代表品中选，中选率达 71.6%，中选品种平均降幅 49.36%。中选产品剂型规格齐全，当前临床使用的主流产品大多中选，可有效满足临床用药需求。

一周观点：体外诊断+高值耗材有望迎集采和诊疗复苏双重共振

体外诊断板块：诊疗持续复苏同迎估值修复。随着国内疫情放开，院内手术量和诊疗量同比和环比不同程度恢复，我们预计二季度诊疗强相关体外诊断个股业绩有望延续 2023Q1 高增长态势。随着集采政策规则明朗和范围扩大，赛道不确定性将下降，板块或迎估值修复行情，部分子板块，如化学发光国产化率有望快速提升。

高值耗材板块：国内高值耗材虽在集采和 DRGs 双重控费背景下，但目前高耗集采政策降价幅度逐渐柔和，部分国产化率、短期竞争格局优的赛道或将先通过国产替代和产品升级走出集采阴影。高值耗材作为手术诊疗恢复的直接受益板块，2023 年全年增长持续性较强。以骨科、血液净化、神外、普外、心内外为代表的高值耗材或迎来强势诊疗恢复和集采共振。

本周医药生物同比下跌 3.16%，医药商业板块跌幅最小

2023 年 6 月 19 日至 6 月 21 日，本周上证综指下跌 2.3%，报 3197.9，中小板下跌 1.97%，报 7275.93，创业板下跌 2.57%，报 2211.84。医药生物同比下跌 3.16%，报 8476.07，表现弱于上证 0.86 个 pct，弱于中小板 1.2 个 pct，弱于创业板 0.6 个 pct。本周医药生物子版块均下跌，其中医药商业板块跌幅最小。估值溢价方面，全部 A 股估值为 13.19 倍，医药生物估值为 27.4 倍，对全部 A 股溢价率为 107.67%，低于历史均值 66.3 个 pct（2011 年初至今）。

推荐及受益标的

推荐标的：中药：太极集团、悦康药业；零售药店：益丰药房、老百姓、健之佳；服务：美年健康、锦欣生殖、盈康生命；CXO：泰格医药、康龙化成、泓博医药；科研服务：皓元医药、毕得医药；生物制品：博雅生物；创新药：东诚药业；化药原料药：人福医药、华东医药；医疗器械：振德医疗、康为世纪、戴维医疗。受益标的：中药：片仔癀、康恩贝、桂林三金；零售药店：大参林、一心堂；服务：爱尔眼科、希玛眼科、通策医疗；CXO：九洲药业、诺思格、普蕊斯；科研服务：百普赛斯、阿拉丁、药康生物；生物制品：神州细胞；创新药：荣昌生物、科伦药业、乐普生物；化药原料药：远大医药、恩华药业、九典制药；器械：迈瑞医疗、联影医疗。

风险提示：政策执行不及预期，行业黑天鹅事件。

### 【化工】萃取法盐湖提锂选择性能突出，未来发展空间广阔——行业周报-20230625

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 张晓锋（分析师）证书编号：S0790522080003

本周（2023.6.19-2023.6.21，下同）行情回顾

新材料指数下跌 2.21%，表现强于创业板指。半导体材料跌 2.27%，OLED 材料跌 0.9%，液晶显示跌 1.34%，尾气治理涨 1.81%，添加剂跌 2.68%，碳纤维跌 1.09%，膜材料跌 0.54%。涨幅前五为双星新材、维信诺、艾可蓝、瑞联新材、阿石创；跌幅前五为安集科技、乐凯新材、江丰电子、兴森科技、苏博特。

新材料周观察：萃取法盐湖提锂选择性能突出，未来发展空间广阔

我国新能源行业快速发展，盐湖提锂市场规模有望快速增长。目前，我国已成为了全球最大的碳酸锂消费国。据中期研究数据，2022 年底，我国碳酸锂消费量为 50.5 万吨，占全球消费量的 81%。据《中国盐湖卤水提锂产业化技术研究进展》（乜贞等）数据，我国约 80% 锂资源量存在于盐湖当中，但由于我国盐湖锂资源的开发受到了技术壁垒和地理生态环境制约，我国盐湖提锂产业在世界锂盐产业中占比仅 10% 左右。随着我国对于锂资源安全供应意识不断增强，以及对于锂资源需求的快速增长，盐湖提锂市场规模有望快速增长。目前主要的盐湖提锂技术当中，萃取法通过采用对锂具有高选择性的有机溶剂，将锂从卤水中萃取入有机相，之后再对有机相进行洗涤、反萃、再生，可针对性地将  $\text{Li}^+$  从溶液中共萃出来，具有选择性高的突出优势，因而在青海高镁锂比盐湖卤水提锂中得到了工业应用。据大柴旦行政委员会官网、格尔木融媒公众号等报道，青海兴华锂盐、金昆仑锂业分别在青海大柴旦盐湖具有 1 万吨/年氯化锂产能、0.3 万吨/年金属锂产能。此外，溶剂萃取法还具有操作过程简单、自动化程度高、耗能少、投资成本低等优势。萃取法提锂过程主要包括萃取、洗涤、反萃、再生 4 个工序，而在萃取过程中，萃取体系的性能对最终的提锂效果起到了关键性作用，其中萃取体系磷酸丁三酯（TBP）+ $\text{FeCl}_3$  应用广泛。但 TBP 存在较强的溶胀和腐蚀设备的问题，同时存在一定环境污染的风险。后续行业还需积极开发绿色新型萃取体系，避免萃取剂对设备以及环境的破坏。总体上看，在新能源行业快速发展的推动下，萃取法提锂技术凭借其选择性高、自动化程度高等优势，有望在盐湖提锂行业中获得更大的市场占有率，未来发展空间广阔，看好具有较强研发能力的，具可研发绿色新型萃取体系的企业。受益标的：新化股份。

重要公司公告及行业资讯

【鼎龙股份】减持结果：公司监事田凯军先生通过集中竞价交易方式减持公司股份 3.00 万股，占公司总股本比例的 0.003%

### 受益标的

我们看好在国家安全、自主可控战略大背景下，化工新材料国产替代的历史性机遇：**【电子（半导体）新材料】**昊华科技、鼎龙股份、国瓷材料、阿科力、洁美科技、长阳科技、瑞联新材、万润股份、东材科技、松井股份、彤程新材等；**【新能源新材料】**泰和新材、晨光新材、宏柏新材、振华股份、百合花、濮阳惠成黑猫股份、道恩股份、蓝晓科技、中欣氟材、普利特等；**【其他】**利安隆等。

风险提示：技术突破不及预期，行业竞争加剧，原材料价格波动等。

### **【汽车】新能源汽车购置税减免延续政策落地，有望刺激中期需求增量——行业点评报告-20230623**

邓健全（分析师）证书编号：S0790521040001 | 赵悦媛（分析师）证书编号：S0790522070005

新能源车购置税继续免征，减免延长至 2027 年

6 月 21 日，财政部、税务总局、工业和信息化部发布《关于延续和优化新能源汽车车辆购置税减免政策的公告》。为支持新能源汽车产业发展，促进汽车消费，公告明确指出，对购置日期在 2024 年 1 月 1 日至 2025 年 12 月 31 日期间的新能源汽车免征车辆购置税，其中，每辆新能源乘用车免税额不超过 3 万元；对购置日期在 2026 年 1 月 1 日至 2027 年 12 月 31 日期间的新能源汽车减半征收车辆购置税，其中，每辆新能源乘用车减税额不超过 1.5 万元。公告再次明确，享受车辆购置税减免政策的新能源汽车，是指符合新能源汽车产品技术要求的纯电动汽车、插电式混合动力（含增程式）汽车、燃料电池汽车。此外，还规定了“换电模式”下新能源汽车的计税方法。

新一轮购置税减免或将超 5000 亿

此前免征新能源汽车购置税政策已经三度延期。新能源汽车购置税免征政策于 2014 年 9 月 1 日开始执行，最初计划于 2017 年底到期；随后由于市场反响积极，相关部门将该政策延续至 2020 年末；2020 年 3 月，为促进汽车消费，新能源汽车免征购置税政策再次被延长两年至 2022 年底；2022 年 9 月，又将该政策延续至 2023 年底。本次会议举措也意味着 2024 起新能源汽车购置税减免政策将再度延续。财政部副部长许宏才指出，截至 2022 年底，上述政策累计免税规模超过 2000 亿元，预计 2023 年免税额将超过 1150 亿元。而此次实行新能源汽车车辆购置税减免延长政策，根据财政部初步估算，2024-2027 年减免车辆购置税规模总额将达到 5200 亿元。

### 投资建议

汽车消费政策暖风再起，2024-2027 年新能源汽车购置税减免政策将再度延续，有望刺激中期需求增量。整车厂方面，受益标的包括比亚迪、长城汽车、长安汽车、吉利汽车、广汽集团、上汽集团以及新势力蔚来汽车、小鹏汽车、理想汽车等。零部件方面，受益标的包括保隆科技、继峰股份、伯特利、新泉股份、双环传动、中国重汽、三花智控、隆盛科技、贝斯特、欣锐科技、泉峰汽车、科博达、得邦照明、星宇股份、文灿股份、骆驼股份、岱美股份、阿尔特、华域汽车、拓普集团、银轮股份、旭升股份、英搏尔等。

风险提示：国内外宏观经济波动；汽车消费刺激政策效果不及预期；新能源汽车销量不及预期。

### **【传媒】版号如期发放，关注 AI 在游戏领域的加速落地——行业点评报告-20230622**

方光照（分析师）证书编号：S0790520030004 | 田鹏（联系人）证书编号：S0790121100012

6 月份国产版号共 89 款，版号稳定发放有望为游戏行业增长提供坚实基础

6 月 21 日，国家新闻出版署官网公布了 6 月国产网络游戏审批信息，本次共发放 89 款游戏版号。多款上市公司旗下游戏获批版号，包括腾讯《星之破晓》、网易《燕云十六声》、吉比特《神州千食舫》、盛天网络《潮灵王国：起源》、恺英网络《妖怪正传 2》、星辉娱乐《斗破苍穹：异火降世》、游族网络《绯色回响》、凯撒文化《镇魂街：破晓》、中青宝《岛与工厂》、中手游《仙剑世界》等。游戏版号持续稳定发放，2023 年 1/2/3/4/5/6 月的版号数量分别为 88/87/86/86/86/89 款。我们认为，游戏版号的稳定发放，有助于促进游戏市场供给端的持续改善，同时增强市场信心，为各游戏厂商持续加大研发投入，打造精品游戏提供保障，叠加 AIGC 等技术赋能，驱动游



戏行业长期稳定增长。

暑期旺季即将到来，头部游戏有望加速上线，带动相关公司业绩增速提升

2023年Q2以来，成功拿到版号的头部游戏开始加速陆续上线，如腾讯《合金弹头：觉醒》《白夜极光》、网易《超凡先锋》、完美世界《天龙八部2》、吉比特《这个地下城有点怪》、巨人网络《原始征途》、心动公司《火炬之光》《火力苏打》、三七互娱《凡人修仙传：人界篇》等纷纷在Q2上线，根据七麦数据，这些头部游戏上线后都在IOS畅销榜中排名靠前，有望为行业带来明显增量。目前仍有大量已拿到版号且未上线的头部产品，随着暑期旺季到来，有望加速上线，包括腾讯《无畏契约》《王者万象棋》《命运方舟》（7月20日公测）、网易《逆水寒》手游（6月30日公测）《巅峰极速》、完美世界《神魔大陆2》（6月25日公测）、吉比特《不朽家族》《超进化物语2》等。我们认为，拿到版号的头部上线加速上线，有望带动相关公司业绩增速提升，同时带动游戏行业整体增速提升。

游戏领域有望迎来AI加速落地期，驱动游戏板块估值提升

随着AI大模型的快速发展与各游戏公司的积极推进，游戏领域或有望迎来AI的加速落地期，例如紫天科技研发的AI文字推理侦探游戏《大侦探智斗小AI》已于近期在港澳台地区上线，成为首款实现商业化的原生AI游戏，玩家可在游戏中扮演福尔摩斯，通过与嫌疑人进行多轮对话寻找线索，从而推理出罪犯，嫌疑人对话内容由类ChatGPT的聊天机器人生成。网易旗下6月30日即将上线的《逆水寒》手游也在游戏中增加了基于大模型的人工智能NPC。我们认为，AI在游戏领域的加速落地，一方面，能够有效替代美术外包等工作，降低研发成本；另一方面，基于AI的更智能的NPC、更人性化的交互系统、更自由的场景生成或大幅提升玩家体验及游戏社交属性，驱动用户数、付费率、ARPPU提升，AI原生游戏则有望给玩家带来全新体验，打开新的商业化空间。建议加大游戏板块配置力度，重点推荐姚记科技、完美世界、吉比特、心动公司、腾讯控股、网易-S、创梦天地，受益标的包括星辉娱乐、神州泰岳、巨人网络、恺英网络、紫天科技、三七互娱、盛天网络、富春股份、宝通科技、冰川网络等。

风险提示：新游上线时间或表现不及预期；AI在游戏领域落地进展不及预期。

**【商贸零售：华凯易佰(300592.SZ)】跨境电商泛品龙头，深筑数字化壁垒驱动多元发展——公司首次覆盖报告-20230625**

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

跨境电商头部卖家，多元矩阵驱动成长，首次覆盖给予“买入”评级

华凯易佰是跨境电商行业泛品类头部卖家，通过自研信息化系统，以智能化、数字化深筑运营能力壁垒，未来在巩固泛品类竞争优势基础上，发力“精品+亿迈生态平台”，有望打造第二增长曲线。我们预计公司2023-2025年归母净利润为3.60/5.36/6.72亿元，对应EPS为1.25/1.85/2.32元，当前股价对应PE为21.9/14.7/11.7倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

跨境电商行业空间广阔，外部环境已显著改善，头部卖家有望强者愈强

我国跨境电商行业空间广阔，依托本土制造产业优势、政策扶持实现蓬勃发展。2022年下半年以来，受益于海运价格显著回落、头部平台政策放宽等积极变化，跨境电商外部市场环境已显著改善；同时，在海外经济下行背景下，消费者对高性价比商品的需求也明显提升。竞争格局方面，未来随着行业发展进入深水区，头部卖家凭借运营能力优势及AI等新技术赋能，有望强者愈强。

华凯易佰：深耕跨境出口电商领域，信息化系统建设深筑运营能力壁垒

(1) 产品开发：推动全品类开发，深度挖掘差异化蓝海品类和细分产品，“小量多批、快速试错”的管控逻辑则提升了整体效率。未来受益于海外经济下行带来的需求，公司泛品类有望表现韧性保证增长中枢，精品类则有望创造增量弹性。(2) 产业链：公司将国内仓与海外仓组合运用，适配不同产品；坚持多平台发展、多市场布

局战略，降低经营风险，东南亚、拉美等新兴市场有望带来增量。(3) 信息化：未来跨境商家运营能力重要性将愈发凸显，公司战略眼光独到，先发投入信息化系统建设，智能化、数字化水平业内领先，在运营能力方面构筑坚实竞争壁垒，未来有望在库存管理、产品运营、用户触达等方面放大竞争优势。(4) 亿迈平台：公司创立“亿迈”一站式跨境电商综合服务平台，从商品、系统、设施和服务等四个方面，为中小卖家提供全方位的跨境业务解决方案，从而实现与传统电商企业的错位竞争，未来有望发展为公司新的业绩增长点。

风险提示：宏观经济波动、市场竞争加剧、平台政策变化、新业务不及预期。

## 【社服：医思健康(02138.HK)】持续扩张费用增加致盈利能力承压，静待爬坡——港股公司信息更新报告-20230625

初敏（分析师）证书编号：S0790522080008

收入端规模提升明显，利润端阶段性承压静待运营改善

公司公告 FY2023 实现主营业务收入 38.75 亿港元/yoy+32.7%，净利润 1.07 亿港元/yoy-60.4%，归母净利 0.7 亿港元/yoy-64.7%，净利率 2.8%/yoy-6.5pct。盈利能力承压系成本增加：(1) 侧重对新医疗设施投资，存货及耗材成本增加 58.2%，注册医生增加 62 人至 313 人，开支 9.75 亿港元/yoy+48.6%。(2) 租金、折旧、厂房等支出增加 FY2023 折旧 4.88 亿港元/yoy+36%。(3) 通胀进一步拉高一般行政成本。考虑到疫后经济和居民消费力恢复尚需时日，我们下调 FY2024/2025 盈利预测，预计 FY2024-2026 公司可实现归母净利润 2.8/5.1/6.5 亿港元(FY2024/2025 前值为 4/6)，yoy+307.5%/+79.4%/+27.7%，对应 EPS0.2/0.4/0.5 港元，PE 为 18.0/10.0/7.9 倍，公司长期向好趋势不变，维持“买入”评级。

医疗+兽医服务点快速扩张，疫情+消费信心低迷影响医美业务恢复节奏

报告期内公司服务点增加 20 个至 168 个（中国香港 147+内地 17+澳门 4），服务面积增长 32%。FY2023 全年内生增长/收并购收入占比 96%/4%。分业务：(1) 医疗：FY2023 实现营收 25.42 亿港元/yoy+50.5%，占比提升至 65.6%。其中年内完成的收并购业务收入占比 5.3%(1.35 亿港元)，增长系医疗专科数量增长 6 个至 35 个，服务能力提升承载更广泛客群。(2) 医美：FY2023 实现营收 11.02 亿港元/yoy+1%，占比 28.4%，受 FY2023Q1 疫情冲击，中国香港医美营收 8.04 亿港元/yoy-0.1%。(3) 兽医及其它：FY2023 营收 2.31 亿港元/yoy+66%，占比 6%，营收增长较快系年内收购 1 间兽医诊所并开设首家自建兽医医院。公司兽医业务提供全科和专科业务，将成为新增长引擎。分区域：FY2023 中国香港/中国澳门/中国大陆实现收入 35.78/1.29/1.69 亿港元，yoy+35.9%/13.6%/-2.5%。

多元布局价值显现，内地客流回补+优化运营盈利修复可期

多业务协同和品牌价值逐步显现。FY2023 公司复购率为 82.7%，跨品牌消费比例 26.4%，老客/新客收入占比 67%/33%，新客收入占比提高 3pct。同时，内地赴港旅客贡献占全年中国香港销售 6.4%，FY2023Q4 的 14.6%(约 1.46 亿港元)，恢复明显。公司巩固与 TTIPP 主要参与者合作，合理控制各项成本提高盈利能力，并向产业链上游延伸，未来在但不限于澳大利亚、新加坡、日本等地拓展业务。

风险提示：地缘冲突，宏观经济下行、新店扩张不及预期。

## 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