



孟斯硕 | 东兴证券食品饮料行业首席分析师

S1480520070004, 010-66554035, mengssh@dxzq.net.cn

食品饮料：宏观政策刺激预期增强，消费资产定价重估

随着央行通过 MLF 操作降息等一系列刺激经济措施的出台，市场对于未来政策宽松预期增强，经济修复预期背景下，市场对于消费资产定价进行调整，食品饮料板块在过去一周领涨。此前我们在《白酒行业：如何理解当前资产定价》（2023 年 05 月 05 日）中分析，食品饮料属于经济复苏中周期板块，经济复苏预期影响资产定价中分子端定价，消费板块会经历一轮价值重估。

6 月央行率先降息，此外，中央人民政府网援引新华社报道，国务院总理李强 6 月 16 日主持召开国务院常务会议，研究推动经济持续回升向好的一批政策措施。会议提到，针对经济形势的变化，必须采取更加有力的措施，增强发展动能，优化经济结构，推动经济持续回升向好。会议围绕加大宏观政策调控力度、着力扩大有效需求、做强做优实体经济、防范化解重点领域风险等四个方面，研究提出了一批政策措施。会议强调，具备条件的政策措施要及时出台、抓紧实施，同时加强政策措施的储备，最大限度发挥政策综合效应。结合国务院会议，我们推测，政府的一揽子宽松措施有望近期出台，可以期待更多政策推进落地以托底经济修复。在这一背景下，从环比增长来看，我们预期二季度有望成为全年经济的底部，消费有望整体回暖。

我们延续之前对于食品饮料资产定价的判断：1、消费是滞后于经济复苏的，在经济复苏周期中，消费是复苏中期表现明显的行业。经济复苏从 12 月份（疫情政策调整）开始，预期消费会落后经济复苏 6-9 个月，所以今年下半年会是消费复苏重要观察窗口。2、对今年需求持续复苏的判断不变，当前需求复苏从个人消费需求开始，随着宏观经济的向好，商务活动会更加活跃，白酒的需求将会得到支撑。3、美国利率下行，对国内核心资产定价有帮助。

建议关注白酒、预制食品、调味品等下半年复苏较为明确的板块，重点推荐：贵州茅台、古井贡酒、五粮液、千味央厨、安井食品等。

风险提示：宏观经济复苏不及预期，白酒需求回暖不及预期，主流酒企批价回升不及预期等。

参考报告：《食品饮料行业报告：宏观政策刺激预期增强，消费资产定价重估》2023-06-20



石伟晶 | 东兴证券传媒行业首席分析师

S1480518080001, 021-25102907, shi_wj@dxzq.net.cn

传媒：拼多多（PDD）：架构调整，加强海外布局

架构调整，加强海外布局。2023年4月，公司发布公告，联合创始人赵佳臻将出任执行董事和联席CEO，与CEO陈磊搭档，共同管理公司业务。陈磊侧重全球化，赵佳臻侧重供应链管理和中国业务运营。我们认为，通过联席CEO制度，CEO陈磊及相应团队将能更为专注海外市场，保持公司整体高效决策效率。2022年9月1日，拼多多正式在海外上线跨境电商平台Temu。截至2023年5月，Temu已经开通16个国家地区站点（覆盖北美、南美、欧洲、大洋洲等），有望成为公司第二增长曲线。目前Temu平台短期处于投入期，但一季度公司净利润大幅增长，显示Temu对公司整体业绩影响可控。

投资建议：持续看好国内主站与海外Temu平台发展前景，预计2023-2025年公司归母净利润分别为378.7亿元，467.3亿元和585.9亿元，维持“推荐”评级。

风险提示：（1）主站APP品牌化进展缓慢；（2）多多买菜盈利能力下降；（3）跨境电商业务进展缓慢。

参考报告：《拼多多（PDD）2023年Q1业绩公告点评：低价模式驱动收入快速增长，架构调整加强海外布局》2023-06-07



曹奕丰 | 东兴证券交运首席分析师

S1480519050005, 021-25102903, caoyifengwx@163.com

交运：航空国际线运力投放增长放缓，暑运重点关注客座率提升

国内航线表现平稳，客座率略降：4月以后，各航司国内运力投放基本到位。五一黄金周期间旅游出行需求较为火爆，但由于五一小长假将旅游需求集中兑现，后续一段时间旅游出行需求阶段性的疲软，导致5月整体客座率环比4月略降。从疫情前的客座率季节性表现来看，5月客座率也处于相对较低的水平。我们预计随着暑运到来，后续国内航线客座率会有持续改善。

国际航线从高速增长转向平稳增长：5月上市航司国际航线运力投入水平提升至19年的39%（4月约为33%）。三大航还能观察到运力投放的明显提升，但运力投放更加灵活的春秋和吉祥已经观察到运力投放的放缓，说明目前国际航线运力投放已经逐步脱离高速增长期，后续会进入平稳增长的态势。这一方面是因为短途国际航线在经过几个月的快速放量后，供给阶段性的饱和，消化快速增长的供给需要时间；另一方面则是而国际长航线的恢复本来就比较缓慢，还受到目前国际形势不明朗的负面影响。

各航司中，5月只有南航实现了运力供给与客座率的双升，这可能与南航东南亚航线占比较高，而东南亚航线旅游出行需求较旺盛有关。日韩航线及国际长航线受限于国际局势和签证条件限制等原因，需求暂时还受到一定压制，外在表现为客座率不足。

因此，暑运期间相比于供给投放的增长，我们更希望看到客座率的稳步提升。三大航的国际航线客座率中，目前仅南航客座率能稳定在70%以上，东航与国航都在60%上下徘徊，还有很大的提升空间。

投资建议：我们认为航空股经过之前一段时间的回调已经基本到位，目前是较好的左侧配置时机。

风险提示：宏观经济下行；民航政策变化；安全事故；油价汇率大幅波动；异常天气因素等。

参考报告：《航空机场5月数据点评：国际线运力投放增长放缓，暑运重点关注客座率提升》
2023-06-20



洪一 | 东兴证券电新行业分析师

S1480516110001, 0755-82832082, hongyi@dxzq.net.cn

电新：光伏上游价格逐步触底，静待需求回升

据PV Infolink官方微信公众号发布的统计数据，本周硅料价格继续下跌，主流致密料主流价格下跌至68元/kg，单周环比下跌12.8%，硅片价格下跌幅度分化，182mm下跌至2.8元/片，210mm下跌至4.2元/片左右，跌幅分别为8.2%、9.7%。电池片环节价格也随之下跌，182、210尺寸均价分别落在0.72、0.75元/w。组件价格继续回落，单面与双面主流价格分别为1.43-1.44、1.46-1.47元/w。目前终端需求观望情绪仍然浓厚，消纳速度不达预期，预期在库存压力下，6月组件排产环比增长有限，终端需求仍静待产业链价格在快速调整后，能够进入相对稳定波动的时期。

4月底和5月初，美国参众两院分别投票通过了终止东南亚四国太阳能关税豁免法案，一度带来对行业出口的担忧。拜登否决的结果意味着，对东南亚四国太阳能产品关税豁免将至少持续到2024年6月，我国企业在东南亚的光伏产能短期将不受影响。美国将继续专注于扩大美国的产能来强化美国的能源安全，但与此同时中国企业也已做足准备，法案将加快国内新能源企业的全球化布局，以应对海外国家的本土培育战略。

我们认为，光伏行业高景气高成长确定性强，欧美发展部分本土制造业不改光伏行业“量增”逻辑。随着今年硅料供应逐步释放，电站回报率提升将刺激光伏地面电站建设需求释放，预计23年全球新增装机将达300GW以上。同时，硅料降价将带来产业链利润重分配，组件向下游电站的让利压力以及组件对辅材的压价压力都将减小，利好一体化组件企业而非硅环节。可把握以下三条主线：主线一：行业利润重分配，一体化组件和胶膜、接线盒等辅材受益。相关标的：天合光能、晶科能源、赛伍技术、福斯特、快可电子、通灵股份。主线二：地面电站需求边际释放，大逆变器和储能pcs需求快速增长。相关标的：阳光电源、上能电气。主线三：N型电池崛起，受益的配套产业链公司；包括topcon、hjt、ibc、钙钛矿等路线相关设备企业，银浆国产化企业等。

风险提示：新能源装机不及预期；产业链价格上涨或影响下游需求释放。

参考报告：《光伏产业链价格快速下拜登继续缓征东南亚光伏关税》 2023-06-08

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级(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)：以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级(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)：以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦5层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526