

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2023-06-29

宏观策略

2023年06月29日

宏观点评 20230628: 如何看待生产和利润的“剪刀差”?

不得不说不本轮经济复苏下,利润的反弹有点慢。我们认为可以从利润率、出口、行业构成三个角度去看待这一“剪刀差”:由于内需不足,成本上升的同时企业提价存在困难,利润率的低迷是当下企业面临的重大难题;出口的分化导致中游参差不齐,计算机电子行业受累于全球半导体周期;同时地产和商品价格的低迷使得上游成为最大拖累(一般持续17至18个月)。不过我们认为,基于历史经验、周期规律以及基数效应,工业企业利润或将于三季度转正。

晨会编辑 曾朵红

执业证书: S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

固收金工

固收点评 20230628: 外需重要性提升,政策和债市如何演绎?—利率走势逻辑分析系列三

出口在中长期视角下具备地域和产品拓展的优势,短期视角下国内外物价的错位创造了有利条件,官方和财新制造业PMI从侧面印证当前外贸景气度较高。下半年宽货币政策或再现,内防风险外推出口,债券牛市有望延续。

固收点评 20230628: 力合转债: 双模芯片抢占市场先机

我们预计力合转债上市首日价格在109.78~122.50元之间,我们预计中签率为0.0015%。

固收点评 20230628: 内需刺激手段和效果如何?—利率走势逻辑分析系列二

5月物价数据映射内需未稳的弱现实,居民消费是最终消费复苏缓慢的主要拖累。为促进消费复苏,多地陆续发行消费券。与美国大范围、广覆盖的直接现金补贴不同,我国政府发放消费券主要是采用多地、多次分批发放的散点模式。尽管总体核销率较高,但受限于覆盖范围小、人均补贴金额低、存在套利规则漏洞以及主要适用于餐饮、旅游日常消费等因素,消费券转化为增量消费的程度不及预期。在内需修复动能减弱的背景下,央行本轮降息只是政策发力的起点,不排除四季度再次降息的可能,下半年债牛行情有望延续。

行业

推荐个股及其他点评

佳禾食品(605300): 掘金植脂末,咖啡第二成长曲线逐显

考虑公司处于植脂末客户稳定、咖啡客户持续增加、产能持续提升阶段,盈利能力将趋于稳定,我们预计公司2023-2025年实现归母净利润2.68、3.64、4.85亿元,同比+132%、36%、33%,给予2024年PE为35倍,目标价32元,首次覆盖,给予“买入”评级。

晶盛机电(300316): 发布8英寸单片式碳化硅外延设备,技术突破迎新进展

光伏设备是晶盛机电的第一曲线，第二曲线是半导体设备放量，第三曲线是光伏耗材和半导体耗材的完全放量，我们维持公司 2023-2025 年的归母净利润为 47/58/70 亿元，对应 PE 为 19/15/13 倍，维持“买入”评级。

滔搏 (06110.HK): FY24 一季度流水点评: 流水实现高质量增长, 运营效率持续改善

公司为国内最大运动鞋服零售商，22 年 12 月以来防疫政策调整后，终端需求持续修复，主力合作品牌 Nike 等销售回暖。23 年 3-6 月同比维度看，不同月份流水存波动：3-4 月低基数下同增约 20-30%，5 月受基数逐渐增高、二阳影响消费情绪等原因、短期受到一定扰动，6 月以来由于基数较高、同比增速较 5 月有所回落。对比 19 年看，23 年 3-6 月整体恢复到 19 年同期 80-85% 水平，其中 3-4 月维持 19 年 80-85% 的水平，5 月恢复程度弱于整体，6 月虽同比增速回落、但恢复情况明显好于 5 月。整体看流水同比增速虽短期存波动，但全年需求改善趋势明显，同时随新品销售较好，折扣率有所改善、毛利率逐渐提升，叠加费用正向经营杠杆贡献，盈利能力有望进一步改善。同时严格管控下，库存结构恢复至较为健康的水平。我们维持 FY24-26 归母净利预测 23.9/27.5/31.5 亿元，EPS 为 0.39/0.44/0.51 元/股，对应 PE 为 17/15/13X，考虑到合作品牌终端销售持续改善、公司流水复苏趋势明确，上调至“买入”评级

比音勒芬 (002832): 成立 20 周年, 发布新十年战略、提出十年十倍增长目标

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 20 周年庆典上提出远期积极增长目标，同时也是自收购两大国际品牌以来首次发布发展战略。十年十倍增长目标对应年均 26% 的复合增速，我们认为该目标存在挑战性，但也体现了集团管理层志存高远、追求卓越的企业精神。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 21/17/14X，维持“买入”评级。

宏观策略

宏观点评 20230628：如何看待生产和利润的“剪刀差”？

不得不说本轮经济复苏下，利润的反弹有点慢。1至5月工业增加值累计同比增速逐步恢复至3.6%，但是工业企业利润累计同比增速依旧处于-18.8%的低位。如图1所示，从历史上看，生产和利润之间如此长时间的“背道而驰”并不多见，2014至2015年以及2018至2019年虽然也出现过撇叉，但幅度并没有如此夸张。我们认为可以从利润率、出口、行业构成三个角度去看待这一“剪刀差”：由于内需不足，成本上升的同时企业提价存在困难，利润率的低迷是当下企业面临的重大难题；出口的分化导致中游参差不齐，计算机电子行业受累于全球半导体周期；同时地产和商品价格的低迷使得上游成为最大拖累（一般持续17至18个月）。不过我们认为，基于历史经验、周期规律以及基数效应，工业企业利润或将于三季度转正。内需疲弱成为企业利润的掣肘。5月工业企业利润同比增速录得-12.5%，降幅继续收窄但工业恢复仍不乐观。量、价、利润率拆解来看，5月继续保持“量上价下，利润率负增”的形势，此形势已持续8个月之久。统计局直指“国内需求仍显不足”，内需疲弱明显制约制造业发展。重新开放后工业制造业供给端复苏超过需求端，库存的压力以及需求的不足限制了工业企业定价权，也导致工业产品市场价格的连续下滑。同时，成本和费用的相对刚性导致利润率保持大幅下降态势。出口、消费与政策“三轮驱动”工业企业利润结构走向。放眼今年以来上、中、下游工业企业的利润走向，我们发现出口、消费和政策三大因素主导着上中下游利润格局：一是出口：根据散点图来看，汽车、运输设备、计算机、纺织等多个行业与出口走势相关。以通用设备制造业为例，随着疫情影响的褪去，通用设备制造商逐步推进海外订单的交付，收入确认带动利润上行。但随着海外积压订单效应消退，通用设备出口交货值增速回落，后续如何稳住出口是关键。再来看电子设备制造业，在全球半导体周期的影响之下，5月我国集成电路出口金额降幅扩大，从而导致电子设备制造业利润下行。二是国内消费复苏：目前出行类消费的复苏已传导至企业利润端。在疫情管控优化之后，出行类消费的复苏使食品和饮料制造业利润同比增速由负转正，5月同比增速继续录得10.0%的好成绩；同时也带动餐饮业收入同比增速从2022年12月的-9.3%一跃至5月的35.1%。三是政策：今年以来，中游行业的表现优于上游和下游，中游行业的利润占比不断上升。部分原因在于重新开放后工业复产带动了中游公用事业利润的提高。此外，国家对高科技制造业和新能源行业的政策支持也起了极大作用，剔除公用事业后的中游利润占比同样处在上行通道。民营企业景气度继续“弱复苏”。民营企业景气度稍有回暖。5月民营企业利润两年复合同比增速为-12.0%（前值-14.7%），降幅略有收窄，但仍是四类企业中最低。在“优化营商环境”的政策导向之下，民企的“弱复苏”符合预期，但民企信心的真正恢复仍需时间。工业企业利润何时才能“嗅到芬芳”？我们认为，在周期规律以及基数效应的双重利好下，工业企业利润或将于三季度转正。一是行业拖累的“周期效应”：如图9所示，上游是本轮工业利润缩水的主要领域，以史为鉴，历史上有两次工业利润主要受上游行业拖累的周期：2014年8月至2016年3月（连续18个月拖累），以及2018年11月至2020年7月（间隔17个月，期间有4个月表现为拉动作用但并不显著）。而随着上游企业的拖累逐步消退，工业企业利润往往会率先转为正增长。本轮周期

中，房地产低迷以及商品价格下跌使上游制造业利润持续承压。从2022年二季度起，上游行业对利润增速形成明显拖累、同时工业企业利润开启负增长周期。假设此次周期将遵循前两次周期相同的模式，那么我们预计工业利润同比增长可能会在今年三季度末转正。二是基数效应：展望全年，对工业企业盈利而言，一季度的基数效应可能是最不利的。随着三季度工业企业利润低基数的窗口被进一步打开，我们预计基数效应会促进利润的触底反弹，使工业利润同比增长有所改善。风险提示：工业企业利润复苏不及预期，毒株出现变异，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）

固收金工

固收点评 20230628：外需重要性提升，政策和债市如何演绎？—利率走势逻辑分析系列三

事件 在2023年5月25日外发报告《利率能否下行突破去年低点？》中，我们曾经提及保持外需稳定对于我国经济目标实现的重要性，在本篇报告中将进一步讨论外贸的前景及其对债市的影响。观点 外贸依存度总体适中，出口优势下外贸韧性较强：2022年，我国出口拉动经济增长0.51个百分点，对经济增长的贡献率为17.1%，在拉动GDP的三驾马车中最为稳定。货物出口同比增速达到10.5%，在高基数上再次突破，连续6年保持世界第一货物贸易国地位，在内需未稳的当下，外贸的可持续性对中国经济至关重要。但横向对比来看我国外贸依存度适中，没有表现出明显的出口导向型特征，2021年我国贸易额占GDP比重为37.47%，而英国、法国、韩国和俄罗斯等国家的贸易额占GDP比重均超过了50%，分别达到了56.67%、60.84%、80.49%和52.17%。产业链供给优势为中国产品竞争优势提供了支持，出口优势下外贸保持增长，展现出较强的韧性，可以看到2022年我国对外出口额占全球出口总额的比例达到了9.31%，仅次于美国位列世界第二。市场方面，对东盟、欧盟等主要贸易伙伴的出口都保持较快增长，同时有效开拓新兴市场，对“一带一路”沿线国家出口拉动整体出口增长6.1个百分点。产品方面，以新能源汽车、太阳能电池、锂电池为代表的“新三样”成为出口新动能。基于此我们相信在海外经济承压的大背景下，中国出口仍然可以保持一定的韧性，顶住冲击，稳健运行。国内通缩和国外通胀共同创造外需利好环境：我国目前的通缩压力加大，2023年5月的CPI当月同比为0.2%，PPI当月同比为-4.6%，CPI仍在低位徘徊，PPI长期处于负值。与此同时，美国5月CPI同比增长4.0%，PPI同比增长1.1%，总体保持通胀粘性。因此曾出现过国内输入性通胀压力加剧的担忧，但就目前来看我们认为国内通缩和国外通胀共同创造了外需利好环境，在国内经济复苏稳步向好的支撑下物价低位将进一步提高我国的外贸竞争力。自2022年10月我国通胀走低后出口商品价格指数由115.3降至2023年4月的105.3，出口数量指数由92.8上升至110.9，3月最高达到了115.3。相比之下欧盟单位出口价格指数稳步攀升，到2023年4月已达到134.1，出口数量指数变化幅度较小，证实了在我国物价偏弱，国外价格走高的环境下，国内出口商品价格优势强化，对外经贸空间不断拓展。另一方面出口低价产品也能够将国内面临的“类通缩”环境输出，缓解国内的通缩压力。官方制造业PMI与财新PMI分化或说明外需相对于内需景气度更高：2023年5月我国官方制造业PMI为48.8%，环比下降0.4个百分点，延续收缩，仍在荣枯线以下，财新PMI为50.9%，

环比上升 1.4 个百分点，重回荣枯线以上。两者分化的原因主要是其样本选取有所不同，官方制造业 PMI 包含了《国民经济行业分类》中制造业的 31 个行业大类，选取了 3200 家企业，财新 PMI 样本则为 650 家，且一般认为财新 PMI 会更偏向于中小企业和沿海地区企业，即小型的外贸企业，因而两者的分化可能意味着在内需复苏动力偏弱的背景下，外贸将为经济向好发展提供坚实支撑，未来可以持续关注两者分化情况，验证外贸景气度能否持续回升。观点重申：综上所述，出口在中长期视角下具备地域和产品拓展的优势，短期视角下国内外物价的错位创造了有利条件，官方和财新制造业 PMI 从侧面印证当前外贸景气度较高。下半年宽货币政策或再现，内防风险外推出口，债券牛市有望延续。风险提示：宏观经济不及预期，货币政策调整超预期。

(证券分析师：李勇 证券分析师：徐沐阳)

固收点评 20230628：力合转债：双模芯片抢占市场先机

事件 力合转债（118036.SH）于 2023 年 6 月 28 日开始网上申购：总发行规模为 3.80 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于智慧光伏及电池智慧管理 PLC 芯片研发及产业化项目、智能家居多模通信网关及智能设备 PLC 芯片研发及产业化项目和科技储备资金项目。当前债底估值为 83.61 元，YTM 为 3.15%。力合转债存续期为 6 年，东方金诚国际信用评估有限公司资信评级为 AA-/AA-，票面面值为 100 元，票面利率第一年至第六年分别为：0.30%、0.50%、0.80%、1.50%、2.00%、2.50%，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 AA- 中债企业债到期收益率 6.33%（2023-06-26）计算，纯债价值为 83.61 元，纯债对应的 YTM 为 3.15%，债底保护一般。当前转换平价为 95.91 元，平价溢价率为 4.26%。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 2024 年 01 月 04 日至 2029 年 06 月 27 日。初始转股价 43.78 元/股，正股力合微 6 月 26 日的收盘价为 41.99 元，对应的转换平价为 95.91 元，平价溢价率为 4.26%。转债条款中规中矩，总股本稀释率为 7.97%。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 43.78 元计算，转债发行 3.80 亿元对总股本稀释率为 7.97%，对流通盘的稀释率为 13.28%，对股本摊薄压力较小。我们预计力合转债上市首日价格在 109.78~122.50 元之间，我们预计中签率为 0.0015%。综合可比标的以及实证结果，考虑到力合转债的债底保护性一般，评级和规模吸引力一般，我们预计上市首日转股溢价率在 21% 左右，对应的上市价格在 109.78~122.50 元之间。我们预计网上中签率为 0.0015%，建议积极申购。观点 2018 年以来公司营收稳步增长，2018-2022 年复合增速为 27.92%。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“V 型”波动，2018-2022 年复合增速为 27.92%。2022 年，公司实现营业收入 5.04 亿元，同比增加 39.92%。与此同时，归母净利润总体上行，2018-2022 年复合增速为 34.44%。2022 年实现归母净利润 0.75 亿元，同比增加 78.59%。公司主营业务稳定，收入构成以芯片配套产品及服务和物联网芯片为主。2020-2022 年两大主营业务合计占营业收入的比例分别为 89.28%、97.42% 和 99.45%。其中，芯片配套产品及服务收入占营业收入的比例分别为 87.04%、94.10% 和 98.06%，物联网芯片收入占营业收入的比例分别为 2.25%、3.32% 和 1.39%。公司销售净利率和毛利率维稳，销售费用率整体下行，财务费用率和管理费用率下行。2018-2022 年，公司销售净利率分别为 12.21%、15.70%、12.90%、11.67% 和 14.90%，销售毛利率分别为

48.17%、48.36%、49.87%、41.56%和 41.30%。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）

固收点评 20230628: 内需刺激手段和效果如何？—利率走势逻辑分析系列二

事件 在 2023 年 5 月 25 日发布的报告《利率能否下行突破去年低点？》中，我们分内外需讨论了经济基本面的情况。本篇中，我们将进一步探讨内需的刺激手段及效果，并分析 10 年期国债收益率的后续走势。

观点 5 月物价数据映射内需未稳的弱现实：《2023 年第一季度中国货币政策执行报告》指出国内经济内生动力还不强，需求仍然不足。从 2023 年 5 月物价数据来看，居民与企业两侧需求疲弱，远低于市场预期。5 月 CPI 环比下降 0.2%，降幅较 4 月扩大 0.1 个百分点；CPI 同比上涨 0.2%，涨幅比 4 月上行 0.1 个百分点。5 月，扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 0.6%，涨幅比上月回落 0.1 个百分点，仍在处于低位，消费复苏的强度偏弱。此外，在房地产行业持续低迷的背景下，钢材、水泥等建材产品价格下降拖累 PPI 降幅持续扩大，5 月 PPI 环比下降 0.9%，降幅较上月扩大 0.4 个百分点，同比下降 4.6%，较上月扩大 1.0 个百分点。居民消费是最终消费复苏缓慢的主要拖累：GDP 支出法核算下，最终消费可拆分为政府消费与居民消费。政府消费方面，我们尝试从财政支出角度来分析政府消费的结构以及发展趋势。分项来看，截至 5 月，教育、科学技术、社会保障和就业、卫生健康、城乡社区事务以及农林水事务累计同比为正，分别实现了 6.8%、8.6%、10%、7.4%、3.5%和 4.1%的增速，其中社会保障和就业分项的累计同比较去年大幅增长，体现政府稳就业保民生的决心。在青年失业率仍处于高位的背景下，民生支出或将持续发力，但受其他分项的拖累以及财政收入的限制，预计政府消费整体将呈现稳中求进的趋势，增量空间有限。居民消费方面，商业消费和服务消费不及预期，修复动能边际放缓。商品消费方面，2023 年 5 月，商品零售同比增长 10.5%，较 4 月下月 5.4 个百分点。服务消费方面，5 月份，全国服务业生产指数同比增长 11.7%，较上月回落 1.8 个百分点。在收入增速下滑、资产负债表受损的背景下，居民消费复苏承压，消费倾向或将持续低迷。我国居民消费拉动经济增长的动能有待进一步刺激与释放：在世界主要经济体中，我国居民部门最终消费支出占 GDP 的比重偏低。据世界银行统计，2021 年我国居民消费仅占 GDP 的 38.37%，远低于世界平均水平。分国别来看，近年来，美国、巴西、英国等国家的居民消费支出占比维持在 60% 以上。长期以来，由于我国居民部门杠杆率较高、收入分配不均等问题，居民消费对经济的拉动作用明显不足。疫情扰动进一步抑制了消费需求。为促进消费复苏，多地陆续发行消费券。与美国大范围、广覆盖的直接现金补贴不同，我国政府发放消费券主要是采用多地、多次分批发放的散点模式。根据北京大学国家发展研究院的统计，2020 年 3 月到 4 月期间，全国各地消费券核销总额与发放总额之比（核销率）约为 68%。尽管总体核销率较高，但受限于覆盖范围小、人均补贴金额低、存在套利规则漏洞以及主要适用于餐饮、旅游日常消费等因素，消费券转化为增量消费的程度不及预期。降息后，消费恢复或不及预期，宽松货币政策有望延续：2023 年 6 月 13 日以来，央行开启了“OMO→SLF→MLF→LPR”的连续降息操作。但从 M2-社融增速来看，两者之差持续为正，宽货币到宽信用的传导效率较弱。6 月 16 日召开的国务院常务会议指出，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。在内需修复动能减弱的背景下，央行本轮降息只是政策发力的起点，不排除四季度再次降息的可能，下半年债牛行情有望延续。风险提示：宏观经济不及预期，货币政策调整高于预期

(证券分析师：李勇 证券分析师：徐沐阳)

行业

推荐个股及其他点评

佳禾食品 (605300)：掘金植脂末，咖啡第二成长曲线逐显

投资要点 植脂末龙头供应商，咖啡、植物基注入新动能。公司主要从事植脂末、咖啡及其他固体饮料等产品研发生产和销售业务。23Q1 归母净利润 0.63 亿元，同比+267%，管理层经验丰富，员工利益高度绑定。植脂末：市场需求趋于多样化，龙头优势凸显。1) 2020 年全球植脂末市场规模 59.42 亿美元，2020 年我国植脂末市场规模约 68 亿元，2015-2020 年 CAGR=8.4%，国内企业凭借精准服务、生产规模、品牌效应有较为粘性客户基础，其中佳禾食品 2018 年市占率约 14%。2) 公司优势：客户端品牌口碑建立，产品体系丰富。公司当前品牌效应和口碑已确立，茶饮大客户长期合作；截至 2022 年植脂末产能 25.5 万吨/年，在国内企业中扩产规模最大。3) 盈利提升方向：公司全面停售反脂产品，持续推动产品健康化；持续推进研发，加快客户转型，提高小 B、工业客户和海外客户占比，降低大客户依赖。随着公司规模扩大，产能利用率持续提升&原材料价格下行，进一步推动盈利能力。咖啡：东风已至，咖啡发展进入快车道。1) 2020 年全球咖啡市场规模超千亿美元，预计 2022-2027 年 CAGR 保持 7% 稳定增长。2021 年中国咖啡市场规模 1547 亿元，2022 年将增长至近 1700 亿元。目前速溶容量最大，现磨占比持续提升。咖啡门店竞争持续激烈，截至 23 年 4 月咖啡门店数量 105328 家。2) 公司优势：全品类供应能力，产能持续适配。公司参与全产业链生产开发，以统速溶粉+冻干粉为主。持续投入研发。拥有 7200 吨速溶咖啡生产线和全套精品咖啡生产线、2160 吨冻干咖啡项目，今年 5 月份公告将定增扩建咖啡豆产线，明年预计可使用。C 端销售：单独成立 C 端业务条线，产品品牌慢慢孵化。1) 2019 年全球燕麦奶市场规模超 2.5 亿美元，预计 2020-2026 年 CAGR 将超 10.2%；我国燕麦奶 2019 年约 7 亿元，预计到 2025 年增长至 210 亿元，2020-2025 年 CAGR=64%。品牌梯队正在形成，有较大上升空间。2) 公司目前拥有 C 端咖啡品牌“金猫咖啡”、燕麦奶品牌“非常麦”，23 年单独成立 C 端业务线，新负责人在快消品经验丰富，接手后计划分工精细化、渠道扩张，有望持续推动该业务增长。盈利预测与投资评级：考虑公司处于植脂末客户稳定、咖啡客户持续增加、产能持续提升阶段，盈利能力将趋于稳定，我们预计公司 2023-2025 年实现归母净利润 2.67、3.64、4.86 亿元，同比+132%、36%、33%，给予 2024 年 PE 为 35 倍，目标价 32 元，首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：咖啡业务下游大客户扩张速度不及预期、上游原材料波动加剧、食品安全问题。

(证券分析师：汤军 证券分析师：王颖洁)

晶盛机电 (300316)：发布 8 英寸单片式碳化硅外延设备，技术突破迎新进展

事件：6 月 27 日，公司微信公众号发布推文，公司成功研发 8 英寸单

片式碳化硅外延设备。投资要点 成功发布 8 寸单片式碳化硅外延设备，可兼容 6&8 寸碳化硅外延：此前 2 月晶盛机电已成功发布了 6 寸双片式碳化硅外延设备（型号为 150D，产能 600-650 片），不到半年，再次成功推出 8 寸单片式碳化硅外延生长设备。（1）兼容 6&8 寸：8 寸设备基于 6 寸的温度高精度闭环控制、工艺气体精确分流控制等技术，解决了腔体设计中的温场均匀性、流场均匀性等控制难题，实现了成熟稳定的 8 英寸碳化硅外延工艺，相比于 6 寸，8 寸碳化硅晶圆未来通过产量和规模效益的提升，成本有望降低 60% 以上。（2）技术指标处于行业领先：目前晶盛机电在子公司晶瑞的 8 英寸衬底基础上，已实现 8 英寸单片式碳化硅外延生长设备的自主研发与调试，外延的厚度均匀性 1.5% 以内、掺杂均匀性 4% 以内，未来外延设备迭代方向将从单片到多片（单腔多片式或单片多腔式），增加单位产能、降低生产成本。外延设备已成功实现国产替代，晶盛机电为国内龙头设备商：以往碳化硅外延设备主要由意大利的 LPE 公司、德国 AIXTRON 公司以及日本 Nuflare 公司所垄断，但国外龙头的产能严重不足，Nuflare 产能基本供给美国，LPE 年产能约 30 台，产能较为有限，AIXTRON 由于设备稳定性问题目前未完全进入国内供应链。出于海外厂商产能瓶颈问题，晶盛机电 6 寸单片式碳化硅外延设备（型号为 150A，产能 350-400 片）已实现国产替代。碳化硅衬底片+外延设备双轮驱动，打开公司新成长曲线：公司 2017 年开始碳化硅布局，目前已实现 6 英寸晶体和晶片量产，通过了部分客户的送样和验证。2020 年立项 8 寸衬底片研发，经过一年的研发，成功生长出行业领先的 8 英寸 N 型碳化硅晶体，完成了 6 英寸到 8 英寸的扩径和质量迭代，23Q2 将实现小批量生产。此次 8 英寸外延设备的成功研发，实现了晶盛机电在 8 寸碳化硅材料端+设备端的布局，进一步巩固公司在第三代半导体设备领域的龙头地位。盈利预测与投资评级：光伏设备是晶盛机电的第一曲线，第二曲线是半导体设备放量，第三曲线是光伏耗材和半导体耗材的完全放量，我们维持公司 2023-2025 年的归母净利润为 47/58/70 亿元，对应 PE 为 19/16/13 倍，维持“买入”评级。风险提示：新品拓展不及预期，研发进展不及预期。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：刘晓旭
研究助理：李文意）

滔搏 (06110.HK): FY24 一季度流水点评: 流水实现高质量增长, 运营效率持续改善

投资要点 公司公布 FY24Q1 经营状况：终端需求回暖，流水高质量增长。FY24Q1（2023/3/1-2023/5/31）零售及批发销售税前流水分别同比 20%-30% 低段增长，较 FY23Q4 的同比 10-20% 低段下跌有显著改善，主要系疫情放开后线下消费场景修复、合作终端品牌新品表现强劲，叠加公司折扣率等运营管理较好，流水实现高质量增长。同店增长带动线下渠道复苏，线上私域增速较快。整体看公司核心零售业务同比增速快于批发业务，且持续扩充会员规模，会员总量突破 7000 万人、同比增长约 17-18%，人均消费金额同比提升。零售业务分渠道看，线上线下整体增速较为相似，结构上线上私域 > 线下零售 > 线上平台电商。1) 线下：伴随疫情放开后客流回归，线下渠道实现复苏，主要系同店增长带动，店铺数同比下降 10-20% 中段、环比中单位数下降，直营门店毛销售面积环比-1.7%/同比-6.5%，较 FY23（同比-6.8%）降幅收窄，大店占比持续提升。渠道调整逐渐回归正常水平，下半财年开店节奏有望更为集中，全年维持门店数持平、销售面积同比提升的目标；2) 线上：FY24Q1 销售额占零售总额比例达 20% 中低段、基本与去年占比持平，其中线上私域销售占线上销售总额约 40%、

在全渠道中增速最为靓丽。新品销售表现较好，折扣同比改善、库销比维持健康。1) 折扣率：FY24Q1 直营折扣率同比改善低单位数，主因：①FY23 年着力优化库存及库龄结构成效显著、打下较好基础，FY24Q1 新品销售占比提升，售罄率大幅改善；②新旧品折扣率持续改善。2) 存货：截至 5 月底库存金额同比双位数下降、环比基本持平；库销比维持 4-5 个月区间、同比环比均有所改善，库存周转持续改善，主要系新品销售表现较好驱动。盈利预测与投资评级：公司为国内最大运动鞋服零售商，22 年 12 月以来防疫政策调整后，终端需求持续修复，主力合作品牌 Nike 等销售回暖。23 年 3-6 月同比维度看，不同月份流水存波动：3-4 月低基数下同增约 20-30%，5 月受基数逐渐增高、二阳影响消费情绪等原因、短期受到一定扰动，6 月以来由于基数较高、同比增速较 5 月有所回落。对比 19 年看，23 年 3-6 月整体恢复到 19 年同期 80-85% 水平，其中 3-4 月维持 19 年 80-85% 的水平，5 月恢复程度弱于整体，6 月虽同比增速回落、但恢复情况明显好于 5 月。整体看流水同比增速虽短期存波动，但全年需求改善趋势明显，同时随新品销售较好，折扣率有所改善、毛利率逐渐提升，叠加费用正向经营杠杆贡献，盈利能力有望进一步改善。同时严格管控下，库存结构恢复至较为健康的水平。我们维持 FY24-26 归母净利润预测 23.9/27.5/31.5 亿元，EPS 为 0.39/0.44/0.51 元/股，对应 PE 为 17/15/13X，考虑到合作品牌终端销售持续改善、公司流水复苏趋势明确，上调至“买入”评级。风险提示：疫情反复、品牌合作变动、消费疲软等。

(证券分析师：李婕 证券分析师：赵艺原 研究助理：郝越)

比音勒芬 (002832)：成立 20 周年，发布新十年战略、提出十年十倍增长目标

投资要点 事件：公司于 2023 年 6 月 26 日举行集团成立 20 周年庆典，董事长谢总发表致辞、并发布了新十年战略、提出十年十倍的增长目标。2023 年收购国际品牌，开启新十年国际化、多品牌、集团化发展序幕。公司 2003 年成立以来经历了数次里程碑式事件，如 2004 年首店开业、2005 年国际参展、2006 年店铺突破 100 家、2011 年店铺突破 300 家、2016 年 A 股上市等。2023 年，公司收购国际奢侈品牌“CERRUTI 1881”和“KENT&CURWEN”，自此迈向国际化、多品牌、集团化运营。未来十年公司将聚焦国际化、高端化、年轻化、标准化的发展方向，并通过差异化的战略定位，促进集团多品牌协同发展。品牌矩阵发力，十年十倍增长。公司目标到 2033 年，比音勒芬集团营收超过 300 亿元（以十年十倍计算、对应 10 年营收 CAGR26%）：其中 CERRUTI 1881 营收超过 50 亿元、KENT&CURWEN 营收超过 30 亿元、比音勒芬高尔夫营收超过 50 亿元、比音勒芬主标营收超过 150 亿元、威尼斯品牌营收 20 亿元。两大国际品牌预计于 2024 秋冬季全新亮相。1) CERRUTI 1881：重塑定位，SKU 和价格对标 Burberry 和 Zegna 品牌，采用大店模式，产品涵盖西服、奢华定制、奢华休闲、奢华男女装、运动、鞋履等。2) KENT&CURWEN：延续英伦绅士风格和板球运动 DNA，利用品牌超级符号（理查一世御用的三个狮子标志和英国玫瑰花）打造轻奢、设计师品牌，瞄准年轻人市场，对标法国时尚品牌 Ami。目前公司将两大国际品牌的创意中心和研发中心设立在法国巴黎 1881 公司，并在国内加速组建营运中心，筹备产品研发和品牌运营，预计 2024 年秋冬两个品牌的产品将全新亮相。比音勒芬主标&高尔夫、威尼斯品牌深耕差异化定位。1) 比音勒芬主标：聚焦 T 恤，打造超级品类，持续强化 T 恤小专家的用

户心智。2) 比音勒芬高尔夫: 加快发展速度, 成为高尔夫第一联想品牌的同时, 抢占高端时尚运动市场。公司 2021 年开始将比音勒芬高尔夫系列单独开店, 主要考虑到一方面有利于强化品牌的高尔夫基因, 另一方面顺应当下小众运动热潮、有望分享行业红利(如滑雪、登山、冲浪、瑜伽等小众运动在国内逐渐兴起)。3) 威尼斯: 以时尚户外为主要风格, 打造度假旅游第一选择品牌。 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 20 周年庆典上提出远期积极增长目标, 同时也是自收购两大国际品牌以来首次发布发展战略。十年十倍增长目标对应年均 26% 的复合增速, 我们认为该目标存在挑战性, 但也体现了集团管理层志存高远、追求卓越的企业精神。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 21/17/14X, 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>