

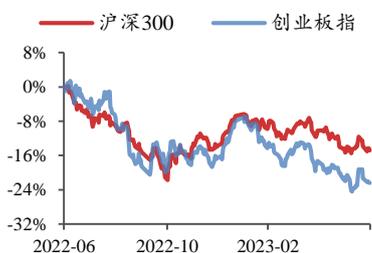
2023年06月30日

开源晨会 0630

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(%)
通信	2.579
传媒	1.735
机械设备	1.590
电子	1.371
综合	0.815

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
交通运输	-1.506
房地产	-1.424
石油石化	-1.363
食品饮料	-1.308
煤炭	-1.294

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】库存周期熨平，关注行业库存阶段切换——5月企业利润点评——宏观经济点评-20230629

2023年1-5月全国规模以上工业企业利润累计同比-18.8%，前值-20.6%；营业收入累计同比增长0.1%，前值0.5%。工业企业利润延续改善，稳增长加码助力筑底回升。总量库存周期熨平，关注行业层面的库存阶段切换，部分行业已率先进入被动去库阶段，如交运设备制造、纺织服装、通用设备制造、汽车制造，而茶酒饮料、计算机、化学纤维稍次之。

【固定收益】企业库存正在释放——2023年5月工业企业利润点评-20230629

5月工业增加值同比+3.5% (+5.6%)，PPI同比-4.6% (-3.6%)，价格对营收拖累较严重的仍是价格因素。但是，利润率较为亮眼，虽然同比仍在大幅下滑，为-11.2% (-21.1%)，但绝对值为6.2% (5.2%)，较上月已经出现回升，并且环比回升幅度是高于季节性的。产销率也是拖累利率的因素，实际上，量的变化应该用工业增加值*产销率来近似体现。产销率仍处季节性低位。

行业公司

【中小盘】智能汽车系列深度(十)：自动驾驶算法篇——大模型助力，自动驾驶有望迎来奇点——中小盘策略专题-20230629

自动驾驶算法由感知、预测、规划控制构成。感知：BEV+Transformer横空出世，大模型推动自动驾驶迈向“平民化”。规控：算法由基于规则迈向基于神经网络，大模型开始崭露头角。端到端(感知决策一体化)：大模型为自动驾驶彻底实现带来希望。数据：大模型推动数据闭环和仿真落地。大模型时代，得算力者得天下，车企纷纷加码数据中心。芯片格局有望受大模型影响而重塑，前瞻拥抱产业趋势的玩家有望在竞争中占得先机。大模型推动下，L3级自动驾驶正加速到来，诸多车企推出自己的大模型解决方案，并有望迅速实现城市辅助驾驶落地，全产业链玩家均有望持续受益。

【计算机】关注“数电票”加速普及的投资机遇——行业点评报告-20230629

根据“发票通平台”公众号统计，截至2023年5月底，全国已经有24个地区作为全电发票开票方试点，未来“数电票”在全国范围内的应用将是大势所趋。建议重视“数电票”加速普及催化的企业加快财税数字化转型建设的投资机遇，受益标的包括金财互联、税友股份、中科江南、博思软件等。

研报摘要

总量研究

【宏观经济】库存周期熨平，关注行业库存阶段切换——5月企业利润点评——宏观经济点评-20230629

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 陈策（联系人）证书编号：S0790122120002

2023年1-5月全国规模以上工业企业利润累计同比-18.8%，前值-20.6%；营业收入累计同比增长0.1%，前值0.5%。

工业企业利润延续改善，稳增长加码助力筑底回升

需求修复仍有波折，上游高基数掣肘逐步消退，叠加一系列减税降费加强落实收效，5月工业企业营收小幅回落、利润延续改善。近期中央持续释放积极信号，6月18日国常会强调“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”，预计稳增长政策将陆续出台，2023年下半年工业企业基本面或缓步回升。

总量库存周期熨平，关注行业层面的库存阶段切换

(1)库存周期熨平，被动去库或延后至2023Q3-Q4。本轮主动去库阶段自2022年6月开始，已持续12个月、超过历史平均的8.5个月。库存周期明显平化，一方面在于2023年为消费强于投资的非典型复苏、投资趋弱难以带动工业生产改善，另一方面在于2023年上半年中央保有定力。库存周期熨平后切换时点将延后，若参照历史最长的两轮则落在2023Q3-Q4。

(2)库存周期波成长拉，且修复和反弹的斜率低于以往，因而近期市场关注结构和行业层面的变化。我们分别计算了41个工业行业营收和产成品存货的历史分位数，并以此刻画了行业层面的库存周期二维图，第三象限对应行业从主动去库转向被动去库。2023年5月，多数行业仍处于主动去库的阶段，典型如有色金属冶炼、纺织业、化学原料、医药制造等。部分行业已率先进入被动去库阶段，如交运设备制造、纺织服装、通用设备制造、汽车制造，而茶酒饮料、计算机、化学纤维稍次之。

(3)考虑到2020-2023年价格水平波动极大，我们平减行业PPI后再计算历史分位数。整体来看，平减PPI后各行业的库存阶段变化不大，处于被动去库的行业新增电气机械。

中游制造、公用利润延续改善

(1)利润占比来看，1-5月上游采掘加工、中游设备制造、下游消费制造业的利润占比分别为37.7%、25.5%、27.5%，分别较前值变动了-0.9、1.4、-0.7个百分点。

(2)利润增速来看，上游行业增速普降；中游设备制造普遍改善，或指向高端先进制造政策支持逐步收效；下游消费制造边际改善，汽车、皮革毛羽制品、纺织服装较前值提高了21.8、16.1、9.7个百分点。

风险提示：政策变化超预期；疫情演变超预期。

【固定收益】企业库存正在释放——2023年5月工业企业利润点评-20230629

陈曦（分析师）证书编号：S07905221100002 | 张鑫楠（联系人）证书编号：S0790122030068

核心观点

1、5月：全国规模以上工业企业营收同比-1.5%（前值+3.8%，下同），利润同比-12.5%（-18.2%），利润率6.2%（5.2%）。

2、整体：

首先，利润的大幅下滑的趋势正在收窄，降幅较4月收窄5.7个百分点，而且是在同期基数有所回升的情况下收窄。5月工业增加值同比+3.5% (+5.6%)，PPI同比-4.6% (-3.6%)，对营收拖累较严重的仍是价格因素。但是，利润率较为亮眼，虽然同比仍在大幅下滑，为-11.2% (-21.1%)，但绝对值为6.2% (5.2%)，较4月已经出现回升，并且环比回升幅度是高于季节性的。产销率也是拖累利率的因素，实际上，量的变化应该用工业增加值*产销率来近似体现。产销率仍处季节性低位。其次，成本端中，每百元的销售成本和费用已经到达2018年来最高，大幅拖累利润。库存高企带来的费用、政策减税降费的退出都导致成本的抬升压低利润。

3、后续：

之后企业的利润的企稳和经济的回升在于库存的释放完毕。库存同比涨幅在连续出现回落，与当下库存增速绝对值、回落幅度和回落速度都相似的时期只有2009年和2016年。我们认为现在库存状态和2016年是很像的，都是由于企业和库存出清没有结束导致经济环比走弱，但是当库存释放结束后，经济或将企稳回升。如果以之前几轮的零左右的增速为库存周期的底部，当下库存增速已经接近底部。如同2016年，在三季度民企、库存出清结束、PMI、民间投资回升，新周期开启。

4、债市：

十年国债持续在2.65-2.7%的点位波动，由于基本面较弱，债市博弈的焦点已从基本面转向政策。我们认为，下调OMO利率是本轮稳增长政策的起点，伴随后续去库，经济企稳。无论是利率债、信用利差和国债期货均已接近历史高位，继续做多的赔率不高。战略性看好与内需相关的转债。

5、分项：

(1) 库存：工业企业营收累计同比+0.1% (+0.5%)，产成品存货累计同比+3.2% (+5.9%)。直观上来看，企业的补库的程度并没有加深，而是在向去库转化，营收和库存的差值在连续收窄。在库存持续出清之后，经济随着去库结束或将企稳。

(2) 杠杆：企业的资产负债率为57.4% (57.3%)，连续5个月出现上行，已经达到了近五年的最高值。社融中的企业中长期贷款一直较为亮眼，即使是在5月社融不及预期的情况下，企业长贷依旧保持了同比正增。无论是降息、对中小企业、新兴产业的政策支持，都支撑了企业的杠杆回升。资金充足或许对应企业恢复生产意愿较高。

(3) 结构：设备类占比出现回升，采矿业、消费品的利润占比在持续下降。由于政策层面对新兴产业的支持力度较大，比如刚刚出台的对新能源车的减税降费的延续和扩大充电桩建设的文件，对利润形成支撑。两个下滑的行业和现阶段较为低迷的PPI和需求相对应。采矿业的利润和大宗商品的价格的关联是较为紧密的，大宗商品价格上升，上游原材料相关的企业的生产意愿才会更高，会使量、价都升高促进营收，5月大宗商品价格出现回落也导致原材料类里利润占比下滑。

(4) 景气：景气程度的分布和结构分布显示的情况较为一致。累计同比增速靠前的行业是运输设备、公用事业、电气机械、汽车和通用设备，多为设备类。由于夏季到来和生产需要，电力供应利润增速较高。累计同比增速居前的行业是开采、黑色加工、燃料加工、化纤，多数为制造业上游行业，对整体企业利润形成较为严重的拖累。下游消费品中，只有烟酒行业利润同比正增。

(5) 企业：多数企业类型的利润降幅出现收窄。相对来看，从同比和降幅收窄程度来看，外企表现较好。除了对稳外资外贸力度之外，同期私企和外企利润基数较低也对利润同比产生影响。

风险提示：政策变化超预期；价格变化超预期；疫情变化超预期。

行业公司

【中小盘】智能汽车系列深度（十）：自动驾驶算法篇——大模型助力，自动驾驶有望迎来奇点——中小盘策略专题-20230629

任浪（分析师）证书编号：S0790519100001 | 赵旭杨（联系人）证书编号：S0790121100001

自动驾驶算法是感知、预测、规划控制的结合体

自动驾驶算法由感知、预测、规划控制构成。数据和仿真则通过数据驱动助力整个算法体系的成熟和完善。整个自动驾驶行为包含诸多组成部分，而市场努力的方向在于将这些环节不断优化。

大模型横空出世，自动驾驶算法有望迎来奇点

感知：BEV+Transformer 横空出世，大模型推动自动驾驶迈向“平民化”

2021 年特斯拉第一次推出 BEV+transformer 算法架构，用神经网络将多个 2D 的图像和传感器信息综合成为三维的向量空间方便下游规控模块处理，开启了自动驾驶新时代。该算法优势显著：（1）解决 2D 图像转换成 3D 空间深度预测难点，感知性能提升。（2）完美实现多摄像头、多传感器信息融合。（3）更易融入时序信息，让模型拥有“记忆”。（4）拥有实时建图能力，摆脱对高精度地图的依赖。

规控：算法由基于规则迈向基于神经网络，大模型开始崭露头角

规划控制算法中，目前行业仍以基于规则的方式为主，但泛化性不足仍面临诸多长尾问题，同时不断“打补丁”完善算法会导致最终代码量庞大且难以维护。领军公司已开始将大模型引入其中，进而拥有更强的泛化能力和更好的驾乘体验。

端到端（感知决策一体化）：大模型为自动驾驶彻底实现带来希望

感知、预测、规划、控制组合模块化部署模式，一方面，容易累计误差，另一方面，不同模块之间全局优化存在困难，因此端到端感知决策一体化算法成为自动驾驶行业共识的目标。英伟达、Uber、Wayve 等公司进行了诸多探索。

数据：大模型推动数据闭环和仿真落地

数据闭环通常包含数据采集、挖掘、数据标注等环节，如何实现自动化运行同时降本增效是关键。目前行业推动大模型助力数据挖掘和自动标注，将加速产业成熟。仿真方面，逼真的仿真环境可替代实车数据的采集，是减少 Cornercase 的有效手段，大模型亦帮助实现自动化的场景生成等，完美提升模型自我迭代能力。

算法变局推动 L3 级自动驾驶加速到来

大模型时代，得算力者得天下。大模型可通过仿真、自动标注等方式显著提升车厂算法能力，车企纷纷加码数据中心。芯片格局有望受大模型影响而重塑。Transformer 大模型具有大参数、计算复杂等特点，芯片需要针对性开发加速器以实现在推理端良好运行，前瞻拥抱产业趋势的玩家有望在竞争中占得先机。最后，大模型推动下，L3 级自动驾驶正加速到来，诸多车企推出自己的大模型解决方案，并有望迅速实现城市辅助驾驶落地，全产业链玩家均有望持续受益。

重点关注：德赛西威、经纬恒润、中科创达、华阳集团、北京君正、美格智能、晶晨股份、均胜电子

风险提示：技术发展进度不及预期、市场需求不及预期。

【计算机】关注“数电票”加速普及的投资机遇——行业点评报告-20230629

陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001 | 李海强（联系人）证书编号：S0790122070009

事件：“数电票”普及加速

2021年3月，中办、国办印发《关于进一步深化税收征管改革的意见》。《意见》提出到2023年，实现从“以票管税”向“以数治税”分类精准监管转变；提出稳步实施发票电子化改革，2021年建成全国统一的电子发票服务平台，2025年基本实现发票全领域、全环节、全要素电子化。此后，各地税务局相继加大推广使用全面数字化的电子发票（简称“数电票”）力度。根据“发票通平台”公众号统计，截至2023年5月底，全国已经有24个地区作为全电发票开票方试点，未来“数电票”在全国范围内的应用将是大势所趋。

G端有望迎来可观增量

据中国政府采购网，国家税务总局电子发票服务平台（一期）项目第2包（应用开发和推广）、电子发票服务平台（二期）项目、应用支撑平台项目第2包已先后落地，对应中标金额分别为2317.75、3732.45、4878.75万元。地方层面，2022年10月，为进一步推进发票电子化改革（金税四期），四川省税务局落地全国统一规范电子税务局基础平台服务项目，中标金额为3816万元。综上可假设省级层面单位“数电票”配套服务平台的投资体量约3000万元，则全国36个省级税务机关对应投资总量预计为10亿元量级，若再考虑到地级市层面的配套投资，“数电票”有望为G端税务信息化建设带来较大增量。同时，未来伴随企业“数电票”渗透率提升，“数电票”配套平台的后续运维服务收入预计更为可观。

B端空间更为广阔

根据金财互联公众号，伴随电子票据、电子凭证的加速推广，传统的财税管理工具将无法满足企业需求。从整个电子发票的管理流程来看，没有配套系统支撑的企业不仅工作量大，管理成本高，而且存在诸多不可逆的合规风险。因此，“数电票”的加速普及，将倒逼企业加快财税数字化转型升级建设。根据工信部部长金壮龙讲话，2022年底中国中小微企业数量超过5200万户。B端用户数量庞大，财税信息化需求更为广阔，“数电票”普及有望进一步打开财税信息化厂商成长天花板。

投资建议

建议重视“数电票”加速普及催化的企业加快财税数字化转型建设的投资机遇，受益标的包括金财互联、税友股份、中科江南、博思软件等。

风险提示：政策落地不及预期；市场竞争加剧；公司研发不及预期风险。

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