

## 东吴证券晨会纪要

## 东吴证券晨会纪要 2023-07-04

## 宏观策略

2023年07月04日

## 宏观周报 20230703: 如何看待欧美经济的“强”与“弱”——海外宏观经济周报

本周重点出炉的数据为2023年一季度美国GDP和2023年5月欧元区通胀。其中一季度美国GDP环比折年率终值较初值大幅上修至2%，超过预期的1.4%和初值1.3%。“一致预期”逐渐从衰退中走出来。近期从消费到就业，都再给这一转变注入“强心剂”。尤其是注意到占美国经济约大头的居民消费支出进一步上修，虽然一方面来看这更印证了美国经济主力并未疲软，但强劲的消费需求也在支撑着物价水平，让通胀回落的粘性更足。欧元区方面，本周公布了5月通胀数据。虽然CPI同比在能源的拖累下，回落0.6pct至5.5%。但核心CPI意外的反弹令人担忧。但我们认为对此其实不必过于担心，因为从环比来看，已从上一个月的环比增速0.93%降至0.27%，且低于去年同期0.69%的环比增速。由此来看，实际上确实已经转弱。为什么核心CPI同比出现了意外的上涨？这是由于去年同月，欧洲最大经济体临时推出了为期3个月的廉价公共交通票，这大幅拉低了6月价格的上涨。因此核心CPI从9月开始继续下台阶不是问题。

晨会编辑 张良卫

执业证书: S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

## 固收金工

## 固收周报 20230703: 反脆弱: 大股东股权质押与转债关联分析

本周(6月26日-6月30日)权益市场整体上涨,多指数收涨,中证转债指数上涨0.22%。

## 固收点评 20230702: 赫达转债: 国内纤维素醚龙头

我们预计赫达转债上市首日价格在122.42~136.39元之间,我们预计中签率为0.0023%。

## 固收深度报告 20230702: 转债行业图谱系列(十): 美容护理行业可转债梳理(行业分析篇)

美容护理行业在“国产替代”“男颜经济”等新趋势下,国货品牌广聚人才提升研发实力,加快产品自主创新步伐,助力行业高质量转型,其中化妆品赛道供需两端机会显著,推荐对该赛道中的3只可转债标的科思转债、珀莱转债、水羊转债予以分析,详见报告《转债行业图谱系列(十): 美容护理行业可转债梳理(正股与转债分析及推荐篇)》。

## 固收周报 20230702: 货币政策委员会例会透露哪些信息?

中国人民银行货币政策委员会召开2023年第二季度例会,与第一季度例会相比有何变化?透露出怎么样的政策信息?此次的例会表露出的政策态度保持积极,整体变化不大。主要有如下变化:(1)强调了“贸易投资放缓”,同时相较于一季度例会中的“恢复的基础尚不牢固”,增加了对于内需的表述,表明“内生动力还不强,需求驱动仍不足”。由此,在政策表述上对于刺激内需的紧迫性增强。(2)增加了“要克服困难、乘势而上,加大宏观政策调控力度”表述,对政策性金融性工具的要求更加强调了“有效带动激发民间投资”,或指向民间固定资产投资不足的问题。(3)

对结构性货币政策工具表明了“保持再贷款再贴现工具的稳定性”，央行加大对“三农”、小微和民营企业金融支持力度。对于债市而言，7月进入政策博弈期，利率的下行或不会如6月顺畅，但正如例会上表达的，扩大内需是促进经济良性循环的关键一步，在这一正向循环被打通前，经济基本面环境仍有利于债市，利率或将震荡下行。美国当前经济形势复杂，PCE超预期降温，美债收益率和美联储加息路径未来预计如何变化？本周10Y美债收益率一直维持在3.7-3.8%高位震荡，2Y美债收益率在GDP数据公布之后美债暴力拉伸至4.87，导致10Y-2Y美债期限利差扩大，市场对美联储下半年加息的预期有所上升。当前美国经济形势复杂，主要通胀指标PEC超预期降温，又使联储加息预期有所下降。美联储的加息路径不确定性加大，我们认为原因在于：（1）通胀率降温，仍高于美联储目标水平，通胀仍有粘性。（2）GDP罕见大幅上修强化了市场对于美国经济韧性的预期。（3）主要银行全部通过测试，显示银行业有能力抵御严重的经济衰退。（4）密歇根消费者信心指数终值高于预期，消费者对经济前景普遍持乐观态度。综合近期数据，我们认为由于当前美国经济形势复杂，美联储的货币政策会更加谨慎与灵活。强劲的经济增长意味着美联储有足够的空间继续加息，使通胀率降至2%的目标。市场仍预计美联储7月很可能加息25个基点的形势并未真正改变，甚至市场预计7月加息的概率以上升超过85%。展望未来，美国经济的短期前景仍然不确定。短期看，通胀虽有下降但仍远高于目标水平、市场加息预期强烈，美债收益率向上突破概率犹存；中期看，美联储货币政策将会特别谨慎与灵活，中期美债十年期国债收益率或将维持筑顶格局，在3.4-3.8%区间震荡。

**固收点评 20230702：祥源转债：聚烯烃发泡材料领跑企业**

我们预计祥源转债上市首日价格在122.62~136.61元之间，我们预计中签率为0.0015%。

**固收点评 20230701：绿色债券周度数据跟踪（20230626-20230630）**

本周（20230626-20230630）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券8只，合计发行规模约35.00亿元，较上周减少312.71亿元。发行年限均为5年及以下中短期；发行人性质为中央国有企业和地方国有企业；主体评级以AAA、AA+和AA级为主。发行人地域为江苏省、浙江省、江西省、广东省和天津市。发行债券种类为公司债、中期票据、资产支持票据和超短期融资券。

**固收点评 20230701：二级资本债周度数据跟踪（20230626-20230630）**

本周（20230626-20230630）银行间市场及交易所市场共新发行二级资本债2只，发行规模为11.00亿元，较上周增加11.00亿元，发行年限均为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+和A+，发行人地域为湖北省和贵州省。截至2023年6月30日，二级资本债存量余额达37,062亿元，较上周（20230623）增加4亿元。

**固收深度报告 20230701：转债行业图谱系列（十）：美容护理行业可转债梳理（正股与转债分析及推荐篇）**

我们推荐投资风格相对稳健、追求收益风险比最大化、风险偏好适中的投资者对正股基本面表现向好、转债属性系“攻守兼备”、市场关注度较高的珀莱转债予以关注；投资风格略有激进、追求收益最大化、风险偏好较高的投资者对正股基本面开启修复、向上弹性尚可、投资性价比占优的水羊转债予以关注。

**固收点评 20230630：PMI 低位缓回升，债市环境仍偏顺风**

制造业 PMI 低位回升，企业间进一步分化。非制造业 PMI 虽有所回落，整体稳步恢复。制造业 PMI 缓慢回升但依旧位于荣枯线下，非制造业 PMI 维持在扩张区间但持续走弱，内外需延续疲软表现。整体来看，6 月制造业景气度恢复动能不足，且企业的分化程度进一步加深，宏观环境对债市来说仍“顺风”，但需要注意 7 月的政策博弈，利率将震荡下行。

## 行业

### 推荐个股及其他点评

#### 歌尔股份 (002241): 2023 中报业绩预告点评: 单季盈利能力改善, 未来依然可期

事件: 公司发布 2023 中报业绩预告 单季盈利能力显著改善: 公司预告 2023 年上半年归母净利润 3.3-5.0 亿元, 同比下滑 76-84%, 扣非归母净利润 3.2-4.8 亿元, 同比下滑 76-84%, 其中 23Q2 单季归母净利润为 2.2-3.9 亿元, 环比增长 108-268%。一方面, 受宏观经济和行业因素的影响, 终端市场需求不足, 公司智能声学整机业务和部分智能硬件业务的销售, 影响收入、利润的短期表现, 另一方面, 公司通过有效的成本管控能力提升盈利质量, 保障经营基本盘的稳定, 并巩固 VR/AR 等新型智能硬件业务核心竞争力, 有望在未来行业向上过程中重新迎回成长动能。 我们依然坚定看好公司长期趋势: 1) VR/AR 逻辑仍有望持续兑现: 国内外主流品牌大力布局, 软硬件生态的完善有望拉动出货量在未来恢复增长, 长期来看, 基于应用场景拓展以及更多科技巨头入局等多方面的因素, VR/AR 硬件出货量未来几年仍有望打开成长天花板; 2) 其他产品线仍有确定性增量单品: 游戏机出货量及公司份额持续增长、国内大客户加注智能穿戴, 未来营收和利润都会带来增量贡献。结合公司不断夯实的核心竞争力及长期成长趋势, 有望逐渐走出低谷, 未来依旧可期。 盈利预测与投资评级: 盈利预测与投资评级: 我们基于公司中报预告及当前行业基本面状况调整盈利预测, 23-25 年归母净利润调整为 16/27/37 亿元 (前值为 19/27/37 亿元), 基于我们对 VR/AR 产业长期趋势的看好、短期业绩下修源于外部突发事件的短期影响、公司核心竞争力持续增强等综合因素, 我们继续看好公司未来成长趋势, 维持“买入”评级。 风险提示: VR/AR 产业发展不达预期, 其他产品销量不达预期。

#### 潍柴动力 (000338): 2023 半年报业绩预告: Q2 各业务板块稳中向好, 业绩符合预期

我们维持公司 2023~2025 年营业总收入为 1981/2345/2595 亿元, 归属母公司净利润为 67.56/87.36/107.54 亿元, 分别同比+38%/+29%/+23%, 对应 EPS 为 0.77/1.00/1.23 元, 对应 PE 为 16/13/10 倍。鉴于潍柴动力重卡全产业链覆盖叠加凯傲等业务对冲周期波动, 盈利稳定提升, 长期新能源领域布局持续发力, 我们认为潍柴动力应该享受更高估值溢价, 维持“买入”评级。

#### 中国重汽 (000951): 2023 半年报业绩预告: 出口持续爆发向上, Q2 业绩表现靓丽

看好重卡行业周期上行背景下龙头表现。我们维持公司 2023~2025 年营业总收入为 393/562/630 亿元, 归属母公司净利润为 10/14/20 亿元, 分别同比+370%/+43%/+41%。对应 EPS 为 0.85/1.22/1.72 元, 对应 PE 为 19/13/9 倍。鉴于中国重汽持续保持国内重卡整车制造行业龙头位置, 我们认为中

国重汽应该享受更高估值溢价，维持“买入”评级。

**比亚迪 (002594): 6月销量再创新高, 腾势推动品牌高端化发展**

盈利预测与投资评级: 考虑公司销量持续高增, 我们维持公司 2023-2025 年归母净利润预测为 284/361/452 亿元, 同增 71%/27%/25%, 对应 PE26x/21x/17x, 给予 2023 年 35 倍 PE, 目标价 341 元, 维持“买入”评级。

**理想汽车-W (02015.HK): 6月交付同比+150%, 单月交付首次破3万**  
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, 我们维持理想汽车 2023~2025 年归母净利润, 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 251 港币, 当前股价 135.5 港币。维持理想汽车“买入”评级。

**力劲科技 (00558.HK): FY2023 业绩点评: 营收利润不及预期, 大型压铸机兑现较高增长**

盈利预测与投资评级: 考虑到注塑机、小型压铸机需求不及预期, 我们下调公司 FY2024-FY2025 归母净利润分别为 6.5 亿港元 (-1.8 亿港元), 8.1 亿港元 (-2.8 亿港元), 新增 FY2026 归母净利润预测为 9.95 亿港元, 同比分别+22%、+24%、+24%, 对应现价 (7 月 2 日) PE 分别为 14 倍、11 倍、9 倍, 我们维持公司“买入”评级。

**小 i 机器人 (AIXI.O): 领先的人工智能解决方案提供者, 认知智能推动业绩增长**

盈利预测与投资评级: 我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 0.66 亿、0.90 亿、1.25 亿美元, 对应现价 (6 月 30 日) PS 分别为 6 倍、4 倍、3 倍, 考虑到公司深耕 AI 行业多年有良好的技术积累, 且在 B 端商业化有许多成功案例, 首次覆盖予以“买入”评级。

**罗博特科 (300757): 光伏电池片自动化设备龙头, 拓展电镀铜&光模块设备迈向新征程**

暂未考虑电镀铜设备&光模块设备业绩贡献, 我们预计罗博特科 2023-2025 年归母净利润分别为 1.0/1.6/2.1 亿元, 当前股价对应动态 PE 分别为 94/58/45 倍。公司传统光伏电池片自动化设备业务稳定增长, 光伏电镀铜设备&光模块设备有望开启新增长曲线, 首次覆盖给予“增持”评级。

**箭牌家居 (001322): 智能化持续渗透, 国产卫浴龙头加速崛起**

公司是国内卫浴龙头, 在品牌力、产品力和渠道力方面均有较为深厚的积累。公司积极应对行业趋势变化发展智能化家居产品品类, 智能坐便器等品类快速放量, 未来公司有望借助产品智能化优化产品结构、产品销售体系化带动客单价提升、渠道线上化和精细化运作进一步夯实公司在卫浴行业的核心竞争力。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 7.07/8.53/9.97 亿元, 对应 PE 分别为 23X/19X/16X。考虑到公司未来智能家居发展潜力较大, 首次覆盖, 给予“增持”评级。风险提示: 下游需求波动的风险、市场竞争加剧的风险、原材料及能源价格大幅波动的风险等。

**英杰电气 (300820): 引领泛半导体电源国产替代, 充电桩打造新增长极**

盈利预测与投资评级: 公司为国内工业电源龙头, 短期光伏硅料/硅片电源龙头地位稳定, 中期受益电池片/半导体电源国产替代和充电桩扩产, 远期有望向工业电源平台转型。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 4.8/6.3/8.6 亿元, 当前市值对应 PE 为 37/28/21 倍。首次覆盖予以

“增持”评级。风险提示：市场竞争加剧、新品研发不及预期、下游客户验证进展不及预期

### **创梦天地 (01119.HK): 《卡拉彼丘》测试开启, 游戏业务拐点已现**

盈利预测与投资评级: 公司存量游戏流水稳健, 新游《卡拉彼丘》《二之国: 交错世界》将陆续上线贡献增量, 我们上调 2023-2024 年并新增 2025 年盈利预测, 预计其 EPS 分别为 0.17/0.32/0.43 元 (2023-2024 年此前为 0.14/0.32 元), 对应当前股价 PE 分别为 20/10/8 倍。我们看好公司游戏业务触底反弹, 同时前瞻布局 AI, Fanbook 长期空间值得期待, 维持“买入”评级。

## 宏观策略

### 宏观周报 20230703: 如何看待欧美经济的“强”与“弱”——海外宏观经济周报

本周重点出炉的数据为 2023 年一季度美国 GDP 和 2023 年 5 月欧元区通胀。其中一季度美国 GDP 环比折年率终值较初值大幅上修至 2%，超过预期的 1.4% 和初值 1.3%。“一致预期”逐渐从衰退中走出来。近期从消费到就业，都再给这一转变注入“强心剂”。尤其是注意到占美国经济大头的居民消费支出进一步上修，虽然一方面来看这更印证了需求并未疲软，但强劲的消费需求也在支撑着物价水平，让通胀回落的粘性更足。欧元区方面，本周公布了 5 月通胀数据。虽然 CPI 同比在能源的拖累下，回落 0.6pct 至 5.5%。但核心 CPI 意外的反弹令人担忧。但我们认为对此其实不必过于担心，因为从环比来看，已从上个月的环比增速 0.93% 降至 0.27%，且低于去年同期 0.69% 的环比增速。由此来看，欧洲通胀边际上确实已经转弱。为什么核心 CPI 同比出现了意外的上涨？这是由于去年同月，欧洲最大经济体（德国）临时推出了为期 3 个月的廉价公共交通票，这大幅拉低了 6-9 月德国核心 CPI 的上涨。但在廉价车票政策撤销后，通胀在 2022 年 9 月又回到较高水平。因此，今年 6 月核心 CPI 的反弹是因为去年的基数效应，德国今年 9 月开始核心通胀将重新开始下台阶。重点数据速览后，我们不妨围绕着高频数据一览海外经济全貌。根据跟踪的高频数据，我们将它们主要分为四大部分：经济活动、需求、就业以及金融。经济活动：美国整体好于欧洲的情况。具体来看，6 月 25 日当周美国纽约联储 WEI 指数为 1.32，连续两周上升，叠加一季度 GDP 增速的上修，显示出美国超强的经济活动韧性。但欧洲国家经济活动分化：其中德国经济活动继续回升，而瑞士则继续处于下行通道。需求：本周美国消费和出行边际下行，无论是美国红皮书商业零售销售指数还是执行航班数量均有所回落，分别下降 0.4%、1.6%。虽然出行有所降温，但是美国整体需求仍旧较为强劲。地产方面，在抵押贷款利率高企的情形下，申请抵押贷款的人数不降反增，地产需求的上升叠加供给情绪高涨，美国房地产市场或将进一步回暖。就业：申请失业金人数自上周创 2021 年 11 月以来的新高后，本周又意外回落。6 月 25 日当周美国当周初次申请失业金人数为 23.9 万人，较前值下降 2.6 万人，持续领取失业金人数也下滑 1.9 万人。作为劳动力市场的先行指标，下滑的申请失业金人数也预示着劳动力市场依旧强劲。在此基础上，失业率大幅抬高的概率就较低，且随着需求的韧性，或进一步给就业市场带来“压力”。流动性：总体来看美国净流动性连续 2 周下降，总资产规模终于回落至硅谷银行事件危机前，但是同时流入金融体系的资金也在减少。监测美元流动性的核心指标无论是 Libor-OIS、FRA-OIS 还是企业债利差均在本周边际回落。风险提示：欧美通胀韧性大超预期，美联储及欧央行货币政策紧缩大超预期，欧美陷入衰退概率大幅增加，美国中小银行再现挤兑风波，各国金融风险大超预期。

（证券分析师：陶川 证券分析师：邵翔）

## 固收金工

### 固收周报 20230703: 反脆弱：大股东股权质押与转债关联分析

大股东股权质押与转债关联分析：大股东股权质押比例与可转债存在

关联。从风险层面看，无论目的是补充自身流动性抑或是为发行转债提供担保，大股东股权质押比例过高时将面临一定的补仓甚至是平仓风险；从转债条款博弈层面看，为避免强赎对其质押标的物（股权）价格的冲击，大股东股权质押比例较高的发行人更倾向于不强赎。本周（6月26日-6月30日）权益市场整体上涨，多指数收涨。两市日均成交额较上周放量约2568.04亿元至9023.82亿元，周度环比回升39.78%，北上资金全周净流出84.81亿元。行业方面，本周（6月26日-6月30日）31申万一级行业中22个行业收涨，其中9个行业涨幅超2%；纺织服饰、煤炭、电力设备、国防军工、环保涨幅居前，分别上涨4.83%、3.17%、3.15%、2.88%、2.85%；计算机、传媒、食品饮料、商贸零售、社会服务跌幅居前，跌幅分别达-7.09%、-4.79%、-3.14%、-2.60%、-1.30%。本周（6月26日-6月30日）中证转债指数上涨0.22%。29个申万一级行业中17个行业收涨。纺织服饰、公用事业、美容护理、汽车、煤炭涨幅居前，分别上涨1.11%、1.11%、1.02%、0.97%、0.88%；社会服务、传媒、计算机、家用电器、食品饮料跌幅居前，分别下跌-5.80%、-2.29%、-1.75%、-1.18%、-0.59%。本周转债市场日均成交额大幅放量11.69亿元，环比变化1.63%；成交额前十位转债分别为英联转债、新港转债、永鼎转债、联诚转债、新致转债、超达转债、亚康转债、润达转债、万顺转债、横河转债；周度前十转债成交额均值达144.39亿元，成交额首位达268.14亿元。从转债个券周度涨跌幅角度来看，约57.34%的个券上涨，约40.48%的个券涨幅在0-1%区间，16.87%的个券涨幅超2%。股债市场情绪对比：本周（6月26日-6月30日）转债市场周度加权涨跌幅中位数为负，正股市场周度加权平均涨跌幅、中位数为正，相对于转债，正股周度涨幅更大。从成交额来看，本周转债市场成交额环比上升69.38%，并位于2022年以来63.50%的分位数水平；对应正股市场成交额环比增加45.03%，位于2022年以来25.60%的分位数水平；正股、转债成交额均大幅放量，相对于正股，转债成交额涨幅更大且所处分位数水平更高。从股债涨跌数量占比来看，本周约33.25%的转债收涨，约76.63%的正股收涨；约25.85%的转债涨跌幅高于正股；相对于转债，正股个券能够实现的收益更高。综上所述，本周正股市场的交易情绪更优。核心观点：6月以来，可转债市场出现较明显变化：（1）转债供给端发行节奏一改5月“熄火”状态，中小盘转债发行逐渐增多，市场对次新债的关注可能由此锚向新债；（2）随着搜特转债退市，转债市场信用风险事件冲击逐渐消弭，低评级转债溢价率向上修复；另一方面，以正邦转债为例的低评级标的以积极下修、释放积极信号“自救”，转债价格实现大幅修复；（3）从市场情绪来看，北向资金开始回流，上周市场交易量逐日攀高，周五交易量直逼900亿元；（4）主题方面，上周汽车赛道和AI/光模块赛道景气度回升，高景气有望延续。我们回归政策面和业绩逻辑，锚向“新”海外出口、“一带一路”和估值低位板块。同时，我们需要关注市场对信用风险的关注，高评级底仓类品种未必迎来溢价抬升，但市场对低资质、低评级标的的警惕情绪或致相关标的的溢价端面临“下杀”风险。新债组合推荐：冠盛转债、天23转债、睿创转债、精锻转债、精测转2 近期关注题材转债推荐：晶瑞转2、立昂转债、赛轮转债、永22转债、风语转债、华兴转债、莱克转债、精测转2、奥飞转债、花园转债、博杰转债 风险提示：（1）流动性收紧；（2）权益市场大幅调整；（3）地缘政治危机影响。（4）行业政策调控超预期。

（证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭）

固收点评 20230702：赫达转债：国内纤维素醚龙头

事件 赫达转债(127088.SZ)于2023年7月3日开始网上申购:总发行规模为6.00亿元,扣除发行费用后的募集资金净额用于淄博赫达30000t/a纤维素醚项目、赫尔希年产150亿粒植物胶囊及智能立体库提升改造项目及补充流动资金。当前债底估值为83.71元,YTM为3.17%。赫达转债存续期为6年,联合资信评估股份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:0.20%、0.50%、1.00%、1.50%、2.00%、3.00%,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6.32%(2023-06-30)计算,纯债价值为83.71元,纯债对应的YTM为3.17%,债底保护一般。当前转换平价为103.4元,平价溢价率为-3.33%。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08日至2029年07月02日。初始转股价17.4元/股,正股山东赫达6月30日的收盘价为18.00元,对应的转换平价为103.45元,平价溢价率为-3.33%。转债条款中规中矩,总股本稀释率为9.15%。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17.4元计算,转债发行6.00亿元对总股本稀释率为9.15%,对流通盘的稀释率为9.83%,对股本摊薄压力较小。观点 我们预计赫达转债上市首日价格在122.42~136.39元之间,我们预计中签率为0.0023%。综合可比标的以及实证结果,考虑到赫达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25%左右,对应的上市价格在122.42~136.39元之间。我们预计网上中签率为0.0023%,建议积极申购。山东赫达是国内同行中少数具备自主研发并同时大规模生产中高端型号建材级、医药级和食品级非离子型纤维素醚的企业之一。公司现有纤维素醚产能3.4万吨/年。同时进入植物胶囊领域,拓展业务版图,现有植物胶囊产能277亿粒/年。2018年起,纤维素醚和植物胶囊新项目产品产能释放,推动公司业绩迈向新的成长阶段。2018年以来公司营收保持增长,2018-2022年复合增速为17.21%。2022年公司实现营业收入17.23亿元,同比增长10.4%;归母净利润3.54亿元,同比增长7.4%。2023年Q1营业收入3.75亿元,同比下降4.3%;归母净利润0.73亿元,同比下降-24.43%,环比上升51.83%。公司营业收入主要来源于纤维素醚,植物胶囊有望成为第二增长曲线。2020-2022年纤维素醚业务收入占主营业务收入比重分别为68.72%/62.53%/67.07%;植物胶囊业务营收占比由2019年的9.4%,一跃提升至2021年的20.3%,2022年为16.0%。公司销售净利率和毛利率冲高维稳,销售费用率下降,财务费用率上行和管理费用率趋稳。2018-2022年,公司销售净利率分别为8.40%、14.56%、19.46%、21.12%和20.53%,销售毛利率分别为25.35%、33.49%、36.76%、36.55%和34.20%。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)

### 固收深度报告 20230702: 转债行业图谱系列(十): 美容护理行业可转债梳理(行业分析篇)

观点 拨云见日,“颜值经济”助推美护行业发展:1)行业概述:中国美容护理行业内外环境发生深刻变化,虽起步较晚,但增长迅速,未来将在规范中持续发展。从内部环境看,行业加快整合发展,着力提升自身竞争实力;从外部环境看,“颜值经济”点燃消费热情,政策频发利好国货品牌。根据申万行业分类标准,美容护理行业可以分为个护用品、化妆品和医疗美容三个二级子行业。截至2023年5月31



日，个护用品、化妆品和医疗美容上市公司数量分别为 14 家、13 家和 3 家。细分市场迅速发展，化妆品市场业绩增长稳健，个护用品市场业绩波动较大，医疗美容市场起步虽晚但增长强劲；2) 化妆品市场：a) 需求端：从需求总量看，化妆品市场受疫情影响，线下消费场景受限，短期内业绩略有承压，中长期化妆品市场仍处于快速发展的窗口期，行业需求有望持续向好。从需求结构看，用户消费需求以护肤品、彩妆和护发类产品为主。由于我国化妆品市场复购率较高，高端化妆品市场仍有较大想象空间，叠加国货品牌替代率提升，“男颜经济”有望成为化妆品市场发展的驱动力。b) 供给端：政策监管刚柔并济，化妆品市场在规范中寻求高质量发展。一方面，支持国货品牌发展成为国家顶层设计，监管政策频发，化妆品市场在“阵痛”中迈入“高端品牌”发展阶段，迎来发展新机遇，行业格局进一步优化；另一方面，线上渠道流量红利消退，研发成为品牌竞争核心实力，化妆品市场发展由渠道驱动迈入产品驱动时代。美容护理行业产业链：美容护理行业产业链主要由上游生产商，中游品牌商、医疗机构以及下游终端用户组成。上游生产商相对分散，进入门槛较低，议价能力较弱，其中化妆品市场上游主要为内容物原料生产商和包装材料生产商；中游品牌商和医疗机构为产业链核心环节，议价能力较强，发挥了承上启下的关键作用，其中化妆品市场中游品牌商掌握产业定价权，现阶段主要由国际品牌主导，国货品牌需要在竞争中实现突围；下游为终端客户，主要通过线上线下两种渠道实现销售。美容护理行业竞争格局：总体而言，我国美容护理行业竞争日益加剧。从发展趋势看，随着美容护理行业上市企业数量逐年增加，行业头部企业市场份额开始受到挤压。传统美容护理市场参与者整合意愿加强，美容护理行业开始走向集群发展，进行产业化、规模化运作，逐渐形成集原料、生产、研发、包装和销售为一体的美护产业链优势。此外，从市场结构看，国际品牌在我国美容护理行业具有先发优势，建立了稳定的客户群体，占据主要市场份额。随着国内企业资金实力提升、产业研发投入增加以及行业营销模式转型，国货品牌在竞争中实现突围。美容护理行业核心竞争力：1) 品牌壁垒：品牌是美容护理行业的核心竞争力。品牌的建立是企业长期探索和耕耘的结果，行业的新进入者无法在短时期内实现品牌的精准定位和差异化的竞争。2) 营销渠道壁垒：获取客户资源是美容护理行业产品销售和推广的前提条件，需要企业拥有强大的营销渠道网络。企业建立线下渠道和线上渠道均需要具备经验丰富的运营和管理团队，投入大量资金并经过时间沉淀，无法在短期内一蹴而就。3) 技术和人才壁垒：研发是美容护理行业发展的重要驱动力，要求企业具有强大的技术水平和全方位的人才储备。赛道推荐：美容护理行业在“国产替代”“男颜经济”等新趋势下，国货品牌广聚人才提升研发实力，加快产品自主创新步伐，助力行业高质量转型，其中化妆品赛道供需两端机会显著，推荐对该赛道中的 3 只可转债标的科思转债、珀莱转债、水羊转债予以分析，详见报告《转债行业图谱系列（十）：美容护理行业可转债梳理（正股与转债分析及推荐篇）》。风险提示：宏观经济不及预期；政策力度不及预期；国货替代率不及预期。

（证券分析师：李勇 研究助理：徐津晶）

#### 固收周报 20230702：货币政策委员会例会透露哪些信息？

中国人民银行货币政策委员会召开 2023 年第二季度例会，与第一季度例会相比有何变化？透露出怎么样的政策信息？与 2023 年第一季度例会相比，此次的例会表露出的政策态度保持积极，整体变化不大。主要有如下变化：（1）在对经济的展望中强调了“贸易投资放缓”，同

时相较于一季度例会中的“恢复的基础尚不牢固”，增加了对于内需的表述，表明“内生动力还不强，需求驱动仍不足”。由此，在政策表述上对于刺激内需的紧迫性增强，由“着力支持扩大内需”改为“切实支持扩大内需，改善消费环境，促进经济良性循环”。(2) 政策在总量层面上增加了“要克服困难、乘势而上，加大宏观政策调控力度”表述，对政策性金融工具的要求更加强调了“有效带动激发民间投资”，或指向民间固定资产投资不足的问题，2023年1-5月民间固定资产投资累计同比为-0.1%，而整体的固定资产投资累计同比为4%。

(3) 对结构性货币政策工具表明了“保持再贷款再贴现工具的稳定性”，当天央行同时增加支农支小再贷款、再贴现额度2000亿元，进一步加大对“三农”、小微和民营企业金融支持力度。对于债市而言，7月进入政策博弈期，利率的下行或不会如6月顺畅，但正如例会上表述的，扩大内需是促进经济良性循环的关键一步，在这一正向循环被打通前，经济基本面环境仍有利于债市，利率或将震荡下行。美国当前经济形势复杂，PCE超预期降温，美债收益率和美联储加息路径未来预计如何变化？本周10Y美债收益率一直维持在3.7-3.8%高位震荡，2Y美债收益率在GDP数据公布之后美债暴力拉伸至4.87，导致10Y-2Y美债期限利差扩大，市场对美联储下半年加息的预期有所上升。当前美国经济形势复杂，主要通胀指标PCE超预期降温，又使联储加息预期有所下降。美联储的加息路径不确定性加大，我们认为其原因在于：(1) 通胀率降温，仍高于美联储目标水平，通胀仍有粘性。6月30日公布的美国5月PCE物价指数同比增长放缓至3.85%，低于前值4.4%，两年多来首次增速低于4%；核心PCE物价指数同比较4月略为放缓增长至4.6%，为逾一年半最低增速。无论是CPI还是PCE，虽然当前两者均处在下降区间，但仍远高于美联储2%的目标水平。5月份美国消费者支出停滞不前，联储紧缩在遏制通胀的同时限制经济的影响，表明美国经济的主要引擎开始失去一些动力。个人消费支出(PCE)环比上涨0.1%，低于预期0.2%；个人收入环比上涨0.4%，好于预期和前值0.3%。个人收入增长超出预期，但个人支出增长较少。

(2) GDP罕见大幅上修强化了市场对于美国经济韧性的预期。美国商务部经济分析局(BEA)公布2023年一季度GDP环比折年率终值2%，大幅高于此前预测的1.3%。较此前公布的修正数据上修0.7%，超出市场预期的1.4%。GDP的上修说明今年一季度经济的韧性较好。从分项，服务消费数据明显上修，对GDP贡献1.4个百分点，耐用品消费保持扩张，贡献GDP约1.3个百分点。从分项看，居民消费支出进一步上调，消费支出占美国GDP比例约70%，一季度共计拉动GDP增长约2.8个百分点。第一季度实际GDP的增长，主要来自消费者支出，尤其是商品(以汽车和零部件为主)和服务(以医疗保健、食品服务和住宿)的增长。消费者支出增加了4.2%，高于市场预期的3.8%。

(3) 主要银行全部通过测试，显示银行业有能力抵御严重的经济衰退。经过压力测试的23家银行证明，它们不仅能够承受假设的“严重”全球经济衰退和由此带来的高额损失，也能够承受商业房地产价格下跌40%的风险。压力测试结果正面这、提振了市场对于美国金融体系的信心，也降低了投资者对于信用紧缩的担忧，支持美联储进一步加息。(4) 密歇根消费者信心指数终值高于预期，消费者对经济前景普遍持乐观态度。6月30日，美国6月密歇根大学消费者信心指数终值为64.4，预期63.9，前值63.9，上升了9%。这种显著的上升反映出，本月初债务上限危机的解决，以及对通胀放缓的更积极看法，使人们的态度有所恢复。综合近期数据，我们认为由于当前美国经济形势复杂，美联储的货币政策会更加谨慎与灵活。强劲的经济增长意

意味着美联储有足够的空间继续加息，使通胀率降至 2% 的目标。市场仍预计美联储 7 月很可能加息 25 个基点的形势并未真正改变，甚至市场预计 7 月加息的概率已上升超过 85%。展望未来，美国经济的短期前景仍然不确定。全球贸易紧张局势、地缘政治事件和消费者情绪的波动等因素可能影响未来的 GDP 增长。虽然在第一季度，美国经济实现了温和增长，但未来依然面临潜在的逆风。综合上述分析，短期来看，通胀虽有下降但仍远高于目标水平、市场加息预期强烈，短期美债收益率向上突破概率犹存；中期来看，美联储货币政策将会特别谨慎与灵活，中期美债十年期国债收益率或将维持筑顶格局，在 3.4-3.8% 区间震荡。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 20230702：祥源转债：聚烯烃发泡材料领跑企业

事件 祥源转债（123202.SZ）于 2023 年 7 月 3 日开始网上申购：总发行规模为 4.60 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于新能源车用材料生产基地建设项目、智能仓储中心建设项目和补充流动资金。当前债底估值为 73.14 元，YTM 为 3.15%。祥源转债存续期为 6 年，联合资信评估股份有限公司资信评级为 A+/A+，票面面值为 100 元，票面利率第一年至第六年分别为：0.20%、0.40%、1.00%、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 A+ 中债企业债到期收益率 8.77%（2023-06-29）计算，纯债价值为 73.14 元，纯债对应的 YTM 为 3.15%，债底保护一般。当前转换平价为 103.6 元，平价溢价率为 -3.49%。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 08 日至 2029 年 07 月 02 日。初始转股价 19.64 元/股，正股祥源新材 6 月 29 日的收盘价为 20.35 元，对应的转换平价为 103.62 元，平价溢价率为 -3.49%。转债条款中规中矩，总股本稀释率为 17.78%。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 19.64 元计算，转债发行 4.60 亿元对总股本稀释率为 17.78%，对流通盘的稀释率为 31.47%，对股本有一定的摊薄压力。观点 我们预计祥源转债上市首日价格在 122.62~136.61 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，考虑到祥源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 25% 左右，对应的上市价格在 122.62~136.61 元之间。我们预计网上中签率为 0.0015%，建议积极申购。祥源新材专业生产聚烯烃发泡材料及聚氨酯发泡材料、有机硅橡胶等产品，是一家集研发、生产、销售新材料于一体的高新技术企业。公司拥有先进的生产设备和生产技术工艺，经过十余年的发展，现已成为国内知名的聚烯烃发泡材料供应商。在消费电子产品领域，公司是国内少数具备规模化自主生产 0.06mm 超薄 IXPE 能力的企业之一。2018 年以来公司营收稳步增长，2018-2022 年复合增速为 14.73%。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 14.73%。2022 年，公司实现营业收入 3.74 亿元，同比减少 18.32%。与此同时，归母净利润也不断浮动，2018-2022 年复合增速为 12.92%。公司主营业务为聚烯烃发泡材料（IXPE、IXPP、XPE）、聚氨酯发泡材料及有机硅橡胶产品的研发、生产、销售。2020 年以来，祥源新材 IXPP 和其他产品收入逐年增长，2020-2022 年 IXPP 业务收入占主营业务收入比重分别为 2.85%/3.67%/5.48%。公司销售净利率维稳，毛利率下

降，销售费用率维稳，财务费用率下降，管理费用率提升。2017-2021年，公司销售净利率分别为 16.17%、19.50%、23.66%、19.18%和 15.17%，销售毛利率分别为 42.56%、43.55%、45.59%、37.46%和 31.10%。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 20230701：绿色债券周度数据跟踪 (20230626-20230630)

**观点** 一级市场发行情况：本周 (20230626-20230630) 银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 8 只，合计发行规模约 35.00 亿元，较上周减少 312.71 亿元。发行年限均为 5 年及以下中短期；发行人性质为中央国有企业和地方国有企业；主体评级以 AAA、AA+和 AA 级为主。发行人地域为江苏省、浙江省、江西省、广东省和天津市。发行债券种类为公司债、中期票据、资产支持票据和超短期融资券。二级市场成交情况：本周 (20230626-20230630) 绿色债券周成交额合计 666 亿元，较上周增加 288 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 308 亿元、253 亿元和 65 亿元。分发行期限来看，3Y 以下绿色债券成交量最高，占比约 83.42%，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 360 亿元、125 亿元和 20 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 305 亿元、62 亿元和 50 亿元。估值偏离%前三十位个券情况：本周 (20230626-20230630) 绿色债券周成交均价估值偏离幅度不大，折价成交比例低于溢价成交，成交幅度高于溢价成交。折价个券方面，折价率前三的个券为 21 潍财 G1 (-24.92%)、22 融和融资 GN001(碳中和债)(-1.49%)和 21 昆明轨道 MTN003(绿色)(-1.46%)，其余折价率均在-1.4%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重庆市居多。溢价个券方面，溢价率前三的个券为 22 桂林银行绿色债 01 (0.66%)、G19 青州 (0.51%) 和 20 宜春创投绿色债 (0.50%)，其余溢价率均在 0.4% 以内。主体行业以金融和公用事业为主，中债隐含评级以 AAA-评级为主，地域分布以广东省和上海市居多。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 20230701：二级资本债周度数据跟踪 (20230626-20230630)

**观点** 一级市场发行与存量情况：本周 (20230626-20230630) 银行间市场及交易所市场共新发行二级资本债 2 只，发行规模为 11.00 亿元，较上周增加 11.00 亿元，发行年限均为 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+和 A+，发行人地域为湖北省和贵州省。截至 2023 年 6 月 30 日，二级资本债存量余额达 37,062 亿元，较上周 (20230623) 增加 4 亿元。二级市场成交情况：本周 (20230626-20230630) 二级资本债周成交量合计约 1044 亿元，较上周减少 198 亿元，成交量前三个券分别为 22 工行二级资本债 04A (43.55 亿元)、20 农业银行二级 01 (40.53 亿元) 和 21 邮储银行二级 01 (37.82 亿元)。分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、上海市和广东省，分别约为 713 亿元、103 亿元和 56 亿元。从到期收益率角度来看，截至 6 月 30 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：-6.46 BP、-4.68 BP、1.32 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：-0.06 BP、-0.06 BP、5.94 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：0.67 BP、

0.67 BP、6.67 BP。 估值偏离%前三十位个券情况： 本周（20230626-20230630）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大于溢价成交。 折价个券方面，折价率前二的个券为 22 沧州银行二级资本债 01（-0.91%）和 19 萧山农商二级 01(-0.74%)，其余折价率均在-0.73%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。 溢价个券方面，溢价率前二的个券为 22 厦门农商二级 01（0.88%）和 22 汉口银行二级 01(0.54%)，其余溢价率均在 0.5%以内。中债隐含评级以 AAA-评级为主，地域分布以北京市、上海市和广东省居多。 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）

### 固收深度报告 20230701：转债行业图谱系列（十）：美容护理行业可转债梳理（正股与转债分析及推荐篇）

观点 正股业绩表现总体向好，估值多处于中低区间：1) 科思转债：全球最主要化学防晒剂制造商，具有一体化研发、转化体系，业务结构稳定，产品已进入国际主流市场；随着化妆品原料下游市场需求复苏，2022 年公司业绩大增；通过推进在建项目投产，加大研发投入，深化营销体系建设并布局海外，未来驱动因素较强；2023/6/16 PE（TTM）为 26.93 倍，处于上市以来 3.5%分位。2) 珀莱转债：国货美妆企业，旗下自有品牌已覆盖大众精致护肤、彩妆、洗护、高功效护肤等美妆领域；公司深耕境内市场，通过持续发力线上渠道，2022 年业绩增势亮眼；未来增长动能主要源于“大单品策略”丰富产品矩阵以及构筑品牌研发护城河；2023/6/16PE（TTM）为 51.57 倍，处于上市以来 35%分位。3) 水羊转债：科技型新消费品美妆品牌企业，自有品牌产品已覆盖面膜、水乳膏霜、彩妆、清洁洗护等品类并积极开拓全球品牌代理业务；受自有品牌升级效益暂未充分实现及研发、人力成本上升影响，2022 年公司业绩短暂承压；基于品牌建设、技术研发两方面驱动因素，随着后续品牌升级效益及研发技术红利释放，公司运营层面动能不减，基本面仍有望延续修复态势；2023/6/16PE（TTM）为 48.57 倍，处于上市以来 56.5%分位。 转债行情分析与复盘：1) 科思转债：纯股型标的，其股性较强但债底保护较弱；当前转债价格较高且处于相对高位，价格变动主要受正股驱动，转股溢价率尚可但尚未被极致压缩，投资性价比有所降低；转换价值延续抬升态势的动能较强，但鉴于转债仍处于发行早期且尚未进入转股期，强赎风险有限。2) 珀莱转债：平衡偏股型标的，具备较优的债底保护，股性虽不及科思转债但不乏向上弹性空间，兼具“攻守”属性；评级高于其余标的，信用风险较低；当前转换价值与强赎线之间仍有一定距离，短期内强赎风险尚可；市场热度持续，流通盘规模较优。3) 水羊转债：纯股型标的，股性与科思转债相近，弹性空间较大，但债底保护一般；转换价值介于强赎线和下修线之间，预计短期内强赎风险不高。 五大维度推荐转债标的：1) 正股基本面维度：科思转债≈珀莱转债>水羊转债。科思、珀莱转债正股 2022 年及 2023Q1 业绩增势亮眼，正股驱动因素均较强劲，估值处于历史低位；水羊转债正股虽然 2022 年业绩承压，但 2023Q1 业绩修复迅速，估值已处于中高位，但结合其内部驱动因素有望持续发力，业绩增长信号或已显现。2) 等平价溢价率测试维度：水羊转债>珀莱转债>科思转债。尽管 3 只标的估值均有偏高，但科思、水羊转债的溢价率较珀莱转债相对更接近模型预测值区间上限，表明科思、水羊转债的当前估值较珀莱转债更为合理；高价区间下，珀莱、水羊转债获取超额收益的概率增速较高。3) 股性强弱维度：科思转债>水羊转债>珀莱转债。科思、水羊

转债股性相近，且相较珀莱转债转股溢价率更低，均属于纯股型标的，珀莱转债则属于平衡偏股型标的。4) 转债价格弹性维度：科思转债>珀莱转债>水羊转债。纯股型标的科思转债弹性空间较大，与股性强弱维度结论一致；但平衡偏股型标的珀莱转债弹性空间大于纯股型标的水羊转债，表明珀莱转债弹性更佳。5) 机构持仓维度：珀莱转债>水羊转债>科思转债。从机构持仓占比看，珀莱转债一季度机构环比增持，市场关注度较高，水羊、科思转债由于上市时间较短，故尚未披露机构持仓情况；结合十大持有人持仓信息，珀莱转债持有结构较分散，拥有相对充足的流动性，而水羊、科思转债则交易流动性风险稍高。6) 综上，我们推荐投资风格相对稳健、追求收益风险比最大化、风险偏好适中的投资者对正股基本面表现向好、转债属性系“攻守兼备”、市场关注度较高的珀莱转债予以关注；投资风格略有激进、追求收益最大化、风险偏好较高的投资者对正股基本面开启修复、向上弹性尚可、投资性价比占优的水羊转债予以关注。风险提示：宏观经济不及预期；正股表现不及预期；发行人违约风险。

(证券分析师：李勇 研究助理：徐津晶)

### 固收点评 20230630：PMI 低位缓回升，债市环境仍偏顺风

事件 数据公布：2023年6月30日，统计局公布6月（以下月份均指2023年）官方制造业PMI收于49%，较5月上升0.2个百分点；6月非制造业PMI收于53.2%，较5月下降1.3个百分点。观点 制造业PMI低位回升，企业间进一步分化。总体来看，6月PMI产需两端均较5月有所回升，生产指数达到扩张区间，但内需拉动有限。具体来看：(1) 生产指数均有所回升，需求表现疲软，外需拖累有所加大。6月生产指数为50.3%，较5月回升0.7个百分点。新出口订单环比下降0.8个百分点至46.4%，整体新订单虽然仍然处于收缩区间，但是环比上升0.3个百分点至48.6%。产成品库存和原材料库存自2月以来持续回落，企业处于主动去库存阶段，去库存速度进一步加快。产成品库存指数为46.1%，较5月下滑2.8个百分点，连续4个月收缩，原材料库存指数为47.4%，较上月继续走低0.2个百分点。(2) 原材料与出厂价格低位回升。6月主要原材料购进价格45%，回升4.2个百分点；出厂价格43.9%，回升2.3个百分点，均有所回升但仍位于荣枯线以下，原因或在于一方面市场需求不强，对价格的拉动有限；另一方面部分大宗商品价格继续下行，制造业市场价格总体回落。出厂价格-原材料购进价格的差值由正转负，企业销售和利润的改善预计将放缓。(3) 不同规模企业表现分化，中型企业逆势回升，小型企业在收缩区间进一步回落。延续5月走势，大型企业PMI位于扩张区间，而中型企业PMI和生产指数分别回升1.3和2.2个百分点，小型企业PMI和生产指数则分别回落1.5和2.2个百分点，持续位于荣枯线以下。非制造业PMI虽有所回落，整体稳步恢复。分行业看，建筑业商务活动指数为55.7%，较5月回落2.5个百分点，服务业商务活动指数为52.8%，较5月回落1个百分点。建筑业和服务业虽已连续回落三个月，但仍位于荣枯线以上。具体来看，(1) 受到气温升高，建筑业施工活动有所放缓的影响，建筑业景气度有所回落。从市场需求和预期来看，新订单指数较5月下降0.8个百分点至48.7%，业务活动预期较上月回落1.8个百分点至60.3%。尽管今年以来市场预期持续位于60.0%以上的高景气区间，但新订单指数和业务活动预期指数均低于过去三年同期水平，建筑业企业对行业发展信心有所减弱。

(2) 服务业商务活动指数延续今年的扩张态势，疫情积压需求释放渐弱，需求方面有所降温。服务业新订单指数近两个月一直处于回调状态，新订单指数较上年同期下降4.1个百分点。从行业情况看，生产

性服务业商务活动指数继续位于扩张区间，邮政快递、电信广播电视等行业商务活动指数均位于 60.0%及以上高位景气区间，航空运输、餐饮等接触型聚集型服务行业业务活动预期指数均高于 67.0%。债市观点：制造业 PMI 缓慢回升但依旧位于荣枯线下，非制造业 PMI 维持在扩张区间但持续走弱，内外需延续疲软表现。整体来看，6 月制造业景气度恢复动能不足，且企业的分化程度进一步加深，宏观环境对债市来说仍“顺风”，但需要注意 7 月的政策博弈，利率将震荡下行。风险提示：变种病毒超预期传播；宏观经济增速不及预期  
(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

#### 歌尔股份 (002241): 2023 中报业绩预告点评: 单季盈利能力改善, 未来依然可期

事件: 公司发布 2023 中报业绩预告 单季盈利能力显著改善: 公司预告 2023 年上半年归母净利润 3.3-5.0 亿元, 同比下滑 76-84%, 扣非归母净利润 3.2-4.8 亿元, 同比下滑 76-84%, 其中 23Q2 单季归母净利润为 2.2-3.9 亿元, 环比增长 108-268%。一方面, 受宏观经济和行业因素的影响, 终端市场需求不足, 公司智能声学整机业务和部分智能硬件业务的销售, 影响收入、利润的短期表现, 另一方面, 公司通过有效的成本管控能力提升盈利质量, 保障经营基本盘的稳定, 并巩固 VR/AR 等新型智能硬件业务核心竞争力, 有望在未来行业向上过程中重新迎回成长动能。我们依然坚定看好公司长期趋势: 1) VR/AR 逻辑仍有望持续兑现: 国内外主流品牌大力布局, 软硬件生态的完善有望拉动出货量在未来恢复增长, 长期来看, 基于应用场景拓展以及更多科技巨头入局等多方面的因素, VR/AR 硬件出货量未来几年仍有望打开成长天花板; 2) 其他产品线仍有确定性增量单品: 游戏机出货量及公司份额持续增长、国内大客户加注智能穿戴, 未来营收和利润都会带来增量贡献。结合公司不断夯实的核心竞争力及长期成长趋势, 有望逐渐走出低谷, 未来依旧可期。盈利预测与投资评级: 盈利预测与投资评级: 我们基于公司中报预告及当前行业基本面状况调整盈利预测, 23-25 年归母净利润调整为 16/27/37 亿元 (前值为 19/27/37 亿元), 基于我们对 VR/AR 产业长期趋势的看好、短期业绩下修源于外部突发事件的短期影响、公司核心竞争力持续增强等综合因素, 我们继续看好公司未来成长趋势, 维持“买入”评级。风险提示: VR/AR 产业发展不达预期, 其他产品销量不达预期。

(证券分析师: 马天翼 证券分析师: 金晶)

#### 潍柴动力 (000338): 2023 半年报业绩预告: Q2 各业务板块稳中向好, 业绩符合预期

投资要点 公告要点: 潍柴动力发布 2023 半年报业绩预告, 实现归母净利润 35.87~40.65 亿元, 同比+50%~70%; 扣非后归母净利润 33.04~38.68 亿元, 同比+105%~140%; 对应 2023Q2 归母净利润 17.31~22.09 亿元, 取中值 19.70 亿元, 同环比分别+48%/+6%, Q2 业绩表现基本符合我们预期。行业端内需向好+出口旺盛, 公司端发动机+整车业务均向好, 业务结构优化; 发力出口突破新兴市场, 业绩同比实现高增。2023Q2 重卡行业累计实现批发销量约 23 万辆 (6 月重卡销量预估为 7.2 万辆), 同环比分别+57%/-4%, 同比大幅增长主要

系去年同期国内疫情封控导致基数较低，环比小幅下滑主要系季节性因素所致。发动机业务维度：2023年前5月潍柴发动机配套整车上牌量合计8.15万台，同比+45%，市场份额30.2%，同比+2.6pct，发动机市场份额持续提升；同时公司大缸径发动机以及液压等战略新兴业务发展较快，业绩贡献持续加大。整车业务角度：Q2公司旗下陕重汽2023年前5月重卡累计6.43万辆，市占率16%，同比去年同期提升2.86pct，整车业务市占率持续提升，发展向好。展望未来，重卡行业海内外共振向上，公司依托重卡行业回暖，发动机/液压等其他业务多点开花，业绩有望持续向上；长期来看混动/纯电/氢能齐发力，新能源加速转型。公司凭借自身产业链一体化垂直整合铸就的行业高壁垒，有望推动发动机/整车业务市占率持续提升，站稳产业链龙头地位；同时，大缸径发动机销量占比提升，液压产品开拓持续推进，业务结构不断优化，盈利能力有望改善。盈利预测与投资评级：我们维持公司2023~2025年营业总收入为1981/2345/2595亿元，归属母公司净利润为67.56/87.36/107.54亿元，分别同比+38%/+29%/+23%，对应EPS为0.77/1.00/1.23元，对应PE为16/13/10倍。鉴于潍柴动力重卡全产业链覆盖叠加凯傲等业务对冲周期波动，盈利稳定提升，长期新能源领域布局持续发力，我们认为潍柴动力应该享受更高估值溢价，维持“买入”评级。风险提示：重卡行业复苏不及预期；原材料价格大幅波动。

（证券分析师：黄细里 研究助理：杨惠冰）

### 中国重汽（000951）：2023半年报业绩预告：出口持续爆发向上，Q2业绩表现靓丽

投资要点 公告要点：中国重汽发布2023半年报业绩预告，实现归母净利润4.65~5.29亿元，同比+45%~65%；扣非后归母净利润4.37~4.97亿元，同比+45%~65%；对应2023Q2归母净利润2.41~3.05亿元，取中值2.72亿元，同环比分别+39%/+22%，Q2业绩表现略超我们预期。国内宏观经济向好，公司规模效应提升、产品结构优化叠加折扣边际回收三重因素共振，驱动公司业绩同环比高速增长。2023Q2重卡行业累计实现批发销量约23万辆（6月重卡销量预估为7.2万辆），同环比分别+57%/-4%，同比大幅增长主要系去年同期国内疫情封控导致基数较低，环比小幅下滑主要系季节性因素所致。重汽集团角度，我们预计2023Q2整体批发销量保守预估为6万辆，同环比+78%/-11%，同比表现领先行业整体。我们预计重汽A股Q2销量环比Q1依然提升，营收同环比保持增长；同时持续优化产品结构，Q2重卡行业终端折扣小幅回收，终端降价抢份额趋缓，规模效应提升、产品结构优化叠加折扣回收，均价提升同时毛利率改善，公司Q2业绩同环比高速增长。国内复苏+出口爆发，海内外持续共振，重汽公司有望保持持续高速增长。2023年全年来看，我们预计重卡行业批发销量达88万辆，其中出口（中汽协口径）/国内分别为27/61万辆，同比分别+55%/+29%；重汽集团于重卡出口细分市场持续保持接近50%的较高市占率，全年批发口径市占率有望受益出口占比提升而大幅提升，带动整体规模效应和盈利双增长。此外，公司持续推进新能源转型，布局混动/纯电/氢燃料电池等技术的研发装车，智能化转型同步加速，面向未来高质量清洁发展，保证公司长期竞争力领先。盈利预测与投资评级：看好重卡行业周期上行背景下龙头表现。我们维持公司2023~2025年营业总收入为393/562/630亿元，归属母公司净利润为10/14/20亿元，分别同比+370%/+43%/+41%。对应EPS为0.85/1.22/1.72元，对应PE为19/13/9倍。鉴于中国重汽持续保持国内重卡整车制造行业龙头位置，我们认为中国重汽应该享受更高估值溢价，维持“买入”评级。 风



风险提示：重卡行业复苏不及预期；原材料价格大幅波动。

（证券分析师：黄细里 研究助理：杨惠冰）

### 比亚迪（002594）：6月销量再创新高，腾势推动品牌高端化发展

**投资要点** 6月比亚迪销量创历史新高，出口表现亮眼。根据公司产销快报，比亚迪6月新能源汽车销量为25.30万辆，同环比+89%/+5%，其中新能源乘用车出口10536辆，环比+3.3%，1-6月累计销量为125.56万辆，同比增长96%，1-6月累计出口约7.4万辆。6月产量为25.3万辆，同比+87%，环比+2.6%，1-6月累计产量为127.55万辆，同比增长97%。插混份额环比微增、腾势托举品牌高端化发展。6月比亚迪插混乘用车销量为12.35万辆，同环比+92%/+3%，占比49%，同比+1pct，环比-1pct，1-6月累计销量63.14万辆，累计同比增长101%；纯电乘用车销量为12.82万辆，同环比+84%/+7%，占比51%，同比-1pct，环比+1pct，1-6月累计销量61.68万辆，累计同比增长91%。王朝、海洋车型6月销24.05万辆，同比增长79.8%；腾势品牌6月销11058辆，环比增长0.5%，品牌趋于高端化，利于单车盈利提升。新车型助力销量持续增长，预计23年销量同增60%+。23Q1公司发布基于易四方技术的“仰望”品牌，年内推出海狮、腾势N7、宋PLUS改款等车型，实现从十万元至百万元车型的全覆盖。此外，公司积极推进海外市场布局，比亚迪正式进入日本、墨西哥乘用车市场，同时纯电动大巴已正式进入印尼、毛里求斯等国，海外市场放量助力销量增长，我们预计2023年比亚迪新能源车销量超300万辆，同增60%+，其中出口约20万辆。24-25年为产品大年，预计销量分别为400/500万辆，同增33%/25%。电池装机量同比高增，23年出货预计翻番以上增长，储能贡献显著增量。根据比亚迪产销快报，2023年6月动力和储能电池装机11.82GWh，同环比+72%/+3%，1-6月累计装机60.3GWh，同比增长77%；受益于欧洲户储及全球大电站项目，预计23年公司电池产量超200gwh，同比翻倍以上增长，其中储能电池出货30-40gwh，同增150%+，贡献明显增量。盈利预测与投资评级：考虑公司销量持续高增，我们维持公司2023-2025年归母净利润预测为284/361/452亿元，同增71%/27%/25%，对应PE26x/21x/17x，给予2023年35倍PE，目标价341元，维持“买入”评级。风险提示：电动车销量不及预期、原材料价格波动等。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：黄细里  
研究助理：刘晓恬）

### 理想汽车-W（02015.HK）：6月交付同比+150%，单月交付首次破3万

**投资要点** 公告要点：2023年6月，理想汽车共计交付新车32575辆，月度交付量首次突破3万，同比+150.1%，环比+15.2%。今年第二季度，理想汽车累计交付量达到86,533辆，同比增长201.6%。6月交付量首次突破3万，L系列车型销量“滚需求”式增长，形成交付正循环。6月理想汽车共交付新车32575辆，同比涨幅较大主要系去年同期疫情影响基数较低；环比增长系L7/L8/L9三款SUV贡献订单增量，其中理想L7市场关注度较高，订单饱满，未来将挑战月交付量破1.5万的目标；公司三大主力车型覆盖5/6座中型/中大型新能源SUV市场，销量持续领跑新势力玩家。截止2023年6月30日，理想汽车累计交付量超39.65万辆，2023年累计交付13.91万辆，理想汽车2023年上半年的交付量已经超过2022年全年的交付量。截止6月30日，理想汽车已在全国拥有331家零售中心，环比5月+17家，共覆盖127个城市；售后维修中心及授权钣喷中心323家，覆盖223个城市，渠道网络布局加速完善。6月理想零售中心单店效能为99辆/

家，环比+10.0%，单店效能持续提升，遥遥领先其他品牌。公司 L7/L8/L9 月交付目标进一步上调至 1.5/1/1 万台，随 H2 通勤 NOA 功能上线以及全新纯电车型 MEGA 于 Q4 发布，产品周期依然强势。展望 2023Q3，公司预计 L8/L9 交付目标单月均过万，L7 挑战 1.5 万辆月交付目标，并在今年四季度三款车合计挑战 4 万辆的月交付。同时，理想高级别智能驾驶以及座舱技术加速落地：2023 年下半年，公司预计将开启交付通勤 NOA 功能，城市 NOA/通勤 NOA 将成为产品用户刚需配置，并且通勤 NOA 功能将覆盖 95% 以上的通勤场景；800V 超高压快充网络铺设持续推进，致力于解决里程焦虑问题。此外，理想汽车旗下首款 5C 纯电超级旗舰车型—理想 MEGA 将于四季度发布，有望成为理想 50 万以上的爆品车型。技术快速迭代，新车持续上市，铸就公司高品牌壁垒，基本面持续向好。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，我们维持理想汽车 2023~2025 年归母净利润，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 252 港币，当前股价 135.5 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)

#### **力劲科技 (00558.HK): FY2023 业绩点评: 营收利润不及预期, 大型压铸机兑现较高增长**

**投资要点** 事件：公司 FY2023 实现营收 58.96 亿港元，同比+10.0%，归母净利润 5.32 亿港元，同比-14.9%。营收、利润低于我们预期。注塑机业务拖累，公司业绩承压。公司业绩期内营收为 58.96 亿港元，同比增长 10.0%。业务分拆看，压铸机营收 44.3 亿港元，同比增长 16.0%；注塑机营收 11.9 亿港元，同比下降 12.8%；CNC 加工中心营收 2.8 亿港元，同比增长 53.1%。注塑机受到消费疲弱影响，延续了上半年表现。毛利率短期下滑，后续有望改善。公司 FY2023，毛利率为 27.1%，较去年下滑 2.1pct；其中 FY23H2 毛利率较 FY23H1 有所微降。公司认为原材料（部分电子元件）价格处于高位和注塑机产能不足，是拖累毛利率的重要原因。注塑机的问题在 FY23H2 并未得到改善，整体毛利率有望在 FY24 开始企稳回升。降本需求推动一体化趋势，大型压铸机开始兑现。一体化压铸技术此前仅在少量龙头公司中有所渗透，随着时间和技术成熟，有望向三四线车企和中低端车型渗透。根据公司自身预估，大型和超大型压铸机市场在未来 2-3 年均有望出现快速增长。产能持续扩张，签约项目持续落地。公司自身产能扩张顺利推进，6 月 30 日，广东鸿图广州生产基地投产仪式举行规划合计 6 台套 7000T-16000T 一体化压铸灯塔，与力劲签署了 16000T 战略合作协议。特斯拉影子股，企稳后有望补涨。公司为港股较纯的特斯拉映射标的，短期受损于业绩不及预期，但产业趋势持续且明确，企稳后仍有跟随补涨空间。盈利预测与投资评级：考虑到注塑机、小型压铸机需求不及预期，我们下调公司 FY2024-FY2025 归母净利润分别为 6.5 亿港元（-1.8 亿港元），8.1 亿港元（-2.8 亿港元），新增 FY2026 归母净利润预测为 9.95 亿港元，同比分别+22%、+24%、+24%，对应现价（7 月 2 日）PE 分别为 14 倍、11 倍、9 倍，我们维持公司“买入”评级。风险提示：一体化压铸渗透率不及预期风险，超大型压铸机产能提升慢于预期风险，竞争加剧风险

(证券分析师：张良卫 研究助理：卞学清)

### 小 i 机器人 (AIXI.O): 领先的人工智能解决方案提供者, 认知智能推动业绩增长

**投资要点** 领先的人工智能解决方案提供商, 认知智能推动业绩增长。小 i 机器人研究认知智能技术长达 20 年之久, 已经形成了完整的综合业务线, 能够提供从技术到产品到多样化解决方案及完善的服务支撑, 服务于金融、建筑、城市建设等多个领域, 有丰富案例经验。2022 年, 公司实现营收 4818.5 万美元, 同比+48%; 归母净利润-589.85 万美元。三大产品攻克市场难点, 成功案例积累优良口碑。小 i 深耕行业多年, 洞悉市场需求、行业痛点, 研发出联络中心、智慧城市、建筑设计人工智能服务三大主要产品, 以良好的软件表现和出色的定制化服务吸引了广大的客户群。ChatGPT 正当红, 多类应用拓展打开下游空间。ChatGPT 的发布标志大模型时代到来, 智能交互机器人实现跃升式突变, 各领域软件应用纷纷寻求接入 ChatGPT 技术, 下游场景众多, 市场广阔。完成 SaaS 模式转型, 业务结构更健康。推动云服务 SaaS 模式转型是全球所有软件行业的共识。从一次性授权到服务订阅, 有效提升了用户粘性, 从而强化了收入的持续性和稳定性, 同时给公司带来了潜在的数据挖掘价值, 进一步拓展了行业市场空间。华藏大模型研发成功, 商业化应用前景广阔。小 i 自研的大模型创新了迅捷迭代和个性定制两大技术, 具有可控、可定制和可交付的特点, 针对解决了大模型商业化的部分难题, 即将迎来广阔的应用前景。**盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 0.66 亿、0.90 亿、1.25 亿美元, 对应现价 (6 月 30 日) PS 分别为 6 倍、4 倍、3 倍, 考虑到公司深耕 AI 行业多年有良好的技术积累, 且在 B 端商业化有许多成功案例, 首次覆盖予以“买入”评级。**风险提示:** 竞争加剧风险、研发进展不及预期风险、新行业拓展失败风险

(证券分析师: 张良卫 研究助理: 卞学清)

### 罗博特科 (300757): 光伏电池片自动化设备龙头, 拓展电镀铜&光模块设备迈向新征程

**投资要点** 光伏电池片自动化设备龙头, 内生外延寻找新增长曲线: 罗博特科传统主营为光伏电池片自动化设备 (辅助硅片上下料) 及智能制造系统, 2018-2022 年二者占营收比重合计达 90%+, 毛利率基本维持在 15%-25%, 2020 年公司参股 ficonTEC 提供硅光光模块封装与测试设备, 2023 年与国电投就光伏电镀铜达成战略合作。受疫情影响推迟设备验收、行业竞争加剧带来部分低毛利订单影响, 公司过去业绩略有波动, 2018-2022 年营收规模由 6.6 亿元增长至 9 亿元, CAGR 为 8%, 归母净利润 2020-2021 年承压为负, 2022 年扭亏为盈约 0.3 亿元, 随着疫情和低毛利订单影响逐步消除、新业务放量, 公司业绩有望逐步修复。光伏电池片自动化设备受益 N 型技术变革, 龙头设备商地位稳固: N 型薄片化趋势对自动化设备提出更高要求, 自动化设备在 PERC 产线中占比约 10-11%, TOPCon 约 14-15%, HJT 处于二者之间, 我们预计到 2025 年光伏电池片自动化设备新增市场空间为 203 亿元, 2022-2025 年 CAGR 为 34%。罗博特科拥有六大核心技术, 针对薄片化趋势进行前瞻性技术储备, 目前已经拥有处理超薄片的技术能力, 可处理 100um 厚度硅片。由光伏自动化设备切入电镀铜设备, 先发优势明显: 公司推出独创的插片式电镀方案, 2023 年 1 月与国电投就铜栅线异质结电池 VDI 电镀方案达成战略合作, 第一阶段的设备可行性验证结果超出预期, 第二阶段验证的各项指标已基本达到了公司与国电投新能源的协议指标, 公司与国电投新能源将在前述指标的基础上进一步合作并优化方案, 6 月向头部客户出货的电镀铜

设备单台产能从 600MW 到 1GW 提升，减少了 20% 的单线占地面积，同时公司将在 23Q2 末完成对图形化方案的内部可行性实验评估，加速打造铜电镀整体解决方案。 参股 ficonTEC 布局泛半导体设备领域，受益光模块需求高增：ficonTEC 产品覆盖微光学以及光电器件贴片、耦合、测试、堆叠、光纤预制等光芯片、光电子器件及光模块设备，ficonTEC 全球范围内累计交付设备超 1000 台，在硅光领域市占率超 50%。2023 年以 ChatGPT 为代表的 AIGC 对算力提出了更高要求，为光模块需求带来巨大增量，我们预计到 2027 年硅光模块设备市场空间 240 亿元，2022-2027 年 CAGR 为 50%。罗博特科间接持股 ficonTEC 17.51%，待收购计划重启可实现完全控股。 盈利预测与投资评级：暂未考虑电镀铜设备&光模块设备业绩贡献，我们预计罗博特科 2023-2025 年归母净利润为 1.0/1.6/2.1 亿元，当前股价对应动态 PE 分别 97/60/46 倍。公司光伏电池片自动化设备业务稳定增长，光伏电镀铜设备&光模块设备有望开启新增长曲线，首次覆盖给予“增持”评级。 风险提示：下游装机量和扩产不及预期，新品拓展不及预期。

(证券分析师：周尔双 证券分析师：刘晓旭  
研究助理：李文意)

### 箭牌家居 (001322)：智能化持续渗透，国产卫浴龙头加速崛起

投资要点 箭牌家居创始于 1994 年，已发展成为国产卫浴领军企业，旗下箭牌、法恩莎、安华三大品牌覆盖不同消费群体。公司未来产品朝向智能化发展，同时深入推进全渠道营销，品牌影响力持续提升。产品智能化、套系化升级，全渠道营销扩展渠道纵深。1) 产品及品牌：产品体系齐全，加大智能化和套系化开发提升客单价。公司在巩固陶瓷卫浴产品的优势同时，优化产品结构发展智能化，加强相关品类配套提升客单价。2) 渠道：公司经销+分销体系优势突出，掌握行业优质经销资源。2022 年底公司 ARROW 箭牌、FAENZA 法恩莎、ANNWA 安华三个品牌的经销商分别为 1105 家、450 家、425 家，终端门店网点合计 13378 家，经销范围覆盖全国。未来公司继续加强线上线下、直销经销全渠道营销。3) 产能：加码智能家居投入，扩充龙头五金产能降低 OEM 比例。公司募投项目重点拓展龙头五金产能，降低 OEM 占比，同时加大智能化投入，将智能家居作为公司业务发展重心之一。智能马桶渗透空间仍大，直营电商渠道快速发展驱动盈利提升：1) 智能产品加速发展：从日本的发展经验来看，日本智能坐便器渗透率从 1992 年的 14.2% 提升到 2021 年的 80.3%，我国智能坐便器渗透率提升空间仍大。公司在智能家居业务上已具备相当规模，智能马桶 2022 年收入 13.89 亿元，同比下降约 1%。2) 直营电商渠道快速增长：得益于公司在电商渠道的投入和推广，公司直营电商渠道占比从 2019 年的 1.42% 提升到 2022 年的 9.27%，直营电商渠道毛利率水平在 48%-50%，远远高于其他渠道。同时，线下经销渠道公司不断推动专卖店优化升级和渠道下沉布局，全渠道营销共同发展。 盈利预测与投资评级：公司是国内卫浴龙头，在品牌力、产品力和渠道力方面均有较为深厚的积累。公司积极应对行业趋势变化发展智能化家居产品品类，智能坐便器等品类快速放量，未来公司有望借助产品智能化优化产品结构、产品销售套系化带动客单价提升、渠道线上化和精细化运作进一步夯实公司在卫浴行业的核心竞争力。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 7.07/8.53/9.97 亿元，对应 PE 分别为 23X/19X/16X。考虑到公司未来智能家居发展潜力较大，首次覆盖，给予“增持”评级。 风险提示：下游需求波动的风险、市场竞争加剧的风险、原材料及能源价格大幅波动的风险等。

(证券分析师：黄诗涛 证券分析师：房大磊)

证券分析师：任婕）

### 英杰电气(300820): 引领泛半导体电源国产替代, 充电桩打造新增长极

**投资要点** 业绩高增的光伏电源龙头, 引领泛半导体电源国产替代 英杰电气深耕工业电源领域二十余年, 为国内泛半导体电源龙头, 2022年光伏、半导体业务分别占收入比重48%、15%。公司为股权结构集中的民营企业, 截至2023年Q1末两位实控人合计持股68%, 经营决策高效。受益光伏上游扩产、半导体国产替代和充电桩业务拓展, 公司业绩高速增长, 2022年实现营收12.8亿元, 同比增长94%, 归母净利润3.4亿元, 同比增长115%。截至2023年Q1末, 公司存货、合同负债分别为17、10亿元, 同比提升80%、20%, 在手订单32亿元, 订单饱满, 业绩增长可持续。 **光伏电源:** 硅料、硅片份额稳定在七成以上, 电池片打造新增长极 公司的光伏电源可应用于硅料、硅片、电池片三个环节。公司2005年进入晶硅设备电源市场, 实现硅料、硅片环节电源的国产替代, 与隆基、中环、晶盛等头部客户建立稳定联系, 市场地位稳固。2022年公司硅料/硅片电源收入6.1亿元, 同比增长71%。根据我们测算, 若2023年硅料、硅片扩产规模分别为104万吨、208GW, 对应电源市场规模分别为14/8亿元, 短中期将为公司贡献稳定的收入增量。电池片电源国产替代刚起步, 电池片技术迭代驱动设备市场规模持续增长。我们预计2023-2025年电池片电源市场规模分别为22/22/26亿元, 当前国产化率低。公司的电源在TOPCON、HTJ两种路线设备上均有测试, 未来有望批量供应, 光伏业务增长可持续。 **半导体电源:** 当前国产化率不及5%, 2025年中国大陆市场空间近百亿 射频电源主要应用于刻蚀和薄膜沉积设备等等离子体加工设备, 是技术壁垒最高的半导体设备零部件之一。国内射频电源主要被美系厂商AE、MKS垄断, 当前国产化率低于5%。在半导体领域, 公司2017年为中微半导体的MOCVD设备配套特种电源, 实现进口替代, 2018年开始研究射频电源, 目前已有产品在客户处验证。我们测算2025年中国大陆半导体设备射频电源市场规模约107亿元人民币, 公司成长空间广阔。 **充电桩:** 2025年全球市场空间超千亿, 公司在手订单饱满 减碳政策、产业链升级等因素驱动下, 新能源汽车渗透率快速提升, 充电桩需求持续增长。我们测算2023-2025年全球充电桩市场规模545/771/1126亿元, 2022-2025年CAGR为53%。公司2016年切入充电桩赛道, 市场认可度高。2022年公司充电桩业务实现收入0.86亿元, 同比增长126%, 新签订单1.41亿元, 同比增长114%。其中国内、海外新签订单分别占比59%、41%, 国内外市场同步拓展。2023年6月, 公司定增方案过审, 拟定增2.5亿元用于充电桩扩产和补流, 充电桩项目总投资额3亿元, 达产后将新增40万台交流电桩和1.2万台直流电桩产能, 预计产值8.3亿元。2022年公司充电桩业务全球收入份额仅0.3%。随定增破除产能瓶颈, 收入有望持续增长。 **盈利预测与投资评级:** 公司为国内工业电源龙头, 短期光伏硅料/硅片电源龙头地位稳定, 中期受益电池片/半导体电源国产替代和充电桩扩产, 远期有望向工业电源平台转型。我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为4.8/6.3/8.6亿元, 当前市值对应PE为37/28/21倍。首次覆盖予以“增持”评级。 **风险提示:** 市场竞争加剧、新品研发不及预期、下游客户验证进展不及预期

(证券分析师：周尔双 证券分析师：罗悦 研究助理：韦译捷)

### 创梦天地(01119.HK): 《卡拉彼丘》测试开启, 游戏业务拐点已现

**投资要点** 事件: 2023年6月16日, 公司研发、腾讯发行的二次元

射击双端游戏《卡拉彼丘》开启 PC 端删档计费测试，本次测试将于 2023 年 7 月 18 日结束。玩法亮点突出，《卡拉彼丘》流水表现可期。《卡拉彼丘》是公司 Day1 工作室开发的二次元第三人称战术竞技射击游戏，不同游戏角色拥有不同的技能，局内注重不同角色的相互配合、团队协作竞技。因为玩法上侧重 PVP 公平竞技，因此游戏的商业化变现主要在于通行证、角色、角色武器的“皮肤”“特效”。截至 2023 年 6 月 28 日，游戏内主要有团队竞技、爆破 2 种 PVP 玩法，值得注意的是，游戏内增加了“弦化”的特色设定，即玩家可以操作角色在 2D 与 3D 形态间进行自由转换，通过“弦化”化身纸片人，玩家能以更小的体积躲避敌人子弹，同时贴墙前行奇袭敌人，结合较长的 TTK，给予了玩家更多操作、团队合作的空间。截至 2023 年 6 月 28 日，游戏官网、B 站、TapTap 预约量分别超 236 万、77 万、51 万，合计超 365 万人，B 站、TapTap 评分分别为 8.9、8.7 分。我们认为《卡拉彼丘》产品内容出色，玩法新颖出圈，截至 2023 年 6 月 28 日，B 站已有较多玩家二创内容，热门视频最高播放量已超 240 万，同时我们认为其高观赏性的公平竞技玩法高度适配电竞赛事运营，看好其上线前后通过内容运营积累核心用户，拓展泛用户，同时我们认为发行方腾讯在大 DAU、公平竞技品类赛道已有非常丰富的运营经验，我们看好产品上线后流水及长生命周期运营表现。老游流水表现稳健，Fanbook 商业化潜力待释放。公司重点产品《梦幻花园》《梦幻家园》2022Q2-2023Q1 及 2023 年 4-5 月的 iOS 游戏畅销榜平均排名分别为 67/75/77/58/54 名、94/94/94/89/82 名，流水稳中向上。我们看好公司流水表现出色的存量产品延续长线运营，同时期待《神庙逃亡》等产品通过 Fanbook 运营，复制《地铁跑酷》2022 年流水逆势增长的成功。此外，Fanbook 作为稀缺的社群类应用，是公司前瞻布局 AI 的重要应用场景，我们看好其对内赋能游戏研发运营，对外拓展 B 端、C 端用户，探索商业化变现。盈利预测与投资评级：公司存量游戏流水稳健，新游《卡拉彼丘》《二之国：交错世界》将陆续上线贡献增量，我们上调 2023-2024 年并新增 2025 年盈利预测，预计其 EPS 分别为 0.17/0.32/0.40 元（2023-2024 年此前为 0.14/0.32 元），对应当前股价 PE 分别为 19/10/8 倍。我们看好公司游戏业务触底反弹，同时前瞻布局 AI，Fanbook 长期空间值得期待，维持“买入”评级。风险提示：新游表现不及预期风险，行业竞争加剧风险，行业监管风险

（证券分析师：张良卫 证券分析师：周良玖  
研究助理：陈欣）

## 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>