

## 东吴证券晨会纪要

## 东吴证券晨会纪要 2023-07-07

## 宏观策略

2023年07月07日

## 宏观周报 20230703: 历次主动去库如何“换挡”?

6月PMI数据显示市场需求的持续不足仍是主动去库难以向被动去库转变的重要因素。一般在主动去库到被动去库早期期间,工业表现会比较悲观。参考历史,历次库存周期中主动去库都是如何“换挡”至被动去库?工业需求端如何在“沙漠”中开辟“绿洲”,使经济平稳迈入复苏期?我们梳理了2005年以来历次库存周期中主动去库向被动去库转变过程的经济背景,作为本轮库存周期的借鉴。

晨会编辑 张良卫

执业证书: S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

## 固收金工

## 固收深度报告 20230706: 转债行业图谱系列(十一)——食品饮料行业可转债梳理(上)

后市展望: 新乳转债、洽洽转债表现或占优。

## 固收点评 20230706: 东亚转债: 抗菌医药优质企业

我们预计东亚转债上市首日价格在125.26~139.55元之间,我们预计中签率为0.0023%。

## 固收点评 20230706: 上声转债: 国内汽车声学龙头企业

我们预计上声转债上市首日价格在120.57~134.48元之间,我们预计中签率为0.0014%

## 行业

## 推荐个股及其他点评

## 长安汽车(000625): 6月集团销量稳步增长,新能源转型持续推进

我们维持长安汽车2023~2025年归母净利润为96/91/100亿元的预测,对应EPS为0.97/0.92/1.01元,对应PE为12/12/11倍,维持长安汽车“买入”评级。

## 安正时尚(603839): 疫情致近年业绩承压、业务调整持续进行

公司聚焦中高端时尚品牌,已经形成风格各异、优势互补的多品牌矩阵。疫情扰动及高管变动频繁致近年公司整体业绩压力较大,创始大股东郑安坤担任新CEO后持续进行组织变革、成立全国零售大区、总部直营销售中心,重组新零售部门、品牌事业部矩阵,并重新梳理四大自有品牌定位、多维度进行调整,持续推动电商转型。考虑22年业绩低于预期,我们将23-24年净利预测1.4/1.7亿元下调至1.1/1.3亿元、增加25年预测值1.5亿元,对应23-25年PE为29/23/20X,维持“中性”评级

## 广汽集团(601238): 集团整体6月批发环比+13%,埃安再创新高

盈利预测与投资评级: 自主能源生态产业链实现闭环布局,合资品牌电动转型加速。我们维持2023-2025年广汽集团归母净利润预期分别为88.5/100.32/120.31亿元,对应PE为13/12/10倍。维持“买入”评级。

风险提示: 乘用车终端价格战超出预期; 需求复苏低于预期

## 长城汽车(601633): 蓝山/枭龙双轮驱动,持续加码电动转型

我们维持长城汽车 2023~2025 年归母净利润为 43/80/112 亿元的预测，对应 EPS 分别为 0.50/0.94/1.32 元，对应 PE 估值 46/25/18 倍。维持长城汽车“买入”评级。

**恒力石化 (600346): 康辉分拆价值重估, 新材料布局未来可期!**

恒力石化事件点评

**重庆百货 (600729): 2023H1 业绩预告点评: Q2 归母净利润同增 139% 以上超预期, 消费恢复+国企改革助业绩高增**

事件: 公司发布 2023 年上半年业绩预告, 公司预计 2023H1 归母净利润为 8.9~9.7 亿元, 同比+51.43%-65.05%; 扣非净利润为 8.0~8.8 亿元, 同比+51.31%~66.44%。对应到 2023Q2, 归母净利润为 4.16~4.96 亿元, 同比+139~185%; 扣非净利润为 3.38~4.18 亿元, 同比+107%~156%。公司半年报业绩预告增速超出我们对公司全年增速的预期。

**金龙汽车 (600686): 6 月产销同环比高增, 大中客占比同比提升**

我们维持公司 2023~2025 年营业收入 205/233/266 亿元, 同比+12%/+14%/+14%, 维持归母净利润为 0.72/2.41/5.28 亿元, 2024~2025 年同比+233%/+119%, 2023~2025 年对应 EPS 为 0.10/0.34/0.74 元, PE 为 85/25/12 倍。维持公司“买入”评级。

## 宏观策略

### 宏观周报 20230703: 历次主动去库如何“换挡”？

6月PMI数据显示市场需求的持续不足仍是主动去库难以向被动去库转变的重要因素。一般在主动去库到被动去库早期期间，工业表现会比较悲观。参考历史，历次库存周期中主动去库都是如何“换挡”至被动去库？工业需求端如何在“沙漠”中开辟“绿洲”，使经济平稳迈入复苏期？我们梳理了2005年以来历次库存周期中主动去库向被动去库转变过程的经济背景，作为本轮库存周期的借鉴。

**2005-2007年：“双顺差”格局的强化。**本轮库存周期中，在“双顺差”的背景之下，外需走强使央行外汇占款规模扩张速度加快，从而拉高M2供给水平。市场流动性的上升带动居民消费和投资意愿的重新提振，工业企业产能过剩的现象有所好转，这也带动了企业盈利能力的提高，刺激了企业加大投资和扩大生产的意愿，从而使库存周期成功从主动去库转变为被动去库。

**2008-2009年：金融危机时期刺激方案带来的提振。**在2008年全球金融危机爆发时期，国家推出了相应的财政政策和货币政策以促进经济的恢复和稳定运行。财政政策方面，政府实施了“四万亿”的拉动内需计划，以提高居民投资和消费支出、带动经济增长。这四万亿元的资金主要投向基础设施、新兴战略产业、房地产等领域，也很大程度上提振了我国的制造业投资增速，尤其是钢铁及有色等上游行业产能复苏显著。同时，政府还降低证券交易税、取消利息税，大力减轻企业和个人的负担。货币政策方面，为维护流动性稳定，央行多次下调存款准备金率和利率并降低再贴现率。此外，政府在房地产方面也实行了宽松的调控政策，如首套房房贷利率七折、支持房地产开发企业的融资需求、下调最低首付比例等。受强刺激政策的影响，本轮主动去库也是历次库存周期中持续时间最短、对需求的拉升最为明显的。

**2012-2013年：欧债危机下的“微刺激”。**从2012年开始，我国经济增长步入“新常态”阶段，这意味着GDP增速的逐步放缓。同时在欧债危机与世界经济增速放缓的影响之下，作为“三驾马车”之一的出口增速回落明显，为经济增长再度施压，也导致了企业去库艰难的格局。鉴于此，新一届政府出台了一系列规模小但针对性强的“微刺激”政策，包括对小微企业暂免征收增值税和营业税、减少出口行政收费、支持民间资金开发铁路、加快棚户区改造、对县域农村商业银行适当降低存款准备金率等措施。这些“小而强”的措施加快了被动补库周期的过渡。

**2015-2017年：供给侧结构性改革促使过剩行业加快出清。**2015年11月，供给侧结构性改革被首次提出，以扩大有效供给、提高全要素生产率。在2016年3月的全国两会上，供给侧改革的号角被全面吹响。在供给侧结构性改革的五大任务中，“去产能”和“去库存”两大主线位居前列。在供给侧改革的倡导下，相关行业利润上行通道被打开，尤其是煤炭、黑色金属等行业的利润涨幅十分显著。这也为工业企业从主动去库向被动去库的过渡按下“加速键”。除供给端政策之外，货币政策依旧稳健、财政政策保持积极；房地产方面又迎来新一轮的调控政策，包括但不限于下调首套房首付比、调整房地产交易环节契税、允许商业房改租赁住房等举措。

**2019-2020年：疫情冲击下的“重生”。**在疫情期间，库存经历了被动积压的过程，工业去库压力较大。为稳定经济，财政政策方面，政府启动了抗疫特别国债、减税降费、提高地方专项债发行规模等措施；货币政策方面，央行实施了下调存款准备金率、对中小银行定向降准、下调再贷款和再贴现等措施，同时央行还将“支持实

体经济”作为三大确定性方向之一。同样，在强刺激政策的作用下，经济和制造业企业迅速走出了疫情的“淤泥”，也顺利完成了向被动去库周期的过渡。总量政策空间有待释放。通过对历史的复盘，我们发现两大因素可促进主动去库向被动去库的过渡：（1）外需的走强（如2005-2007年）；（2）需求端或供给端刺激政策的推出（如2008-2009年的“四万亿”拉动内需计划，以及2015-2017年的供给侧改革）。历史上主动去库周期平均维持时间约为8个月，而现在所处的主动去库已长达11个月。在欧美降低对我国进口需求的背景下，或许总量政策的适量、适时推出才能加快此轮库存周期中向被动去库的过渡。上周高频数据显示：需求端景气分化，供给端略有改善。需求端汽车零售同比强势回正，居民出行意愿仍处高位，货运量雪上加霜。一线城市引领新房销售的季节性回升，不过新房销售整体改观有限。供给端生产节奏稳中有升，建筑业和汽车业生产加速、而纺服业稍显放缓。节后食品价格继续走弱，地产链工业品依旧低迷。风险提示：政策推进不及预期；工业企业复苏不及预期；疫情反复导致居民出行和消费意愿下滑。

（证券分析师：陶川 证券分析师：邵翔）

## 固收金工

### 固收深度报告 20230706：转债行业图谱系列（十一）—食品饮料行业可转债梳理（上）

**观点** 洽洽转债—致力于产品渠道拓展的稳健型标的：洽洽转债前期受转换价值影响，转债价格波动明显，2021Q1开始转换价值出现明显下降，直至年底恢复，2022Q2下跌后进入平稳期。截至2023年6月27日，洽洽转债的转股溢价率为66.21%，纯债溢价率为10.11%，为“偏债型”标的。展望2023年，随着疫情放松消费复苏，业绩有望实现稳健增长。股价存在向上弹性，转债价格处于历史低位，具备较好的投资价值。但转股溢价率保持在较高水平，可能吸收正股上涨带来的涨价空间。新乳转债—巩固低温品类优势的进攻型标的：新乳转债的价格总体平稳，在2022年经历了小幅下降后2023年恢复。相较于转换价值，转债价格的涨幅和跌幅都较小，转股溢价率提供了良好的保护作用。截至2023年6月27日，新乳转债的转股溢价率为49.22%，纯债溢价率为19.49%，为“偏债型”标的。展望2023年，公司作为乳制品行业龙头，坚持“鲜立方”战略，以“新鲜、新潮、新科技”为品牌调性，引领行业转型升级。仙乐转债—国内外需求共振的营养健康食品标的：仙乐转债的价格在上市初期波动明显，在140元左右，转股期后进入平稳阶段，维持在120元左右。截至2023年6月27日，仙乐转债的转股溢价率为108.00%，纯债溢价率为13.27%，为“偏债型”标的。展望2023年，压制因素释放，海外市场快速增长，国内市场逐渐修复，业绩增长较为确定。立高转债—尚处“幼年期”的经营改革红利释放标的：立高转债上市期间前期价格波动幅度较小，2023年5月开始转换价值下跌，整体呈现下降趋势。转股溢价率在转债上市时快速下降，后随着正股价格下跌缓慢被动上升以保护转债价格。截至2023年6月27日，立高转债的转股溢价率为68.05%，纯债溢价率为39.72%，为“偏债型”标的。展望2023年，在内外因素的驱动下，公司全年高增可期。内部稳健经营，产品渠道多方面改造。外部环境复苏，行业仍有扩张趋势。后市展望：新乳转债、洽洽转债表现或占优。从属性来看，本篇盘点转债均为“偏债型”。仙乐转债目前的转股溢价率为108.00%，正股价格抬升也难以带

动转债价格提升；洽洽转债和立高转债的转股溢价率偏高，且转股价值处于下修线以下，需要正股持续上涨带动转债价格回升。新乳转债转股溢价率相对较低，债底保护好。条款博弈方面，立高转债处于递延下修期间，新乳转债于2023年6月6日结束锁定期。洽洽和仙乐虽处在下修线以下，但均未发布过不下修公告。我们预计公司未来均不会下修：(1) 存续期仍较长，无回售压力，发行人通过下修或强赎促转股的意愿较低；(2) 消费复苏，餐饮行业需求增加，公司业绩呈现增长态势，正股有望上涨；(3) 财务压力小，四家公司的财务费用率均为不高，处于10%以下，其中洽洽和立高为负值。同时在目前计息周期内的票面利率低。对于景气度排序，我们认为新乳转债>洽洽转债：(1) 新乳业的营收和利润延续向上趋势；洽洽食品2022年业绩增长，但2023Q1春节备货不足以及原材料成本高企导致业绩承压；(2) 新乳业通过收购等方式布局高景气低温赛道，优化产品结构，改善公司盈利能力。洽洽食品第二增长曲线坚果业务高度发展，大幅改善公司营收和利润；同时深耕线下渠道，积极布局线上渠道。从机构持仓占比来看，仙乐转债≈新乳转债≈洽洽转债>立高转债。立高转债上市时间短，持仓占比不高。从持仓变化来看，仙乐转债和新乳转债新增关注度增加，尤其是新乳转债，较去年四季度环比大幅增长156.13%。风险提示：强赎风险，正股波动风险，转股溢价率主动压缩风险。

(证券分析师：李勇 证券分析师：徐沐阳)

#### 固收点评 20230706：东亚转债：抗菌医药优质企业

事件 东亚转债(111015.SH)于2023年7月6日开始网上申购：总发行规模为6.90亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于特色新型药物制剂研发与生产基地建设项目(一期)以及年产3685吨医药及中间体、4320吨副产盐项目(一期)。当前债底估值为83.54元，YTM为3.12%。东亚转债存续期为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：0.20%、0.40%、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6.31%(2023-07-05)计算，纯债价值为83.54元，纯债对应的YTM为3.12%，债底保护一般。当前转换平价为105.8元，平价溢价率为-5.53%。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12日至2029年07月05日。初始转股价24.95元/股，正股东亚药业7月5日的收盘价为26.41元，对应的转换平价为105.85元，平价溢价率为-5.53%。转债条款中规中矩，总股本稀释率为19.58%。下修条款为“15/30，90%”，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24.95元计算，转债发行6.90亿元对总股本稀释率为19.58%，对流通盘的稀释率为32.98%，对股本有一定的摊薄压力。观点 我们预计东亚转债上市首日价格在125.26~139.55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，考虑到东亚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125.26~139.55元之间。我们预计网上中签率为0.0023%，建议积极申购。东亚药业公司主要从事医药中间体、原料药、制剂的研发、生产和销售。目前公司主导产品涵盖抗菌类药物、抗胆碱和合成解痉药物、皮肤用抗真菌药物等多个领域。2018-2022年公司营收先降后升，复合增速为8.32%。2018年以来公司营收波动较大，2020、2021年出现营收下滑，2022年至今有所改善，整体复合增速为8.32%。2022年，公司实现营业收入11.80亿元，同比增加65.62%。与此同时，归母净利润

近年同样先降后升，2018-2022 年复合增速为-1.14%。2022 年实现归母净利润 1.04 亿元，同比增加 52.46%。公司的主要营收构成变动较小。近三年公司专注于医药化工行业，其中以抗菌类药物( $\beta$ -内酰胺类和喹诺酮类)为核心产品。2022 年公司 99%以上营业收入来自医药化工的研发与制作。公司销售净利率和毛利率整体下降，销售费用率保持平稳，财务费用率和管理费用率起伏较大。2018-2022 年，公司销售净利率分别为 12.76%、17.04%、12.98%、9.62%和 8.85%，销售毛利率分别为 33.05%、35.00%、33.97%、28.23%和 22.82%。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 20230706：上声转债：国内汽车声学龙头企业

**事件** 上声转债(118037.SH)于2023年7月6日开始网上申购：总发行规模为5.20亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于汽车音响系统及电子产品项目并补充流动资金。当前债底估值为71.09元，YTM为2.61%。上声转债存续期为6年，中证鹏元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：0.30%、0.50%、1.00%、1.60%、2.00%、2.80%，公司到期赎回价格为票面面值的111.00%（含最后一期利息），以6年A+中债企业债到期收益率8.74%（2023-07-05）计算，纯债价值为71.09元，纯债对应的YTM为2.61%，债底保护一般。当前转换平价为104.4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12日至2029年07月05日。初始转股价47.85元/股，正股上声电子7月5日的收盘价为49.98元，对应的转换平价为104.45元，平价溢价率为-4.26%。转债条款中规中矩，总股本稀释率为6.36%。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47.85元计算，转债发行5.20亿元对总股本稀释率为6.36%，对流通盘的稀释率为21.36%，对股本摊薄压力较小。**观点** 我们预计上声转债上市首日价格在120.57~134.48元之间，我们预计中签率为0.0014%。综合可比标的以及实证结果，考虑到上声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22%左右，对应的上市价格在120.57~134.48元之间。我们预计网上中签率为0.0014%，建议积极申购。。苏州上声电子股份有限公司主要从事汽车声学产品的研发、生产和销售。公司产品主要涵盖车载扬声器系统、功放及AVAS等。公司是国内汽车声学行业龙头，凭借不断增强的研发创新能力、突出的同步开发能力和日趋完善的全球交付能力，公司与国内外众多知名汽车制造厂商及电声品牌商建立了稳定的合作关系。2020年以来公司营收快速增长，2018-2022年复合增速为9.32%。2022年，全球汽车市场增长且中国汽车市场结构发生变动，公司三大核心产品并驱放量，营收规模进一步突破瓶颈，实现营业收入17.69亿元（同比+35.86%），实现归母净利润0.87亿元（同比+43.68%）。公司主要营收构成稳定，车载扬声器、车载功放和AVAS为其主要营收来源。2021-2022年，公司车载扬声器占营业收入的比例分别为87.55%和78.14%，车载功放占营业收入的比例分别为6.31%和15.17%，AVAS占营业收入的比例分别为2.03%和3.23%。公司销售净利率和毛利率近年呈下行趋势，费用率总体波动下行。2018-2022年，公司销售净利率分别为8.99%、6.54%、6.96%、4.65%和4.91%，销售毛利率分别为28.99%、28.39%、28.69%、26.73%和20.29%。2022年度，主要原材料如稀土、大宗金

属（铁锡铜等）、电子元器件等价格上涨幅度较大，对公司成本影响显著，且公司为拓宽功放市场适当降低了产品价格，销售毛利率有所下降。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）

## 行业

### 推荐个股及其他点评

#### 长安汽车（000625）：6月集团销量稳步增长，新能源转型持续推进

**投资要点** 公告要点：2023年6月，长安汽车实现合计产批量为228,084/225,696辆，分别同比+11.34%/+8.81%，分别环比+26.46%/+12.74%。其中合肥长安产批量分别为33,662/33,031辆，分别同比+64.94%/+63.83%，分别环比+68.62%/+31.84%；长安福特产批量22,906/20,153辆，分别同比-16.12%/-25.83%，分别环比+49.44%/+3.25%。1~6月长安汽车销量累计121.57万辆，同比+7.99%；自主品牌国内/海外销量102.05/11.62万辆，分别同比+13.39%/+14.30%；自主乘用车销量76.81万辆，同比+22.07%。6月集团销量22.57万辆，环比+12.74%，新能源渗透率17.6%，新能源转型稳中有进。1）国内：长安汽车6月批发销量205,648辆，同环比分别+9.44%/+11.98%；整体来看，自主板块表现稳中有进，自主品牌1-6月销量1,020,506辆，其中乘用车销售768,055辆，分别同比+13.39%/+22.07%；重点车型来看，CS75系列1-6月销售229,869辆，UNI系列销售130,082辆；长安福特1-6月销售98,480辆。2）海外：公司6月自主品牌出口销量为20,048辆，环比+21.15%，出口占集团销量8.9%，环比+0.62pct。3）新能源：6月长安自主品牌新能源汽车销量39,734辆，同环比+117.51%/+35.67%，1-6月自主品牌新能源汽车销量176,057辆，同比增长107.23%；6月集团新能源渗透率为17.6%，环比+2.98pct。多品牌矩阵驱动新能源转型，海纳百川计划按下“出口加速键”。6月25日，深蓝S7启程发布，定价区间14.99-20.29万元，定位中型SUV，提供增程和纯电两个版本，上市即热销，新车优异品质&定价策略有望打造爆款；6月阿维塔11交付1,753台，智驾功能得到用户认可；未来3年将全新新能源C236、览拓者EV、阿维塔E12等12款车型面世；目前长安品牌整合V标+UNI+欧尚现有油车序列打造智电IDD混动产品，下半年推出的新主流电动OX序列将继续推动自主品牌电动化转型；2023年“海纳百川战略”计划加快欧洲/美洲/中东及非洲/亚太/独联体五大区域市场布局，长安汽车全球化出海步伐坚定，全球市场份额有望继续提升。盈利预测与投资评级：我们维持长安汽车2023~2025年归母净利润为96/91/100亿元的预测，对应EPS为0.97/0.92/1.01元，对应PE为12/12/11倍，维持长安汽车“买入”评级。风险提示：乘用车价格战超预期，终端消费恢复低于预期。

（证券分析师：黄细里 研究助理：杨惠冰）

#### 安正时尚（603839）：疫情致近年业绩承压、业务调整持续进行

**投资要点** 国内知名中高端时装品牌，近年来业绩承压、23Q1有所回暖。公司定位中高端时装，旗下拥有JZ玖姿、IMM尹默、MOISSAC摩萨克、ANZHENG安正四大自有品牌，同时控股、合资经营青蛙王子、可拉比特、阿路和如等婴幼儿童装品牌，2018年通过收购礼尚信息

布局母婴电商代运营业务，2022年服饰品牌/代运营收入占比69%/31%。近年来公司业绩压力较大，20/21/22年收入分别同比+47.43%/-14.37%/-26.47%、归母净利分别同比-35%/-65%/亏损，各年归母净利降幅均较大、影响因素不同：20年毛利率下滑9.69pct；21、22年发生大额一次性损失且期间费用率大幅增长。23年以来伴随疫情放开后终端需求复苏、业绩增速转正，23Q1营收6.04亿元/yoy+4.80%、归母净利润0.27亿元/yoy+28.76%、扣非归母净利0.19亿元/yoy+7.98%。

**服装品牌业务：**22年受疫情影响较大，直营/加盟均净关店；23Q1降幅缩窄、6月减资后青蛙王子等品牌出表。从收入拆分上看，11-19年服装收入CAGR8.48%，20、21年受益童装（青蛙王子、可拉比特、阿路和如）并表、服装收入有所增长。22年营收15.49亿元/yoy-28.90%、主要系疫情影响所致，23Q1营收同比-9.35%、消费场景复苏后降幅有所收窄。1)分品牌看，成人装以玫姿为主，22年四大自有品牌玫姿/尹默/安正/摩萨克收入分别同比-25.11%/-30.48%/-39.17%/-10%、分别占比37.2%/8.2%/2.2%/5.2%。23Q1疫情放开后，摩萨克/安正/尹默品牌增速转正，玫姿品牌收入降幅大幅缩窄。2)分渠道看，玫姿和青蛙王子以加盟为主、其余品牌以直营为主，22年直营/加盟/线上收入分别同比-38.83%/-21.07%/-20.24%、占服装品牌业务38%/37%/25%。22年末共1973家门店（直营327+加盟1646家）、较21年末净关店262家（直营37家&加盟225家），23Q1末共1960家门店、较22年末净关店13家。23年6月公司拟减资上海蛙品（旗下品牌包括青蛙王子、可拉·比特），持有股权由54%降至47%，不再将上海蛙品纳入并表范围。

**电商代运营业务：**近年业绩波动较大，23年继续增资礼尚信息，增强在电商服务&婴童消费品的协同。礼尚信息自2018年11月并表，促公司线上业务占比自2017年13.80%提升至2021年的44.73%。23年5月公司拟以3000万元增资收购礼尚信息股权，收购完成后对礼尚信息的持股比例将由67%提升至88%，促进电商服务、婴童消费品业务的快速发展。代运营业务近年业绩波动较大：2019年受益并表及礼尚信息收入同增24%，代运营业务收入同增542%；2020年因拓展儿童奶粉品牌惠氏、收入同增78.33%，但新业务毛利率较低拖累代运营毛利率大幅下滑13.29pct；2021年剥离低毛利惠氏业务等，导致2021年代运营收入大幅下滑41.52%，拖累整体业绩表现；22年电商代运营收入7.03亿元/yoy-18.89%，主系部分品牌持续推进电商转型、公司代运营丢失部分主要业务所致；23Q1需求恢复较好、同增64.73%。22年净利率下滑较多，23Q1有所改善。1)毛利率：22年同比+0.01pct至47.12%，线上、线下渠道毛利增减相抵，整体毛利率基本不变。23Q1同比-2.55pct至49.26%，主因低毛利线上渠道占比加大。2)期间费用率：22年同比+4.24pct至43.81%，主要为销售、管理费用率提升所致。23Q1年同比-0.15pct至+44.14%。3)归母净利率：22年同比-17.95pct至-15.68%，主要系资产减值4.8亿元所致。23Q1同比+0.84pct至4.54%。4)存货：23Q1末存货7.71亿元/yoy-3.46%，存货周转天数同比-52天至226天，库存逐渐消化。5)现金流：22年经营活动现金流净额2.58亿元/yoy-52.15%，23Q1经营活动现金流净额0.64亿元/yoy-57.52%，现金流承压。

**盈利预测与投资评级：**公司聚焦中高端时尚品牌，已经形成风格各异、优势互补的多品牌矩阵。疫情扰动及高管变动频繁致近年公司整体业绩压力较大，创始大股东郑安坤担任新CEO后持续进行组织变革、成立全国零售大区、总部直营销售中心，重组新零售部门、品牌事业部矩阵，并重新梳理四大自有品牌定位、多维度进行调整，持续推动电商转型。考虑22年业绩低于预期，我们将23-24年净利预测1.4/1.7亿元下调



至 1.1/1.3 亿元、增加 25 年预测值 1.5 亿元，对应 23-25 年 PE 为 29/23/20X，维持“中性”评级。风险提示：疫情反复、经济疲软、业务调整低于预期等。

(证券分析师: 李婕 证券分析师: 赵艺原 研究助理: 郝越)

**广汽集团 (601238): 集团整体 6 月批发环比+13%，埃安再创新高**  
**投资要点** 公司公告: 广汽集团 6 月乘用车产量为 231,531 辆，同环比分别 -0.38%/+3.17%；销量为 236,157 辆，同环比分别 +0.76%/+12.68%。其中，1) 广汽本田 6 月产量为 57,400 辆，同环比分别为 -25.04%/-18.50%；销量为 60,628 辆，同环比分别为 -18.09%/+11.43%。2) 广汽丰田 6 月产量为 89,430 辆，同环比分别为 -6.09%/+12.87%；销量为 87,200 辆，同环比分别为 -13.55%/+18.48%。3) 广汽传祺 6 月产量为 36,749 辆，同环比分别为 +9.56%/+22.72%；销量为 41,131 辆，同环比为 +25.92%/+20.64%。4) 广汽埃安 6 月产量 45,249 辆，同环比分别为 +90.23%/+4.71%；销量为 45,013 辆，同环比分别为 +86.71%/+0.31%。2023H1 集团产批同比改善，自主品牌表现强劲。广汽集团乘用车 2023H1 产量为 120 万辆，同比+3.94%；销量为 116 万辆，同比+1.13%。其中，1) 合资品牌 2023H1 产批同比均下滑。广本半年产量为 32 万辆，同比-12.97%；销量为 29 万辆，同比-18.89%。广丰半年产量为 46 万辆，同比-6.97%；销量为 45 万辆，同比-9.48%。2) 自主品牌产批均正增长，传祺半年产量为 18 万辆，同比+7.27%；销量 19 万辆，同比 8.97%。埃安半年产量为 22 万辆，同比+117.39%；销量为 21 万辆，同比+108.69%。6 月集团产批环比改善，埃安批发再创历史新高。分品牌来看，广本 6 月产量环比下滑，批发环比上升，环比表现差于集团整体，重点车型雅阁 6 月销量 11,570 辆，同环比分别 -46.56%/-1.24%。广丰 6 月产批同比下滑，环比增速高于集团整体，重点车型中凯美瑞 6 月销量 25,898 辆，同环比分别 +9.21%/+36.85%；锋兰达 6 月销量 18,299 辆，同环比分别 +64.28%/+33.71%。传祺 6 月产批表现好于集团整体，新车方面，传祺 2024 款 GS8 于 6 月 30 日正式上市，售价区间为 18.68-24.68 万元。埃安连续四个月销量突破 4 万台，6 月批发创历史新高，其中埃安 S 6 月销量 22,487 辆，同环比分别为 +152.58%/-10.88%；埃安 Y 月销量 20,537 辆，同环比分别为 +74.03%/+7.09%。6 月集团整体去库。根据我们自建库存体系显示，6 月广汽集团整体去库，企业当月库存 -4,626 辆（较 2023 年 5 月），广本/广丰/传祺/埃安 6 月企业端库存分别 -3,228/+2,230/-4,382/+236 辆（较 2023 年 5 月）。盈利预测与投资评级：自主能源生态产业链实现闭环布局，合资品牌电动转型加速。我们维持 2023-2025 年广汽集团归母净利润预期分别为 88.5/100.32/120.31 亿元，对应 PE 为 13/12/10 倍。维持“买入”评级。风险提示：乘用车终端价格战超出预期；需求复苏低于预期

(证券分析师: 黄细里 研究助理: 杨惠冰 研究助理: 孟璐)

**长城汽车 (601633): 蓝山/枭龙双轮驱动，持续加码电动转型**  
**投资要点** 公告要点: 2023 年 6 月长城汽车实现合计产批量为 112626/104957 辆，分别同比 +10.03%/+3.73%，分别环比 +11.31%/+3.90%；5 月哈弗品牌产批量分别为 64800/59007 辆，分别同比 +25.02%/+15.08%，分别环比 +14.13%/+6.13%；WEY 品牌产批量分别为 6708/6602 辆，分别同比 +150.02%/+128.68%，分别环比 +10.40%/+14.42%；长城皮卡产批量分别为 17946/16523 辆，分别同比 -20.00%/-22.17%，分别环比 -1.53%/-11.19%；欧拉品牌产批量分别

10021/10015 辆，分别同比-9.30%/-13.03%，分别环比+7.49%/-5.66%；坦克品牌产批量分别为 13101/12773 辆，分别同比-8.58%/-10.42%，分别环比+21.54%/+22.48%。6 月批发销量 10.5 万辆，海外出口 2.5 万辆，新能源渗透率提升至 25.4%。6 月长城汽车批发销量 10.5 万辆，同环比+3.73%/+3.90%。1) 分品牌：6 月 WEY 品牌销量同比增长，销售 6602 台，环比增长 14.4%；其中蓝山 DHT-PHEV 持续火爆，6 月销量 5506 台，环比增长 7.2%；哈弗枭龙新车终端热度稳步拉升，上市 45 天正式实现第一万台车下线，6 月销量为 6098 辆，枭龙 MAX 将于下半年启动 OTA 升级计划；欧拉品牌 6 月销量持续 1 万辆水平，并持续深耕细分市场用户需求；长城皮卡&坦克品牌表现好于去年同期，其中皮卡 1-6 月国内终端市占率超 50%，长城炮 6 月销量 1.2 万台，蝉联皮卡销量冠军。2) 出口：公司海外出口势头稳健，6 月出口 25010 辆，同环比+85.93%/-0.48%，占集团销量 10.54%，连续 4 个月出口量突破 2 万辆；后续长城出口布局继续加速发展，6 月，长城汽车与全球最大的汽车经销商之一英之杰正式达成全球战略合作伙伴关系，双方就印度尼西亚石场达成合作意向。3) 新能源：6 月公司新能源汽车批发量 26669 辆，同环比+110.32%/+12.27%，新能源产品渗透率继续提升至 25.4%，同环比+12.88/+1.89pct。哈弗枭龙系列引领四驱市场变革，新技术&新产品联袂赋能公司转型向上。哈弗枭龙 MAX 首搭全新智能四驱电混技术 Hi4，开启全民电四驱时代；魏牌蓝山 DHT-PHEV/全新摩卡组合上市，丰富新能源产品矩阵，完成向高端智能新能源品牌的进阶；坦克 500/500Hi4-T 迎来上市；2023 年长城汽车新能源产品出海加速；随着多品牌持续发力新能源，明星大单品将助力公司完成销量积累，带动公司新能源渗透率快速提升。盈利预测与投资评级：我们维持长城汽车 2023~2025 年归母净利润为 43/80/112 亿元的预测，对应 EPS 分别为 0.50/0.94/1.32 元，对应 PE 估值 46/25/18 倍。维持长城汽车“买入”评级。风险提示：需求复苏进度低于预期；乘用车市场价格战超出预期。

(证券分析师：黄细里 研究助理：杨惠冰)

### 恒力石化(600346)：康辉分拆价值重估，新材料布局未来可期!

投资要点 事件：2023 年 7 月 4 日，公司发布康辉新材重组上市预案，大连热电拟通过发行股份认购资产的方式，购买康辉新材 100% 的股权，本次分拆完成后，大连热电将成为康辉新材的控股股东，恒力石化将成为大连热电的控股股东。康辉新材拟借壳大连热电实现重组上市，交易共分为三个步骤推进：1) 重大资产出售，大连热电将以现金对价方式向大连洁净能源集团(或其指定第三方)出售全部资产负债。2) 发行股份购买资产，大连热电将以定增方式认购恒力石化和恒力化纤持有的康辉新材 100% 的股权，发行价格为 4.42 元/股(不低于公告日前 120 个交易日均价的 80%)。3) 募集配套资金，大连热电拟向不超过 35 名特定投资者定向增发募集资金，募资总额不超过前述资产交易价格的 100%，发行数量不超过总股本(资产注入后)的 30%，所募资金主要用于支付并购整合费用和在建项目投资。4) 前述重大资产出售和发行股份购买资产互为前提、同时生效，而募集配套资金成功与否不影响重组上市的实施。康辉新材是恒力石化新材料业务的核心载体，重点聚焦功能性膜材料、高性能工程塑料、生物可降解材料三大领域。1) 截至 2022 年底，康辉新材共建有营口、大连、苏州、南通四大生产基地，合计拥有 38.6 万吨 BOPET、24 万吨 PBT(国内最大)、3.3 万吨 PBAT(国内单套最大)产能，实现了从上游原料到中游薄膜、塑料再到下游涂覆、改性的全流程覆盖。2) 2023 年起康辉新材进入集中投产期，产业规模有望再上台阶。在建项目方面，

苏州汾湖基地 80 万吨聚酯薄膜项目（含 47 万吨高端功能性聚酯薄膜、10 万吨特种功能性薄膜、15 万吨改性 PBT、8 万吨改性 PBAT）已于 23 年一季度逐步投产，大连长兴岛基地 45 万吨可降解塑料项目（PBS/PBAT）已于 23 年二季度逐步投产，另外营口和南通基地还规划了 34.4 亿平米的锂电隔膜项目，其中营口基地首条产线已于 23 年 6 月投产。锂电隔膜、PET 铜箔基膜、光伏背板基膜等产品多点开花，新能源材料布局未来可期。1) 锂电隔膜：隔膜是锂电池的四大主材之一，根据 GGII 数据，2022 年中国锂电隔膜出货量达 124 亿平米，同比增长 59%，到 2025 年有望进一步增长至 330 亿平米。康辉新材于 2020 年正式进军锂电隔膜领域，截至 6 月末，公司规划总产能达 34.4 亿平米，包括 28.4 亿平米湿法隔膜（20 条产线）和 6 亿平米干法隔膜（12 条产线），其中营口基地首条湿法隔膜产线已于 2023 年 6 月产出合格品，公司锂电隔膜业务有望进入放量期。2) PET 铜箔基膜：集流体是锂电池的另一核心组件，相较于传统的铜箔/铝箔集流体而言，以 PET 等高分子材料为基膜的复合集流体在能量密度和循环寿命等方面拥有更好的性能。截至 6 月末，康辉新材下属营口基地拥有三条复合集流体基膜生产线，汾湖基地拥有一条 2-4.5  $\mu\text{m}$  和两条 4.5  $\mu\text{m}$  基膜生产线，其中 4.5  $\mu\text{m}$  复合铜箔基膜已和国内 40 多家相关企业建立联系，试样验证工作正在持续推进。3) 光伏背板基膜：光伏背板基膜是光伏电池组件的重要封装材料，位于光伏电池板的背面，对电池片起保护和支撑作用。光伏装机量的快速增长，拉动了对于光伏背板基膜的需求，截至 6 月末，康辉新材营口基地具备 2.4 万吨/年光伏背板基膜产能，现已取得国际权威德国 TÜV 莱茵证书，与赛伍技术、中来股份、回天新材等客户形成紧密的合作关系，未来康辉新材还在南通基地布局了 6 万吨/年的产线，预计将于 2024 年底投产。盈利预测与投资评级：我们维持公司 2023-2025 年归母净利润 79、129 和 160 亿元，按 2023 年 7 月 5 日收盘价计算，对应 PE 分别 13.1、8.0 和 6.4 倍。新能源材料布局打开成长空间，分拆上市推动价值重估，维持“买入”评级。风险提示：分拆上市进度不及预期、锂电隔膜市场竞争加剧、原材料价格剧烈波动

（证券分析师：陈淑娴 证券分析师：陈李 证券分析师：郭晶晶 研究助理：何亦桢）

### 重庆百货(600729): 2023H1 业绩预告点评: Q2 归母净利润同增 139% 以上超预期, 消费恢复+国企改革助业绩高增

投资要点 事件: 公司发布 2023 年上半年业绩预告, 公司预计 2023H1 归母净利润为 8.9~9.7 亿元, 同比+51.43%~65.05%; 扣非净利润为 8.0~8.8 亿元, 同比+51.31%~66.44%。对应到 2023Q2, 归母净利润为 4.16~4.96 亿元, 同比+139%~185%; 扣非净利润为 3.38~4.18 亿元, 同比+107%~156%。公司半年报业绩预告增速超出我们对公司全年增速的预期。公司半年报业绩高增的主要原因包括: ①零售主业受益于消费复苏和国企改革下的经营优化, 业绩高增; ②马上消费金融子公司的持续成长; ③公司投资的登康口腔上市贡献投资收益。零售主营业务稳定增长, 升级创新打造多元消费场景: 公司加快场店调改升级, 推动商文旅融合, 开展重百购物节、家电节、亲友内购会、时尚潮购等特色消费活动, 打造线下体验、线上融合、企业团购、小店加盟、社区集市、员工分佣“六大卖场”, 形成了重百大楼“时光塔”、世纪新都“生活美学院”等多元化消费新场景, 零售主营业务稳定增长。金融业务增长态势持续, 牌照+场景+技术优势兑现业绩: 公司持股 31.06%的马上消费金融是我国消费金融行业龙头企业, 受益于牌照壁垒+风控及技术优势+资源禀赋, 近年来持续高增。2022 年马上消

费金融实现归母净利润 17.9 亿元，同比+29%。投资收益大幅增加，登康口腔上市后股价表现优秀：公司投资的重庆登康口腔护理用品股份有限公司于 2023 年 4 月 10 日在深圳证券交易所上市。截至 6 月 30 日，公司所持登康股份股票市值约为 9800 万元，而 2018 年底的账面余额为 450 万元，登康口腔上市后最高可贡献 9350 万元的公允价值变动收益。盈利预测与投资评级：考虑到公司 Q2 零售主业恢复情况好于预期、马上消费金融成长速度较快，以及登康口腔上市后贡献的投资收益，我们将公司 2023-25 年归母净利润预期从 12.4/13.9/15.3 亿元，上调至 14.3/15.0/16.6 亿元，同比+62%/+5%/+11%，对应 P/E 为 9/8/7 倍。公司业务边际改善趋势明显，且当前估值较低，上调至“买入”评级。风险提示：疫情反复，混改进度，终端消费恢复不及预期等

(证券分析师：吴劲草 证券分析师：阳靖)

### 金龙汽车 (600686): 6 月产销同环比高增，大中客占比同比提升

投资要点 公司公告：金龙汽车 2023 年 6 月销量为 4196 辆，同环比分别+24%/+31%；产量为 4325 辆，同环比分别+52%/+17%。大中客销量保持韧性，轻客销量环比高增。分车辆长度看，2023 年 6 月大中轻客销量为 1565/954/1677 辆，同比分别+38%/+33%/+9%，环比分别 -10%/+73%/+84%；产量为 1522/941/1862 辆，同比分别 +27%/+62%/+75%，环比分别+7%/+13%/+29%。大中客销量占比 60%，同比+5pct。公司整体补库。2023 年 6 月公司整体补库 129 辆，大中轻客库存变化为-43/-13/+185 辆，2023 年累计加库 2087 辆。国内+出口+技术迭代共振，驱动销量高增。出口方面，“一带一路”带动下公司 150 辆大巴交付塞浦路斯，其中 35 辆为纯电动客车；国内市场方面，受益于旅游市场需求旺盛多辆金龙客车交付云南、青海、内蒙等旅游市场；新技术方面，公司氢能客车加速落地，60 辆苏州金龙氢能物流车交付广泰氢能。盈利预测与投资评级：我们维持公司 2023~2025 年营业收入 205/233/266 亿元，同比+12%/+14%/+14%，维持归母净利润为 0.72/2.41/5.28 亿元，2024~2025 年同比 +233%/+119%，2023~2025 年对应 EPS 为 0.10/0.34/0.74 元，PE 为 85/25/12 倍。维持公司“买入”评级。风险提示：全球经济复苏不及预期，国内外客车需求低于预期。

(证券分析师：黄细里)

## 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>