

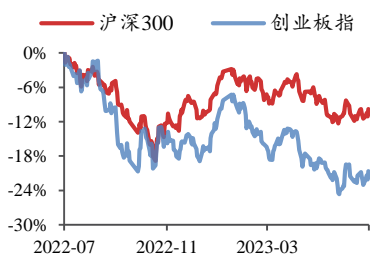
2023年07月14日

开源晨会 0714

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(%)
传媒	3.227
通信	2.865
电子	2.854
美容护理	2.629
食品饮料	2.561

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
汽车	-0.78
综合	0.27
公用事业	0.33
银行	0.374
农林牧渔	0.431

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】市场与美联储分歧或将加大——美国6月CPI点评——宏观经济点评-20230713

【固定收益】6月社融增速可能是全年低点——2023年6月金融数据点评-20230713

行业公司

【传媒】相关管理办法出台，AIGC应用有望迎来加速落地期——行业点评报告-20230713

【海外：舜宇光学科技(02382.HK)】2023H1利润或承压，关注下半年业绩反转机会——港股公司信息更新报告-20230713

【商贸零售：珀莱雅(603605.SH)】预计2023H1归母净利润增长亮眼，美妆龙头创佳绩——公司信息更新报告-20230713

研报摘要

总量研究

【宏观经济】市场与美联储分歧或将加大——美国 6 月 CPI 点评——宏观经济点评-20230713

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 潘纬楨（联系人）证书编号：S0790122110044

事件：美国公布 6 月最新通胀数据。其中 CPI 同比上升 3.0%，环比上升 0.2%；核心 CPI 同比上升 4.8%，环比上升 0.2%，均低于市场预期。

高基数下美国通胀再下台阶，或为年内低点

1.通胀同比水平超预期下行。美国 6 月 CPI 同比上升 3.0%，为 2021 年 3 月以来最低。核心 CPI 同比上涨 4.8%，较 5 月下降 0.5 个百分点，且下跌幅度均超过市场预期，或显示美联储抗击通胀的成效开始显现。往后看，高基数消失后，核心通胀高于整体通胀的态势或将逐渐消失，且由于劳动力市场尚有韧性，通胀水平大概率将逐渐反弹，通胀下行的进程或仍存波折，且离美联储的通胀目标尚有距离，美联储抗通胀还未结束。

2.能源通胀加速下行，核心通胀迎来较大放缓。具体而言，6 月能源项同比下降 16.7%，同比跌幅较 5 月份扩大 5.0 个百分点；食品方面，6 月份食品项同比上升 5.7%，较 5 月份下降 1.0 个百分点，连续 10 个月下降；核心 CPI 方面，6 月核心 CPI 同比上升 4.8%，环比上升 0.2%。同比与环比增速均较 5 月有较多下降。总的来看，6 月核心 CPI 同比与环比增速均有较大幅度下降，一方面是 2022 年同期基数较高，但另一方面，二手车以及房租的环比增速均有较大幅度下行，或显示核心通胀继续上涨的动力已经有所放缓。

3.6 月通胀或为年内低点，美联储去通胀进入下半程。6 月的通胀数据降幅略超市场预期，虽有高基数因素，但核心通胀同比与环比的较快下行，仍显示当前通胀的动能进一步放缓。从美联储鲍威尔关注的超级核心服务通胀（去掉住房的核心服务）来看，6 月份同比、环比增速分别较 5 月份下降 0.61、0.24 个百分点至 4.01%、0%，均出现较大幅度降温。往后看，我们认为在高基数消失后，整体通胀水平或将迎来提升，结合美联储 6 月 FOMC 预测来看，6 月通胀水平或将是年内低点，美联储去通胀进程或将进入下半程，对美联储货币政策的考验或将进一步加深。一则若通胀水平上升，民众的通胀预期是否会发生脱锚；二则考虑到当前劳动力市场并未出现明显降温，核心通胀下行速度是否会出现反复，相关的隐忧尚存，离美联储的目标还有较长的一段距离。

通胀超预期下行或加大市场与美联储分歧

6 月通胀数据的超预期下行，虽难改美联储 7 月加息决策，但或将加大市场与联储对后续加息路径的分歧。对美联储而言，由于通胀水平距离其目标尚有距离，当前其或秉持“多做比少做好”态度，这样即使紧缩过度，但只要通胀能够回到其目标管理区间，可以再度宽松以刺激经济增长。反之若紧缩不足，通胀迟迟未能下降至目标区间，则其权威和信誉度将会受到质疑，总体成本会更高。因此虽然 6 月通胀超预期下行，但考虑到后续的通胀反弹压力，美联储 7 月大概率继续加息，以稳定民众的通胀预期，并对通胀反弹风险进行控制。

但对市场而言，虽然美联储在 6 月 FOMC 的点阵图中显示 2023 年还将再加息 50bp，且整体表态都较鹰派，但由于核心通胀等指标出现较大幅度下行，且考虑到核心商品和服务都有确定性下行趋势，美联储再往后加息的必要性或将减弱，双方之间的分歧或将会扩大。数据发布后，10 年期美债收益率、美元指数下跌，CME 利率期货显示 9 月不加息的概率为 80.5%。

风险提示：国际局势紧张引发通胀超预期，美国经济超预期衰退。

【固定收益】6 月社融增速可能是全年低点——2023 年 6 月金融数据点评-20230713

陈曦（分析师）证书编号：S07905221100002 | 张维凡（联系人）证书编号：S0790122030054

6月金融数据中的五个重点信息

第一，社融大超预期，人民币信贷是主要支撑项。在高基数的基础上，6月社融数据表现较为亮眼，新增社融录得42200亿，远超市场预期。其中，社融口径人民币信贷再次放量，是主要贡献项，在2022年同期高基数情况下同比多增1825亿；而政府债券融资依旧对社融总量拖累最大，同比减少10828亿，主要由于2022年中央要求专项债在6月底前发行完毕的高基数所致；企业债券融资规模基本与2022年同期持平，目前信贷融资依然是企业的优先选择；此外，委托贷款、信托贷款较2022年同期大幅少减，表外融资回暖趋势延续。

第二，企业融资重回旺盛而居民融资持续修复。6月是信贷大月，在央行降息和宽松政策引导下，当月新增信贷3.05万亿，同比多增2400亿。其中，企业部门融资再次放量，居民部门融资情绪持续修复。

第三，企业部门融资再次放量，在高基数基础上小幅多增687亿。其中，短期贷款同比多增543亿，长期贷款同比多增1436亿，在稳增长、稳就业的诉求下，以国企主导的基建、制造业领域融资可能仍然是6月企业信贷的主要贡献力量。

第四，居民部门融资情绪持续修复。居民部门融资连续两个月同比与环比录得多增。短贷同比多增632.13亿，在降息以及端午、618等节日共同催化下，居民加杠杆消费意愿持续回升；长贷新增4630亿元，同比多增463.28亿。虽然6月二手房、新房成交面积低位徘徊，地产热度持续低迷，但RMBS早偿率有所下降，指向按揭提前还贷情况好转，居民中长贷有所修复。当前保交楼交付比例较低，项目进度偏慢，而受楼市下行、保交楼后续回款能力具有较高不确定性等因素影响，商业银行对于保交楼配套融资支持度不高，保交楼项目进度依然不尽人意。总的来看，地产是经济的结果，楼市的好转有赖居民收入进一步修复。

第五，M2与M1剪刀差进一步拉大。6月M2在高基数上录得同比11.3%，较5月回落0.3个百分点，信贷派生和财政存款减少是M2维持高位的主要原因。M1录得同比3.1%，环比大幅下滑1.6个百分点，除高基数影响外，6月经济复苏斜率进一步放缓，楼市低迷，居民和企业依然有较高的预防性需求。

政策托底之下，下半年社融增速有望触底回升

由于经济动能持续转弱，市场此前对6月金融数据预期普遍较低，此次社融整体表现超预期，6月降息对信贷的提振效果初步显现，企业中长贷再次放量。上半年人民币贷款增加15.73万亿元，同比多增2.04万亿元，信贷靠前发力特征明显。

展望2023年下半年，我们对社融合理增长保持乐观：首先，当前经济处在周期底部，后续大概率将自发修复上行；其次，政策托底经济几成定局，央行已在6月先后降息、增加支农支小再贷款额度，后续信贷节奏或将保持平稳增长。同时，上半年政府债发行节奏较为克制，下半年政府债有充裕的剩余额度。此外，后续增量政策有可能在专项债结转结余限额、政策性金融工具等领域发力，下半年社融增速有望触底反弹，6月社融存量增速9.0%或是全年低点。

当前处于政策托底+周期底部节点，三季度经济有望上行

在6月13日超预期降息后，稳增长“组合拳”已陆续释出，在投资、消费、科技创新、稳就业等方面多点开花。

但目前未有强刺激出台，主要以降低行业成本、延长过往优惠措施等温和政策为主，市场对于强刺激的期待有所减弱。市场普遍认为，当前经济需要强有力的刺激才能见到明显起色，由于未见强刺激，债市对政策面变化几乎“脱敏”，近期收益率曲线震荡走平。但我们认为当前不宜对债市过度乐观，当前处在政策托底+周期底部的节点，三季度经济有望上行。随着政策托底，以及经济自发从底部回升，届时可能导致利率中枢上移，对债市产生压力。我们建议票息策略为主，在政策博弈阶段慎重加久期。

风险提示：政策变化超预期、疫情扩散超预期。

行业公司

【传媒】相关管理办法出台，AIGC 应用有望迎来加速落地期——行业点评报告-20230713

方光照（分析师）证书编号：S0790520030004 | 田鹏（联系人）证书编号：S0790121100012

国家网信办等七部门联合公布《生成式人工智能服务管理暂行办法》

近日，国家网信办联合国家发展改革委、教育部、科技部、工业和信息化部、公安部、广电总局公布《生成式人工智能服务管理暂行办法》（以下称《办法》），自 2023 年 8 月 15 日起施行。《办法》主要内容包括：（1）对生成式人工智能服务实行包容审慎和分类分级监管，明确了提供和使用生成式人工智能服务总体要求；（2）推动生成式人工智能基础设施和公共训练数据资源平台建设。推动公共数据分类分级有序开放，扩展高质量的公共训练数据资源；（3）生成式人工智能服务提供者开展训练数据处理活动需使用具有合法来源的数据和基础模型，涉及知识产权的，不得侵害他人依法享有的知识产权；（4）生成式人工智能服务提供者应当采取有效措施防范未成年人用户过度依赖或者沉迷生成式人工智能服务，按照《互联网信息服务深度合成管理规定》对图片、视频等生成内容进行标识，发现违法内容应当及时采取处置措施等。

大模型训练数据需合法合规，公共训练数据或有序开放，数据要素价值凸显

《办法》明确规定了生成式 AI 大模型进行数据训练所用数据必须为合法来源，且不侵犯他人的知识产权。随着国内大模型的发展，对数据资源的需求或持续提升，具有 IP 版权和数据储备的公司有望基于数据商业化衍生出新的商业模式从而受益，重点推荐芒果超媒、奥飞娱乐、阅文集团，受益标的包括中文在线、中国科传、中国出版、上海电影、掌阅科技、捷成股份等。此外，《办法》还提出公共训练数据资源平台建设与公共数据分类分级有序开放，具有公共数据储备与数据平台能力的公司有望受益，受益标的包括人民网、新华网、浙数文化等。

《办法》或促进 AIGC 技术在各领域加速落地，布局“AIGC+游戏/电商/教育”

《办法》提出鼓励生成式人工智能技术在各行业、各领域的创新应用，生成积极健康、向上向善的优质内容，探索优化应用场景，构建应用生态体系。我们认为，《办法》有望促进 AIGC 技术在各领域加快落地，打开新的商业化空间，继续建议积极把握 AIGC 在各领域应用落地机会。（1）游戏：AIGC 与游戏的融合，有助于降本增效，同时提升内容丰富度、带来新的用户体验，且随着头部游戏供给释放，或带动相关公司和游戏板块整体业绩增速提升，重点推荐姚记科技、盛天网络、网易-S、腾讯控股、吉比特、完美世界、心动公司、创梦天地，受益标的包括神州泰岳、星辉娱乐、恺英网络、宝通科技、三七互娱等。（2）电商：具备 UGC 内容及数据优势的头部导购平台基于大模型推出的“AI 导购”或推动流量及收入增长提速，“AI+数字人”或驱动虚拟直播产能释放及商业化空间打开，重点推荐值得买、壹网壹创、东方甄选、快手-W。（3）教育：AIGC 技术发展或推动青少年 AI 培训市场规模增长加速，而海量教学内容与大模型结合，或驱动 AI 辅助教学市场空间打开，教辅出版和教育培训公司的“AI+教育”产品持续落地，后续或带来业绩增量，受益标的包括盛通股份、世纪天鸿、南方传媒。

风险提示：AIGC 技术发展不及预期，AIGC 商业化进程不及预期等。

【海外：舜宇光学科技(02382.HK)】2023H1 利润或承压，关注下半年业绩反转机会——港股公司信息更新报告-20230713

吴柳燕（分析师）证书编号：S0790521110001

2023H1 利润或承压，关注下半年业绩反转机会，维持“买入”评级。

考虑到手机光学业务承压，将 2023 年净利润预测由 26 亿元下调至 23 亿元，维持 2024-2025 年净利润预测 35/43 亿元，对应同比增速-3%/50%/23%；当前股价 77.35 港币对应 2023-2025 年 37.4/24.9/20.3 倍 PE。公司利润结构积极变化，非手机相关光学业务利润占比持续提升，公司净利润有望于 2023H2 迎来反转，环比及同比大幅改善，且 2024-2025 年整体利润有望延续快速增长，主要受益于手机光学业务企稳回升、车载模组及 XR 业务快速放量，

维持“买入”评级。

2023H1 净利润或低于市场预期，源自手机光学业务 ASP 及毛利率承压

我们预计 2023H1 总体收入同比低个位数下滑，主要由于手机光学业务收入双位数下滑。我们预计 2023H1 总体毛利率约 17%，继续环比下滑，主要考虑到手机光学业务毛利率承压，2023H1 行业价格竞争环境趋于缓和、但产品规格未见升级、手机镜头产能利用率仍在低位。考虑到经营费用刚性、公司仍重视新产品研发投入，基于 2023H1 包括政府补助、销售废料收入、汇兑亏损在内的非经营收益 2.5 亿元的假设，我们预计公司 2023H1 净利润约 7 亿元，低于市场预期。

2023H2 手机业务有望企稳回升，2024-2025 年车载模组/XR 成为重要驱动

(1) 手机光学业务企稳回升：2023H1 手机摄像模组出货量环比提升 12%，6 月超预期环比回升至单月 52KK，显示其市场份额提升；2023Q3 越南模组厂爬坡、下半年产品结构优化有望推动出货量、毛利率环比提升。2023H1 手机镜头出货量环比下降 5% 仍在低位；2023Q3 友商转单形成协同效应、海外大客户新料号爬坡，有望驱动出货量环比提升带来毛利率改善。(2) 车载镜头龙头位势稳固，2024 年及以后车载模组利润增量显著。公司指引 2023 年车载模组收入翻倍，伴随车载模组持续放量、对公司整体利润拉动将更为显著。(3) 公司在全球 VR 龙头供应链份额继续提升，且与国产 VR 品牌客户合作紧密，2024 年及以后整机组装业务有望逐步提升，驱动 XR 业务延续高增长。

风险提示：产品推出不如预期、产能及供应链风险、需求复苏不及预期。

【商贸零售：珀莱雅(603605.SH)】预计 2023H1 归母净利润增长亮眼，美妆龙头创佳绩——公司信息更新报告-20230713

黄泽鹏（分析师）证书编号：S0790519110001 | 杨柏炜（联系人）证书编号：S0790122040052

2023Q2 公司预计实现归母净利润 2.5-2.8 亿元，同比增长 82%~104%

公司发布业绩预告：2023 年上半年预计实现归母净利润 4.6-4.9 亿元（+55%~+65%），我们测算得单二季度预计实现归母净利润 2.5-2.8 亿元（+82%~+104%），旗下各品牌销售向好，叠加 2022 年同期羽感防晒计提减值影响，公司利润实现亮眼增长。公司是国货美妆龙头，产品力、品牌力及运营能力俱佳，主品牌势能向上且二、三梯队品牌有望续力成长，我们维持盈利预测不变，预计公司 2023-2025 年归母净利润为 10.60/13.59/17.38 亿元，对应 EPS 为 2.67/3.42/4.38 元，当前股价对应 PE 为 39.4/30.8/24.1 倍，维持“买入”评级。

618 大促各梯队品牌均增长亮眼，品牌矩阵成型在望

分渠道看，预计公司 2023Q2 线上渠道营收实现较好增长，线下渠道则相对稳健。分品牌看，官方 618 大促战报显示：主品牌珀莱雅在天猫/抖音/京东三大平台 GMV 同比分别增长 80%/80%/70%，分别斩获各平台美妆榜第 4 名/第 6 名/第 9 名，并在三大平台均夺得国货美妆第一；第二梯队品牌方面，彩棠在天猫/抖音平台 GMV 同比分别增长 50%/70%，OR 天猫平台 GMV 同比增长 300%，悦芙媿天猫/抖音平台 GMV 同比分别增长 30%/130%。我们预计 2023Q2 主品牌稳中向好，第二梯队品牌均实现较好增长。

全方位深化“多品牌、多品类、多渠道”策略，国货美妆龙头地位稳固

公司持续推进“6*N”战略，全方位深化“多品牌、多品类、多渠道”策略，国货美妆龙头地位稳固。渠道：流量红利尚存的抖音渠道有望为公司带来更多线上增量，此外 2023 年是公司线下渠道重启元年。产品：一方面，公司坚定大单品策略并对现有产品持续迭代升级；另一方面，公司围绕成功单品打造系列化产品矩阵，有望通过连带效应促进销售；品牌：我们预计主品牌珀莱雅在持续丰富的大单品矩阵加持下，有望维持稳中向好态势；第二梯队品牌已进入势能上升期，预计维持亮眼增速；第三梯队品牌科瑞肤、圣歌兰调整期结束后有望迎来增长。

风险提示：终端产品推广不及预期、核心人员流失风险、行业竞争加剧。

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