

2023年7月17日星期一

【东兴通信】紧抓AI之光——通信行业2023年半年度展望（20230712）

2023年上半年，通信板块一路领跑。2月以来，随着chatGPT的火爆，景气度从光模块传导到服务器、交换机等设备，市场对数据中心的算力网络的增长预期大幅提升。今年上半年，通信板块大幅跑赢科创50、沪深300等指数。

展望下半年，我们认为AI依然是今年主线，长期来看，建议关注中国光模块产业链崛起机遇。

大模型是一种新的生产力工具，来帮助我们更准确地认知世界和预测世界。大模型的出现是一系列的变革，我们看到不仅是800G光模块、HBM需求旺盛的现象，其背后是深度学习对于链上所有参与环节的突破，包括解决存储墙出现的HBM、解决算力墙出现的集群和分布式训练、解决通信墙而出现的网络架构革新、解决功率墙出现的液冷等等，是通信和电子一系列技术新一轮的变革。

本轮光模块800G周期有何不同？网络架构变革是800G超预期的原因。光模块行业是一个周期成长的行业，本身遵循光摩尔定律，即每2-3年网络带宽翻倍，因此光模块公司的业绩往往跟随速率升级的周期节奏。而本轮800G周期和以往100G、400G的不同之处在于，不仅仅是速率升级，还有网络架构的变革。我们看到AI数据中心网络架构有两个变革：一个是从Spine-Leaf架构→Fat-tree架构；二是GPU All-to-all直连，这两种变革都额外地、大幅度地增加了光模块需求。我们测算，由于使用Fat-tree的架构，DGX A100中GPU:光模块的比重将达到1:6，而GPU All-to-all直连是光模块增量最大的部分，使得GPU:光模块从1:2.5大幅提升至1:7。

网络架构的变革的驱动力？传统适用于HPC的网络，无法满足大模型集群训练的带宽和时延需求。大模型训练的本质是将权重参数网络多次迭代，海量的数据因此需要不停地从存储和计算单元反复转移，需要至少数百万次的迭代，直到输出可接受的结果。而分布式训练需要GPU之间通信，使得AI/ML数据中心东西流量大增，流量模式也异于传统云计算。分布式训练的两种方式——数据并行(Data parallelism)和模型并行(Model parallelism)，都涉及频繁的GPU间通信。无阻塞(Non-blocking)的网络，由于其不收敛的特点，可以提高网络效率，加快训练速度，这是专用于AI/ML训练的数据中心，其网络架构从Spin-leaf转到Fat-tree的原因。GPU本身为了解决存储墙而对HBM的采用，虽然使得存储带宽的大幅提升，但也进一步拉大了存储带宽和网络带宽的差距，使得网络带宽成为算力瓶颈，这是推动GPU进行all-to-all直连的原因。

未来，模型大型化的演进，会持续提升的算力需求。AI对算力增长的推动主要来自两个方面：1) 更大规模的模型；2) 多模态模型。HBM迭代加快，更高带宽的HBM3E有望今年底量产，将进一步推动网络带宽的提升。算力、存储、网络是绑定关系，更高的算力、更大带宽的存储，必然需要升级网络。

A股港股市场

指数名称	收盘价	涨跌%
上证指数	3,209.63	-0.87
深证成指	11,010.36	-0.63
创业板	2,207.44	-0.75
中小板	7,161.57	-0.83
沪深300	3,867.17	-0.82
香港恒生	19,413.78	0.33
国企指数	6,558.88	0.23

A股新股日历（本周网上发行新股）

名称	价格	行业	发行日
君逸数码	31.33	社会服务	20230717
舜禹股份	20.93	机械设备	20230717
威迈斯	47.29	汽车	20230717
盛邦安全	39.90	通信	20230717
浙江荣泰	-	基础化工	20230719
逸飞激光	-	机械设备	20230719
敷尔佳	-	美容护理	20230720

*价格单位为元/股

A股新股日历（日内上市新股）

名称	价格	行业	上市日
精智达	46.7	机械设备	20230718

*价格单位为元/股

数据来源：恒生聚源、同花顺、东兴证券研究所

第二代 800G 产品将采用 200G PAM4，可以进一步提升带宽、降低功耗。在今年的 3 月举办的 OFC 上，包括 II-VI 等在内的头部光模块厂商都展出了基于 200G PAM4 方案的 800G 和 1.6T 光模块样品，产业落地逐步加快。

事实上，光模块已成为我国优势产业，有望尽享 800G 红利。近 5 年来，中国光模块厂商凭借强大的工程师红利，在与海外光模块厂商竞争中不断占据上风。2022 年，合计七家光模块厂商进入全球前十，中际旭创更是凭借在数通领域的强大优势，与 II-VI 并列第一，连续两年成为全球光模块龙头。我们认为，未来中国光模块厂商优势稳固，在全球光模块产业链中的比重将继续提升。上游器件&芯片国产化将有望加速。依托光模块的地位，上游器件&芯片的国产替代有望加速，国内主要光模块厂商扶持上游元器件的意愿明显。

我们认为，光模块产业链下一步可关注两个国产替代方向：1) 中高端激光芯片。10G DFB 国产化相当成熟，25G DFB 国产化加速，50G DFB 和 100G EML 仍有非常大的空间。2) TEC 器件，光器件中价值量占比约 13%，目前国产化程度低于光芯片以及陶瓷外壳，未来有望受益于国产替代+数据中心/激光雷达不断增长的激光芯片温控需求。

风险提示：AI 技术发展不及预期，中美贸易冲突加剧。

(分析师：李美贤 执业编码：S1480521080004 电话：13718969817)

【东兴机械】机械行业 2023 年中期策略：四主线把握机械行业投资机会 (20230712)

2023 年初至今申万一级机械行业涨幅 11.85%，涨幅位居第六。跑赢同期中正 1000、上证指数、深证成指 5.29、6.96、9.22 个百分点。从估值来看，截至 2023 年 6 月 21 日，机械行业整体 PE-TTM (剔除负值)、PB-MRQ 为 27.82 倍、2.41 倍，低于 2014 年 2 月 21 日以来历史中位数 28.24 倍、2.68 倍。从机械行业内部细分板块来看 (根据申万一级行业指数板块内部根据主营变化略有调整)，光伏设备、半导体设备、制冷空调设备、能源及重型设备、机器人板块和仪器仪表 2023Q1 营业收入同比增速较高，分别达到 39.73%、33.97%、27.46%、16.54%、14.62% 和 14.22%；从归母净利润来看，楼宇设备、半导体设备、光伏设备、其他专用设备、制冷空调设备同比增速较高，分别为 83.31%、60.17%、56.67%、51.02%、42.95%。从收入端来看，2023Q1 机械行业营业收入 3588 亿元，同比增长 2.3%，相较于 2022 年收入同比下滑 1.22% 转正实现正增长。从利润端来看，2023Q1 机械行业归母净利润同比下滑 -3.01%，较 2022 年同比下滑 8.66% 降幅收窄。一方面，机械内部细分看板块之间分化较大，冷热不均。按照收入和利润变化方向划分，营收和利润同比均正增长的版块包括，能源及重型设备、轨交设备、工控自动化、光伏设备、半导体设备、机器人、机床工具、仪器仪表、磨具磨料、锂电设备、楼宇设备、其他专用设备。其中，利润端增速普遍高于收入端增速，反应毛利率改善状况良好，

从侧面印证持续深化的产业升级的结构优化进程。

主线一：库存周期拐点把握反转机会。从内需来看，企业利润持续下探，导致投资意愿不强，尤其是民间投资持续低位运行。M2 高增长与民间投资大幅背离，反应企业端对未来需求预期信心不足，信贷扩张到投资扩张传导路径不顺畅，资金沉淀在企业定期存款比例较高。从库存周期来看，PPI 作为库存周期领先指标依然处于下探通道，2023 年 5 月 PPI 同比下跌-5.6%，已接近前期 2015 年 12 月低点-5.9%。从供给端看，2008 年“四万亿投资”产能大扩张之后，2011 年开始出清。2016 年三季度开始，产能扩张有重启趋势。但在随后的中美贸易摩擦、金融去杠杆、新冠疫情需求冻结的轮番冲击之下，企业信心受到猛烈打击，扩产意愿十分萎靡，导致制造业投资负增长，新一轮扩产周期被迫中断。2011-2020 期间制造业投资增速长期大幅下行，去杠杆、去产能较为彻底，供给端产能充分出清，中国制造业有了更好的起点和基础。我国或将于 2023 年下半年进入主动补库存阶段，拉动机械设备投资增长。重点关注周期底部边际改善的半导体设备、机床细分板块。

主线二：国际竞争力持续提升出口高增可期。从结构上来看，根据统计局数据，4 月份，受新动能产业发展较好、同期基数较低等因素作用，装备制造业利润同比大幅增长 29.8%，实现由降转增，拉动规模以上工业利润增长 6.4 个百分点，是拉动作用最大的行业板块。2023 年 5 月电气机械、铁路等运输设备、专用设备、通用设备出口交货值同比增速 4.4%、23.70%、12.4%、4.7%。虽然相较于 4 月同比增速有所下滑，但是考虑去年 5 月高基数，同比增速依然维持高位。今年是“一带一路”倡议提出十周年，我国也将于下半年举行第三届“一带一路”高峰论坛。根据一带一路网统计数据，截止 2023 年 1 月 6 日，中国已经同 151 个国家和 32 个国际组织签署 200 余份共建“一带一路”合作文件。今年下半年将有多场外交及重要活动举行，8 月至 9 月金砖国家领导人会议、G20 峰会将陆续召开，9 月底亚运会将于杭州举行，多场重磅活动连续召开有望对行情形成持续催化。根据商务部数据，2023 年 1-2 月我国企业对“一带一路”沿线国家非金融类直接投资 40.4 亿美元，同比增长 27.8%，占同期总额的 20.2%。对外承包工程完成营业额 1266.9 亿元人民币，同比增长 11%，增长态势良好。机械设备作为对外投资承揽工程的先行和支撑力量，有望持续受益，重点关注出海正当时的轨道交通和工程机械板块。

主线三：装备制造是制造业升级的核心力量。从机械板块内部看，2021Q1-2023Q1 库销比从低点 1.3 爬升至 1.5。结合毛利率修复情况看，毛利率从 2022Q1 低点 22.72%修复至 2023Q1 的 22.50%，2023 年 3-5 月，从规模以上工业增加值细分项来看，装备制造业增加值当月同比增速分别为 7.9%、13.2%、8%，均高于整体工业增加值和高技术制造业增加值当月同比增速。一方面反应机械行业内部契合制造业升级主旋律的部分高景气细分板块一季度提前备货以应对后续高增长新订单。另一方面反应是 2016 年以来供给侧改革以及 2019 年至今市场低端产能的过度出清市场竞争格局优化，龙头企业市场份额扩张和毛利率改善的结果，包括今年以来装备制造行业出口高增带来的

正面影响。重点关注激光设备、工控自动化细分板块。

主线四：顺应能源变革趋势中长期增量可期。实现“碳中和”愿景“时间紧、任务重”。我国2020年“双碳”目标提出后，国家明确提出由能耗“双控”向碳排放总量和碳排放强度“双控”转变。2023年政府工作报告再次提出“推动发展方式绿色转型”工作目标，并强调要“完善支持绿色发展的政策”、“推动重点领域节能降碳”。双碳目标下，产业结构转型是重中之重。相对低附加值的、初级的、能耗大、产值低的产品会慢慢退出或减少在市场中的比例；高端智能、信息技术、5G通信等高附加值低能耗产业会成为主流。与美欧国家相比，中国尚处于经济上升期，且实现碳达峰与碳中和的间隔年限较短，实现“碳中和”愿景“时间紧、任务重”。减少二氧化碳排放量的手段，一是碳封存，主要由土壤、森林和海洋等天然碳汇吸收储存空气中的二氧化碳，人类所能做的是植树造林；二是碳抵消，通过投资开发可再生能源和低碳清洁技术，减少一个行业的二氧化碳排放量来抵消另一个行业的排放量，抵消量的计算单位是二氧化碳当量吨数。其中可再生能源清洁技术包括光伏、锂电（储能）和氢能等，低碳清洁技术包括碳捕集和碳封存回收等。重点关注氢能设备、光伏设备、锂电设备、海上风电、海工装备板块。

风险提示：制造业投资低于预期，新技术市场拓展不及预期，原材料价格大幅上涨，外贸出口不及预期等。

(分析师：任天辉 执业编码：S1480523020001 电话：18810872791)

重要公司资讯

- 1. 科德数控：**公司预计2023上半年盈利4530万元-5430万元，同比增加65%至98%。公司表示2023年上半年，五轴联动数控机床市场需求旺盛，公司订单量显著增加，对比上年同期，新增订单增速超过90%，故销售规模较上年同期有所提升。（资料来源：同花顺）
- 2. 楚江新材：**公司在互动平台表示，子公司顶立科技可生产金属基3D打印粉体材料及制品，并为客户提供金属3D打印整体解决方案。公司3D打印涡流器已实现批量生产和销售，在航天、军工等多个领域得到客户应用。（资料来源：同花顺）
- 3. 中际旭创：**公司在互动平台表示，在互动平台表示，公司的800G光模块已在2023年上半年逐步起量，但更多的客户需求和订单交付预计会在2023年下半年以及2024年。（资料来源：同花顺）
- 4. 碧桂园：**公司在公众号上透露今年将推行“现房销售”政策，购房者以较低比例楼款即可锁定心仪房源，待预售房源完工后，客户可先前往查看房源，再签署正式合同及支付尾款。据了解，目前该公司已有多个项目正在推行“现房销售”，接下来将在辽宁、湖南、河北、内蒙古等省及自治区持续落地。（资料来源：同花顺）
- 5. 深天马A：**据证券时报，今年上半年武汉天马OLED产线的出货量大幅增

长,柔性手机屏幕产出交付量与去年同期相比增长了400%以上,超过去年全年水平,二季度单月模组产出量达到了350万片,刷新了历史记录。。
(资料来源:同花顺)

经济要闻

- 国家统计局:**上半年国内生产总值593034亿元,按不变价格计算,同比增长5.5%,比一季度加快1.0个百分点。分产业看,第一产业同比增长3.7%;第二产业增长4.3%;第三产业增长6.4%。分季度看,一季度国内生产总值同比增长4.5%,二季度增长6.3%。(资料来源:同花顺)
- 国家统计局:**上半年,全国居民消费价格(CPI)同比上涨0.7%。分类别看,食品烟酒价格上涨2.1%,衣着价格上涨0.8%,居住价格下降0.2%,生活用品及服务价格上涨0.5%,交通通信价格下降2.3%,教育文化娱乐价格上涨1.7%,医疗保健价格上涨1.0%,其他用品及服务价格上涨2.9%。在食品烟酒价格中,鲜果价格上涨7.9%,猪肉价格上涨3.2%,粮食价格上涨1.6%,鲜菜价格下降2.7%。(资料来源:同花顺)
- 国家统计局:**关于房地产投资情况,国家统计局新闻发言人付凌晖在新闻发布会上表示,目前房地产新开工面积还在下降,竣工面积在增加,施工面积整体下降,未来看,房地产投资还会处于低位运行。但是随着房地产市场调整逐步到位,房地产投资会逐步回到合理水平。(资料来源:同花顺)
- 工信部:**加强CPU、GPU和服务器等重点产品研发,加速新技术、新产品落地应用。信息通信发展司司长谢存表示,下一步工业和信息化部将重点从以下三个方面开展相关工作:一是做好政策接续,强化顶层设计;二是加强技术创新,培育良好生态。三是建优算力网络,促进应用落地。(资料来源:同花顺)
- 从**中国科学技术大学**获悉,该校马骋教授开发了一种新型固态电解质,它的综合性能与目前最先进的硫化物、氯化物固态电解质相近,但成本不到后者的4%,适合进行产业化应用。6月27日,该成果发表在国际著名学术期刊《自然·通讯》上。(资料来源:同花顺)

每日研报

【东兴通信】紧抓 AI 之光——通信行业 2023 年半年度展望（20230712）

2023 年上半年，通信板块一路领跑。2 月以来，随着 chatGPT 的火爆，景气度从光模块传导到服务器、交换机等设备，市场对数据中心的算力网络的增长预期大幅提升。今年上半年，通信板块大幅跑赢科创 50、沪深 300 等指数。

展望下半年，我们认为 AI 依然是今年主线，长期来看，建议关注中国光模块产业链崛起机遇。

大模型是一种新的生产力工具，来帮助我们更准确地认知世界和预测世界。大模型的出现是一系列的变革，我们看到不仅是 800G 光模块、HBM 需求旺盛的现象，其背后是深度学习对于链上所有参与环节的突破，包括解决存储墙出现的 HBM、解决算力墙出现的集群和分布式训练、解决通信墙而出现的网络架构革新、解决功率墙出现的液冷等等，是通信和电子一系列技术新一轮的变革。

本轮光模块 800G 周期有何不同？网络架构变革是 800G 超预期的原因。光模块行业是一个周期成长的行业，本身遵循光摩尔定律，即每 2-3 年网络带宽翻倍，因此光模块公司的业绩往往跟随速率升级的周期节奏。而本轮 800G 周期和以往 100G、400G 的不同之处在于，不仅仅是速率升级，还有网络架构的变革。我们看到 AI 数据中心网络架构有两个变革：一个是从 Spine-Leaf 架构→Fat-tree 架构；二是 GPU All-to-all 直连，这两种变革都额外地、大幅地增加了光模块需求。我们测算，由于使用 Fat-tree 的架构，DGXA100 中 GPU:光模块的比重将达到 1:6，而 GPU All-to-all 直连是光模块增量最大的部分，使得 GPU:光模块从 1:2.5 大幅提升至 1:7。

网络架构的变革的驱动力？传统适用于 HPC 的网络，无法满足大模型集群训练的带宽和时延需求。大模型训练的本质是将权重参数网络多次迭代，海量的数据因此需要不停地从存储和计算单元反复转移，需要至少数百万次的迭代，直到输出可接受的结果。而分布式训练需要 GPU 之间通信，使得 AI/ML 数据中心东西流量大增，流量模式也异于传统云计算。分布式训练的两种方式——数据并行（Data parallelism）和模型并行（Model parallelism），都涉及频繁的 GPU 间通信。无阻塞（Non-blocking）的网络，由于其不收敛的特点，可以提高网络效率，加快训练速度，这是专用于 AI/ML 训练的数据中心，其网络架构从 Spin-leaf 转到 Fat-tree 的原因。GPU 本身为了解决存储墙而对 HBM 的采用，虽然使得存储带宽的大幅提升，但也进一步拉大了存储带宽和网络带宽的差距，使得网络带宽成为算力瓶颈，这是推动 GPU 进行 all-to-all 直连的原因。

未来，模型大型化的演进，会持续提升的算力需求。AI 对算力增长的推动主要来自两个方面：1) 更大规模的模型；2) 多模态模型。HBM 迭代加快，更高带宽的 HBM3E 有望今年底量产，将进一步推动网络带宽的提升。算力、存储、网络是绑定关系，更高的算力、更大带宽的存储，必然需要升级网络。第二代 800G 产品将采用 200G PAM4，可以进一步提升带宽、降低功耗。在今年的 3 月举办的 OFC 上，包括 II-VI 等在内的头部光模块厂商都展出了基于 200G PAM4 方案的 800G 和 1.6T 光模块样品，产业落地逐步加快。

事实上，光模块已成为我国优势产业，有望尽享 800G 红利。近 5 年来，中国光模块厂商凭借强大的工程师

红利，在与海外光模块厂商竞争中不断占据上风。2022年，合计七家光模块厂商进入全球前十，中际旭创更是凭借在数通领域的强大优势，与II-VI并列第一，连续两年成为全球光模块龙头。我们认为，未来中国光模块厂商优势稳固，在全球光模块产业链中的比重将继续提升。上游器件&芯片国产化将有望加速。依托光模块的地位，上游器件&芯片的国产替代有望加速，国内主要光模块厂商扶持上游元器件的意愿明显。

我们认为，光模块产业链下一步可关注两个国产替代方向：1) 中高端激光芯片。10G DFB 国产化相当成熟，25G DFB 国产化加速，50G DFB 和 100G EML 仍有非常大的空间。2) TEC 器件，光器件中价值量占比约 13%，目前国产化程度低于光芯片以及陶瓷外壳，未来有望受益于国产替代+数据中心/激光雷达不断增长的激光芯片温控需求。

风险提示：AI 技术发展不及预期，中美贸易冲突加剧。

(分析师：李美贤 执业编码：S1480521080004 电话：13718969817)

【东兴机械】机械行业 2023 年中期策略：四主线把握机械行业投资机会（20230712）

2023 年初至今申万一级机械行业涨幅 11.85%，涨幅位居第六。跑赢同期中正 1000、上证指数、深证成指 5.29、6.96、9.22 个百分点。从估值来看，截至 2023 年 6 月 21 日，机械行业整体 PE-TTM（剔除负值）、PB-MRQ 为 27.82 倍、2.41 倍，低于 2014 年 2 月 21 日以来历史中位数 28.24 倍、2.68 倍。从机械行业内部细分板块来看（根据申万一级行业指数板块内部根据主营变化略有调整），光伏设备、半导体设备、制冷空调设备、能源及重型设备、机器人板块和仪器仪表 2023Q1 营业收入同比增速较高，分别达到 39.73%、33.97%、27.46%、16.54%、14.62%和 14.22%；从归母净利润来看，楼宇设备、半导体设备、光伏设备、其他专用设备、制冷空调设备同比增速较高，分别为 83.31%、60.17%、56.67%、51.02%、42.95%。从收入端来看，2023Q1 机械行业营业收入 3588 亿元，同比增长 2.3%，相较于 2022 年收入同比下滑 1.22% 转正实现正增长。从利润端来看，2023Q1 机械行业归母净利润同比下滑-3.01%，较 2022 年同比下滑 8.66% 降幅收窄。一方面，机械内部细分看板块之间分化较大，冷热不均。按照收入和利润变化方向划分，营收和利润同比均正增长的版块包括，能源及重型设备、轨交设备、工控自动化、光伏设备、半导体设备、机器人、机床工具、仪器仪表、磨具磨料、锂电设备、楼宇设备、其他专用设备。其中，利润端增速普遍高于收入端增速，反应毛利率改善状况良好，从侧面印证持续深化的产业升级的结构优化进程。

主线一：库存周期拐点把握反转机会。从内需来看，企业利润持续下探，导致投资意愿不强，尤其是民间投资持续低位运行。M2 高增长与民间投资大幅背离，反应企业端对未来需求预期信心不足，信贷扩张到投资扩张传导路径不顺畅，资金沉淀在企业定期存款比例较高。从库存周期来看，PPI 作为库存周期领先指标依然处于下探通道，2023 年 5 月 PPI 同比下跌-5.6%，已接近前期 2015 年 12 月低点-5.9%。从供给端看，2008 年“四万亿投资”产能大扩张之后，2011 年开始出清。2016 年三季度开始，产能扩张有重启趋势。但在随后的中美贸易摩擦、金融去杠杆、新冠疫情需求冻结的轮番冲击之下，企业信心受到猛烈打击，扩产意愿十分萎靡，导致制造业投资负增长，新一轮扩产周期被迫中断。2011-2020 期间制造业投资增速长期大幅下行，去杠杆、去产能较为彻底，供给端产能充分出清，中国制造业有了更好的起点和基础。我国或将于 2023 年下半年进入主动补库存阶段，拉动机械设备投资增长。重点关注周期底部边际改善的半导体设备、机床细

分板块。

主线二：国际竞争力持续提升出口高增可期。从结构上来看，根据统计局数据，4月份，受新动能产业发展较好、同期基数较低等因素作用，装备制造业利润同比大幅增长29.8%，实现由降转增，拉动规模以上工业利润增长6.4个百分点，是拉动作用最大的行业板块。2023年5月电气机械、铁路等运输设备、专用设备、通用设备出口交货值同比增速4.4%、23.70%、12.4%、4.7%。虽然相较于4月同比增速有所下滑，但是考虑去年5月高基数，同比增速依然维持高位。今年是“一带一路”倡议提出十周年，我国也将于下半年举行第三届“一带一路”高峰论坛。根据一带一路网统计数据，截止2023年1月6日，中国已经同151个国家和32个国际组织签署200余份共建“一带一路”合作文件。今年下半年将有多场外交及重要活动举行，8月至9月金砖国家领导人会议、G20峰会将陆续召开，9月底亚运会将于杭州举行，多场重磅活动连续召开有望对行情形成持续催化。根据商务部数据，2023年1-2月我国企业对“一带一路”沿线国家非金融类直接投资40.4亿美元，同比增长27.8%，占同期总额的20.2%。对外承包工程完成营业额1266.9亿元人民币，同比增长11%，增长态势良好。机械设备作为对外投资承揽工程的先行和支撑力量，有望持续受益，重点关注出海正当时的轨道交通和工程机械板块。

主线三：装备制造是制造业升级的核心力量。从机械版块内部看，2021Q1-2023Q1库销比从低点1.3爬升至1.5。结合毛利率修复情况看，毛利率从2022Q1低点22.72%修复至2023Q1的22.50%，2023年3-5月，从规模以上工业增加值细分项来看，装备制造业增加值当月同比增速分别为7.9%、13.2%、8%，均高于整体工业增加值和高技术制造业增加值当月同比增速。一方面反应机械行业内部契合制造业升级主旋律的部分高景气细分板块一季度提前备货以应对后续高增长新订单。另一方面反应是2016年以来供给侧改革以及2019年至今市场低端产能的过度出清市场竞争格局优化，龙头企业市场份额扩张和毛利率改善的结果，包括今年以来装备制造行业出口高增带来的正面影响。重点关注激光设备、工控自动化细分板块。

主线四：顺应能源变革趋势中长期增量可期。实现“碳中和”愿景“时间紧、任务重”。我国2020年“双碳”目标提出后，国家明确提出由能耗“双控”向碳排放总量和碳排放强度“双控”转变。2023年政府工作报告再次提出“推动发展方式绿色转型”工作目标，并强调要“完善支持绿色发展的政策”、“推动重点领域节能降碳”。双碳目标下，产业结构转型是重中之重。相对低附加值的、初级的、能耗大、产值低的产品会慢慢退出或减少在市场中的比例；高端智能、信息技术、5G通信等高附加值低能耗产业会成为主流。与美欧国家相比，中国尚处于经济上升期，且实现碳达峰与碳中和的间隔年限较短，实现“碳中和”愿景“时间紧、任务重”。减少二氧化碳排放量的手段，一是碳封存，主要由土壤、森林和海洋等天然碳汇吸收储存空气中的二氧化碳，人类所能做的是植树造林；二是碳抵消，通过投资开发可再生能源和低碳清洁技术，减少一个行业的二氧化碳排放量来抵消另一个行业的排放量，抵消量的计算单位是二氧化碳当量吨数。其中可再生能源清洁技术包括光伏、锂电（储能）和氢能源等，低碳清洁技术包括碳捕集和碳封存回收等。重点关注氢能设备、光伏设备、锂电设备、海上风电、海工装备板块。

风险提示：制造业投资低于预期，新技术市场拓展不及预期，原材料价格大幅上涨，外贸出口不及预期等。

(分析师：任天辉 执业编码：S1480523020001 电话：18810872791)

【东兴非银行金融】证券行业：公募基金降费改革落地实施，有望改善资本市场生态——公募基金费率改革点评（20230713）

事件：7月8日，部分基金公司发布降低旗下公募基金产品管理费及托管费的公告。证监会在答记者问时表示，证监会根据行业发展实际和投资者需求，制定了公募基金行业费率改革工作方案，将监管引导推动与行业主动作为相结合，指导公募基金行业稳妥有序开展费率机制改革，支持公募基金管理人及其他行业机构合理调降基金费率。

公募基金费率改革是适应我国资本市场发展的应有之举。相较美国等发达资本市场，我国公募基金特别是主动权益型基金收费标准较高，为适应资本市场发展现状，增强投资者的市场参与热情，公募基金降费是应有之举。因此，在2022年4月证监会发布《关于加快推进公募基金行业高质量发展的意见》和同年9月国务院办公厅发布《关于进一步优化营商环境降低市场主体制度性交易成本的意见》，均提到要降低投资者参与成本。本次，降费举措实质性落地，下调主动权益类基金费率水平，当前易方达、嘉实等头部公募基金公司已经发布公告将旗下部分存量产品管理费率、托管费率分别降至1.2%、0.2%以下。根据监管要求，其余存量产品管理费率、托管费率将争取于2023年底前分别降至1.2%、0.2%以下，新注册产品管理费率、托管费率分别不超过1.2%、0.2%。

改革稳步深入，持续推进公募基金行业高质量发展。针对公募基金费率改革，证监会有关部门负责人表示，下一步将全面优化公募基金费率模式，稳步降低行业综合费率水平，分阶段降低新注册产品、存量产品管理费率及托管费率。改革从源头降费让利投资者，调动销售机构积极性，望有效调整公募基金管理业务链条各参与主体的利益关系；同时，改革将完善对基金产品发行、销售等各行为中的费用情况披露，通过更为明晰、详实的信息披露，保护投资者权益，推动行业机构归位尽责，以推动公募基金行业高质量发展。

此次改革短中期将对券商及基金的利润将产生一定影响，长期期盼“以量换价”、拓宽收入来源。未来，销售费率、尾佣乃至交易费率均将调降，对基金管理、托管和销售全业务链条均产生一定影响。在当前市场持续波动，基金业绩低迷的背景下，降费或将成为基金发行及销售回暖的一剂“良药”，吸引投资者通过公募基金加大权益类资产配置，但如果降费是单方向的（只降不增），短中期将对券商及基金的利润将产生一定影响，除非有效实现“以价换量”；除此以外，基金及证券公司亦可通过拓宽收入来源降低降费对自身影响，我国财富管理市场空间巨大，随着基金投顾业务试点转常规，券商及基金的买方投顾模式更加规范，本次基金全链条费率降低，有望推动券商及基金公司加快财富管理业务布局，提升投资者服务能力，进而实现业务的良性发展。

投资建议：当前证券行业核心关注点仍在财富管理主线和投资类业务在权益市场复苏中的业绩弹性，但考虑到市场近年的高波动性和较为有限的风险对冲方式，财富管理&资产管理业务在提升券商估值下限的同时平抑估值波动的作用将不断提升此类业务在券商业务格局中的重要性。同时，延续我们前期判断，公募基金是个人及机构投资者广泛参与二级市场投资的重要途径，本次公募基金费率改革信号意义明显，预计未来一段时期将有更多政策推出以提振投资者信心，吸引投资者参与权益市场投资，并通过引导其规范投资行为、更多转向长期投资，以支持资本市场良性发展。预计随着监管规范对行业发展的引导作用逐步显现，资本市场生态有望进一步优化，在改善流动性的同时实现市场蛋糕做大和投资回报提升的正向循环。

风险提示：宏观经济下行风险、政策风险、市场风险、流动性风险。

(分析师:刘嘉玮 执业编码: S1480519050001 电话: 010-66554043 分析师:高鑫 执业编码: S1480521070005 电话: 010-66554130)

【东兴轻工制造】东兴轻纺&商社周观点：家居消费政策有望提振销售，关注出行链暑期旺季催化（20230712）

观点综述：

家居消费政策有望提振终端销售，出口链条估值低位值得关注。促进家居消费政策文件将于近日印发，有望提振家居终端销售。叠加二手房销售与新房竣工上半年较高的增速，有望推动未来家具需求向好。主要家居公司 PE 估值已回到较低水平，充分反映了地产的悲观预期。促消费政策的落地以及地产政策可能的边际向好，均有望催化家居板块预期改善，行情可期。此外对于出口链条，估值普遍处于低位，已反映海外悲观预期，海外零售商库存已有改善，成本端要素均有向好。未来若外需边际改善，出口公司估值与业绩的双升可期，当时可进行布局。我们推荐关注业绩弹性大的定制家具板块，索菲亚、欧派家居、金牌厨柜、志邦家居；关注受益智能马桶品类渗透率提升的瑞尔特。

暑期旺季来临，关注出行链业绩弹性。景区板块，直接受益于疫后旅游需求释放，经营杠杆下业绩确定性强、弹性大，下半年长假为主长线游弹性更大，时点上关注暑期、国庆等重要节假日催化。酒店市场，短期看，复苏节奏预期仍是影响酒店板块走势的主要因素，关注高频数据的边际变化。中长期看，疫情加速供给出清和集中度提升，中高端结构性机会仍存，关注头部集团拓店速度，以及中高端门店占比和高端品牌孵化进展。餐饮市场，疫后餐饮市场快速复苏，中长期行业回归单店盈利和开店逻辑，关注各品牌单店盈利模型优化和开店空间。关注暑期、中秋国庆假期等重要出行时点的复苏程度，看好旺季出行数据为上市公司带来较好的业绩弹性。相关标的：中国中免、锦江酒店、首旅酒店、华住集团。

市场回顾

本周纺织服装行业下跌 0.40%，轻工制造下跌 0.23%，商贸零售上涨 0.32%，社会服务上涨 0.12%，美容护理下跌 1.31%，在申万 31 个一级行业中分别排第 19、18、12、15、23 名。指数方面，上证指数下跌 0.17%，深证成指下跌 1.25%。

重点推荐：

索菲亚、欧派家居、金牌厨柜、志邦家居、瑞尔特、顾家家居、喜临门、仙鹤股份、太阳纸业、中国中免、华住集团-S、锦江酒店、首旅酒店、海伦司、奈雪的茶、珀莱雅、贝泰妮

风险提示：宏观经济下行影响购买力、疫情发展超预期，政策风险

(分析师: 常子杰 执业编码: S1480521080005 电话: 010-66554040 分析师: 魏宇萌 执业编码: S1480522090004 电话: 010-6655446 分析师: 刘雪晴 执业编码: S1480522090005 电话: 010-66554026 分析师: 沈逸伦 执业编码: S1480523060001 电话: 010-66554044)

【东兴宏观】宏观普通报告: 美国通胀压力下降 (20230714)

美国 6 月 CPI 环比 0.2%, 预期 0.3%, 前值 0.1%; 同比 3%, 预期 3.1%, 前值 4%。

核心 CPI 环比 0.2%, 预期 0.3%, 前值 0.4%; 同比 4.8%, 预期 5%, 前值 5.3%。

主要观点:

- 1、6 月核心通胀环比减速显著, 住宅价格影响或终于开始进入 CPI 数据, 下半年通胀可能较为乐观。
- 2、若下半年 CPI 环比稳定在 0.3% 以下, 年末 CPI 同比或在 4.4% 附近, 则随后小幅降息概率较高。
- 3、短端利率结构改善稳定, 可承受 7 月加息, 但可以用延长现有政策利率水平的时间来替代。
- 4、美十债正常波动范围维持 3.4%~3.9%, 上限 4~4.25%; 美股维持三季度没有明显风险点, 长期仍保持中性。

(分析师: 康明怡 执业编码: S1480519090001 电话: 021-25102911)

【东兴宏观】宏观普通报告: 非农质量略降 (20230712)

事件:

美国 6 月季调后非农就业增 20.9 万, 预期 22.5 万, 前值 33.9; 4 月从 29.4 万下修至 21.7 万, 5 月从 33.9 万下修至 30.6 万。

失业率 3.6%, 预期 3.6%, 前值 3.7%。劳动参与率 62.6%, 前值 62.6%。时薪同比 4.4%, 预期 4.2, 前值 4.3。

主要观点:

- 1、非农质量略降, 随着夏季旅游高峰来临, 服务业仍有空间。

- 2、薪资处于陆续见顶状态，仅后 25%人群仍在新高。
 - 3、三季度进入衰退概率不大。
 - 4、本月核心 CPI 环比若不能显著跌破平台，则 7 月加息几成定局。
- (分析师：康明怡 执业编码：S1480519090001 电话：021-25102911)

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（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）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（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）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526