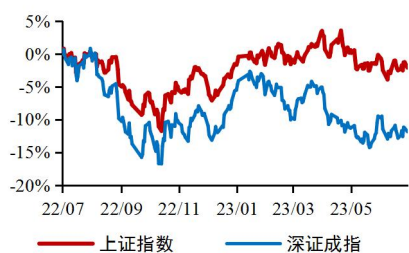


信义山证 汇通天下

研究早观点

2023年7月18日 星期二

市场走势



资料来源：最闻

国内市场主要指数

指数	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,209.63	-0.87
深证成指	11,010.36	-0.63
沪深 300	3,867.17	-0.82
中小板指	7,161.57	-0.83
创业板指	2,207.44	-0.75
科创 50	984.82	-0.68

资料来源：最闻

分析师：

李召麒

执业登记编码：S0760521050001

电话：010-83496307

邮箱：lizhaoqi@sxzq.com

【今日要点】

- 【山证宏观】2023年6月经济数据点评：经济边际略改善，收益率低位稳定
- 【行业评论】煤炭：煤炭月度供需数据点评-6月供给基本持平，火电维持高增
- 【行业评论】电气设备：202307锂电产业链月报-6月新能源汽车市场保持强势增长，动力电池产量同比大幅增长
- 【行业评论】消费者服务：社会服务行业周报（20230710-20230716）-旅游市场全面回暖，多家公司中报业绩预喜
- 【行业评论】纺织服装：纺服家居行业周报-迅销集团 FY23Q3 收入同比增长 24%，上调 FY2023 业绩指引
- 【山证农业】农业行业周报-以“亏损期+低 PB”策略逢低布局经营稳健的养殖股
- 【行业评论】纺织服装：纺织服装行业快报-6月社零同比增长 3.1%，线上渠道表现优于线下
- 【行业评论】半导体：山西证券半导体行业专题-破晓钟声铺浩渺，AI浪潮赋新篇——关注周期视角下的复苏迹象
- 【公司评论】千禾味业(603027.SH)：千禾味业 23 年中报业绩预告点评-产品&渠道双助力下，23H1 业绩符合预期
- 【山证机械】纽威数控（688697.SH）：23Q2 净利润同比增长 18.8%~31.3%，海外营收占比增加
- 【公司评论】【爱旭股份】业绩基本符合预期，ABC 电池片 6.5GW 已经满产



【今日要点】

【山证宏观】2023年6月经济数据点评：经济边际略改善，收益率低位稳定

郭瑞 0351-8686977 guorui@sxzq.com

【投资要点】

- **投资要点：**
- **市场启示：**经济边际略改善，收益率短期方向性不强。6月，除地产投资增速仍大幅下降外，基建投资、制造业投资具有韧性，消费两年平均表现好于上月。第一，疫后复苏逻辑延续，如餐饮、部分接触型服务业表现较好；第二，地产投资依然深度调整，地产链相关消费表现偏弱。第三，稳增长和补库需求边际支撑基本面。基建和制造业投资增速韧性。当前库存水平较低的行业主要集中在部分消费和出口相关行业，但工业品和原材料行业库存水平总体偏高。因此本轮库存周期回升更依赖经济自身修复动能，磨底时间可能偏长。7月以来十年国债收益率低位稳定，短期内预计方向性仍不强。收益率向上驱动力在于经济企稳和稳增长预期，向下驱动力在于宽货币以及配置需求。若有反弹机会建议积极配置。
- **消费稳步恢复，结构仍分化。**6月社零同比增长3.1%（前值12.7%），累计同比增长8.2%（前值9.3%），四年复合增速为4.0%（前值3.5%），连续两个月低位回升，但距离2019年的增速水平还具有较大差距。6月社零（非季调）环比增长5.68%，高于季节性水平。分项看，服务性消费持续恢复；升级类商品销售增长较快；生活必需类消费稳步增长；地产相关的建筑及装潢材料类、家具类增速略有恢复，但总体表现偏弱。
- **房地产销售增速下跌加快，房企加快竣工，减少开工。**6月房地产开发投资完成额累计增速-7.9%（前值-7.2%）。6月商品房销售面积累计跌幅扩大至-5.3%（前值-0.9%），房地产开发资金来源累计跌幅扩大至-9.8%（前值-6.6%）。6月房屋竣工面积依然高增，新开工和施工面积跌幅扩大。
- **基建投资高位维持韧性。**6月基建投资累计增速7.2%（前值7.5%），测算当月同比增长6.4%（前值4.9%）。预计未来一个阶段基建投资有望保持韧性。
- **制造业投资态势总体稳定，民间投资降幅扩大。**6月制造业投资累计增速6.0%（前值6.0%），测算当月同比增速为6.0%（前值5.2%）。6月民间投资累计同比-0.2%（前值-0.1%），连续两个月负增长。分行业看，随着消费的持续复苏，消费品类制造业投资继续好转；装备制造业中政策驱动细分领域表现较好，如汽车制造业、铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业。
- **受益于内需边际改善和部分行业补库需求，工业生产总体平稳。**6月规模以上工业增加值同比增长4.4%（前值3.5%），两年平均增长4.2%（前值2.1%）。今年3月以来工业整体处于被动去库存阶段，其中部分中下游行业已经过渡到主动补库存，如农副食品加工业、化学原料及化学制品业。从工业增加值

看，也是中下游行业表现较好。剔除价格因素，当前工业产成品库存水平依然偏高，产能过剩制约投资需求，这轮主动补库存大概率偏弱。6月工业企业产销率下滑至95.7%（前值96.6%）。

➤ **风险提示：稳增长政策力度超预期；地方政府债务风险**

【行业评论】煤炭：煤炭月度供需数据点评-6月供给基本持平，火电维持高增

胡博 hubo1@sxzq.com

【投资要点】

- **月度供需数据：**
- **供给：**1-6月原煤同比增速明显放缓，6月环比微增。2023年1-6月，原煤累计产量实现23.01亿吨，同比增4.38%，增速较2022年同期明显下降。6月当月实现3.90亿吨，同比增2.48%，环比增1.2%。
- **需求：**终端需求缓降，火电高增。基建和制造业坚挺，地产仅竣工有所改善，终端需求平稳。前6月能源链和地产链需求分化，6月火电需求维持高增长。
- **进口：**1-6月进口量同比大幅增加，6月环比维持较低增速。2023年1-6月，煤及褐煤累计进口量实现2.22亿吨，同比增93.00%；6月单月实现进口量3987万吨，同比增110.07%，环比增0.73%。
- **价格与利润：**煤价下调，焦炭利润改善。山西优混5500动力煤6月均价801元/吨，同比降37.48%，环比降16.30%。京唐港主焦煤6月均价1816元/吨，同比降42.45%，环比降1.78%。天津港二级冶金焦6月均价1800元/吨，同比降53.25%，环比降低8.81%。焦炭盈利年初至今持续改善。
- **点评与投资建议：**
- **1-6月第二轮保供潮表现特征符合预期，需求复苏仍然存在分化，进口冲击力度边际放缓。**供给方面，1-6月原煤增速再次放缓，继续验证新一轮保供周期下产量增幅弱于上一轮的逻辑。需求方面，基建和制造业坚挺，地产仅竣工有所改善，终端需求缓降；下游行业表现分化，火电因低基数原因高增，非电需求有待改善。整体看经济复苏不及预期，“稳增长”政策预期仍在。进口煤方面，1-6月进口量维持高增速，但当月环比维持较低增速。
- **煤价下调，焦炭利润持续改善。**6月动力煤结束快速出清，焦煤震荡。整体来看，价格快速出清好于阴跌，恐慌之后底部更加坚实。动力煤库存高位开始去化，预计夏季仍有反弹机会。焦煤与动力煤比价均值回归，下游利润尚可，可以给予上游价格缓冲空间，短期具备一定支撑性。此外当前焦煤下游库存仍低，焦煤价格或将受益补库行情。6月焦炭价格小幅下降，焦炭利润继续改善。
- **未来交易中心主要在于价格，夏季无需过度悲观。**配置排序如下：第一，央企国企价值临重估风口，煤炭全产业链龙头+高分红延续的【中国神华】。第二，若动力煤价格反弹，【广汇能源】、【山煤国际】、【潞安环能】、【陕西煤业】、【兖矿能源】、【盘江股份】、【平煤股份】等弹性标的值得关注。

- 风险提示：供给超预期释放，需求回升不及预期，进口煤大幅增加，煤炭价格大幅下降

【行业评论】电气设备：202307 锂电产业链月报-6 月新能源汽车市场保持强势增长，动力电池产量同比大幅增长

肖索 xiaosuo@sxzq.com

【投资要点】

- **新能源车：**6 月全国新能源汽车市场保持强势增长。根据中汽协，2023 年 6 月，新能源汽车产销分别完成 78.4 万辆和 80.6 万辆，同比分别增长 32.8%和 35.2%，市占率达到 30.7%，2023 年 1-6 月，新能源汽车产销分别完成 378.8 万辆和 374.7 万辆，同比分别增长 42.4%和 44.1%。分动力来源来看，插电式混合动力汽车、燃料电池汽车 6 月产销同比大幅增长。6 月插电式混动汽车产量为 23.5 万辆，同比增长 90.5%，销量为 23.2 万辆，同比增长 92.9%，6 月燃料电池汽车当月产量 0.1 万量，同比增长 89.8%，销量 0.1 万辆，同比增长 119.8%。
- **动力电池：**6 月我国动力电池产量同比大幅增长，储能电池以磷酸铁锂为主，销量 8.7GWh。根据中国汽车动力电池产业创新联盟，产量方面，6 月，我国动力电池产量共计 60.1GWh，同比增长 45.7%，环比增长 6.3%。装车量方面，我国动力电池装车量 32.9GWh，同比增长 21.8%，环比增长 16.5%。分企业来看，6 月国内动力电池企业前五名为宁德时代、比亚迪、中创新航、亿纬锂能、国轩高科，装车量分别为 14.9GWh（占比 45.1%）、9.0GWh（占比 27.4%）、2.9GWh（占比 8.8%）、1.5GWh（占比 4.5%）、1.2GWh（占比 3.7%）。储能方面，6 月我国储能电池销量共计 8.7GWh，其中磷酸铁锂电池销量 8.7GWh。
- **原材料价格：**6 月碳酸锂价格小涨后下调，预计 7 月碳酸锂价格先跌后涨。根据百川盈孚，6 月电池级碳酸锂均价为 31.4 万元/吨，氢氧化锂均价为 29.6 万元/吨，碳酸锂价格小涨后下调，预计 7 月碳酸锂价格先跌后涨；6 月三元材料 523 市场均价在 24.0 万元/吨，价格随原材料影响价格上调，我们预计下半年市场转好；6 月中国锂电负极材料市场均价为 46222 元/吨，下降 667 元/吨，我们预计 7 月负极材料价格弱稳运行；6 月国内湿法隔膜月均价 2.3 元/平方米，国内干法隔膜月均价 1.0 元/平方米，较上月价格持平，我们预计市场价格整体暂稳；6 月六氟磷酸锂市场月均价为 118538 元/吨，较上月上涨 87.06%，我们预计 7 月六氟磷酸锂价格或将下调。
- **重点公司关注：**宁德时代，恩捷股份，南都电源，传艺科技，双星新材。
- **风险提示：**原材料价格波动风险；国内外政策风险；下游需求不及预期风险。

【行业评论】消费者服务：社会服务行业周报（20230710-20230716）-旅游市场全面回暖，多家公司中报业绩预喜

王冯 wangfeng@sxzq.com

【投资要点】

➤ 本周主要观点及投资建议

➤ 社会服务行业上市公司陆续披露 2023 年中期业绩预告，酒店、景区板块整体业绩改善明显。酒店板块，锦江酒店、首旅酒店归母净利润较上年扭亏为盈，业绩预告上限基本恢复至 2019 年同期水平。景区板块，人工景区中青旅、大连圣亚业绩较上年同期扭亏为盈；自然景区板块业绩改善突出，九华旅游、黄山旅游、长白山、峨眉山 A、丽江股份、天目湖归母净利润较上年同期扭亏为盈。餐饮板块，同庆楼、广州酒家归母净利润较上年同期持续增长。免税板块，中国中免期内毛利率稳步提升，23H1 较 22H2 环比提升 7.81pct，其中 23Q2 较 23Q1 环比提升 3.67pct。

➤ **投资建议：**目前社服行业主要公司估值基本回调至合理区间，受益于小长假提振旅游行业景气度和传统旺季暑期来临，建议布局消费复苏表现居前、行业布局集中化及目前处于较低估值板块。1、酒店：目前主要城市酒店经营情况基本恢复至疫前水平，ADR 带动 RevPAR 较疫前增长近 20%。年内国内酒店行业趋势仍为提升连锁化率，行业布局集中化继续提升，龙头酒店集团目前估值处于较低水平、性价比较高。建议关注：首旅酒店、锦江酒店。2、景区：今年以来消费整体复苏、补偿性需求支撑、出游人次恢复良好，横向对比服务消费相对领先实物消费，目前客单价仍有提升空间，因此高性价比自然景区恢复居前。建议关注：天目湖。3、出境游：随着欧洲国家经典路线恢复、暑期传统旅游旺季到来。目前出境旅行社预订情况持续走高，暑期出境板块有望恢复至疫前 70%左右水平。建议关注：众信旅游。

➤ 行情回顾

➤ 整体：沪深 300 上涨 1.92%，报收 3899.14 点，社会服务行业指数上涨 0.54%，跑输沪深 300 指数 1.38 个百分点，在申万 31 个一级行业中排名第 18。

➤ 子行业：社服行业各子板块涨跌幅由高到低分别为：酒店（+1.27%）、人工景区（-0.19%）、旅游综合（-1.02%）、自然景区（-1.81%）、餐饮（-1.99%）。

➤ 个股：长白山以 8.29%涨幅领涨，曲江文旅以 7.67%跌幅领跌。

➤ 行业动态

➤ 1) 暑期旅游订单较 2019 年翻倍增长，“晚七点”经济引领夜间消费；

➤ 2) 暑期旅游爆火；

➤ 3) 国内外多家航司 7 月航班计划出炉，暑期更多热门国际航线加密复航。

➤ 重要上市公司公告（详细内容见正文）

➤ 风险提示：宏观经济波动风险；居民消费不及预期风险。

【行业评论】纺织服装：纺服家居行业周报-迅销集团 FY23Q3 收入同比增长 24%，上调 FY2023 业绩指引

王冯 wangfeng@sxzq.com

【投资要点】

- 本周专题：FAST RETAIL 公布 2023 财年第三季度报告
- 7 月 14 日，FAST RETAIL 公布 2023 财年第 3 季度（2023.3.1-2023.5.31）报告。2023 财年第三季度，公司销售额 6762 亿日元，同比增长 23.8%，归母净利润 851 亿日元，同比下降 6.4%。2023 财年前三季度（2022.9.1-2023.5.31），公司销售额为 21435 亿日元，同比增长 21.4%，归母净利润为 2385 亿日元，同比增长 0.3%。
- 分业务板块看，1) 日本 UNIQLO 业务，2023 财年前三季度，销售额为 7097 亿日元/+10.7%，经营利润为 996 亿日元/-3.0%。2) 海外 UNIQLO 业务，2023 财年前三季度收益总额为 10976 亿日元/+30.5%，经营利润为 1,841 亿日元/+38.6%，其中大中华地区收入及经营利润双双大幅增长，不论中国大陆、中国香港或中国台湾，收入及经营利润均大幅增长，业绩回升。尤其是中国大陆的同店销售额同比增长超过 40%。3) GU 业务，2023 财年前三季度收益总额为 2279 亿日元/+19.7%，经营利润为 258 亿日元/+44.6%，透过筛选缩减商品种类、确保大众潮流商品库存充足及积极开展营销。4) 全球品牌事业分部，2023 财年前三季度收益总额为 1064 亿日元/+18.2%，经营利润为 14 亿日元/+105.4%。
- 盈利能力方面，2023 财年前三季度，公司毛利率为 51.6%，同比下滑 1pct；销售、行政及一般费用率为 36.4%，同比下滑 0.7pct；归母净利润率为 11.1%，同比下滑 2.3pct。
- 存货方面，截至 2023 财年第三季度末，公司存货为 3874 亿日元，同比增长 10.1%，环比下降 11.5%。
- 展望全年，公司上调 2023 财年业绩预测，预计 2023 财年销售额同比增长 18.6%至 2.73 万亿日元，营业利润同比增长 24.4%至 3700 亿日元。
- 行业动态：
- 北京时间 7 月 12 日，安踏与美国著名球星凯里·欧文正式签约，开启全新的商业合作模式，并为欧文打造专属个人产品线。本次安踏与欧文将开启全新的商业合作。作为安踏篮球代言人，欧文不仅将以首席创意官的身份参与其全新个人产品线的设计，还将亲自邀请篮球运动员、自主品牌、泛潮流文化的意见领袖、艺术家、音乐家、环保及人道主义先锋、设计师一起合作，围绕欧文个人产品线推出更多支线产品。通过与安踏及各领域精英的合作，欧文将充分利用集体智慧对个人签名系列产品进行打磨，为产品注入全新理念、创意，引领革新。安踏也将集合全球资源赋能设计和生产，并在全球范围内发售这一系列产品。同时，双方还将在中美共同开展安踏-欧文青少年篮球训练营，共同助力篮球运动和文化的的发展。欧文首款专属场上签名鞋及运动文化鞋将于 2024 年第一季度发布，完整的全系列产品线也将同步上市。

- 7月12日收盘后，北京三夫户外用品股份有限公司（SZ:002780）发布公告称：全资子公司上海飞蛙商贸有限公司近期与 Houdini Sportswear AB 签署了《独家代理协议》。根据该协议，三夫户外成为 Houdini 品牌全线产品的中国区独家总代理，拥有独家销售 Houdini 的权利，销售渠道包括 B2C 全渠道、B2B 零售和批发、线上销售平台等全渠道，协议有效期为五年半，至 2028 年 12 月 31 日。三夫户外表示，独家代理 Houdini 品牌，丰富了公司代理品牌结构，增强了产品竞争力，有助于拓展批发、零售、线上销售渠道，有助于公司业务提升。
- 据海关统计，今年上半年，家具及其零件出口额为 2162.1 亿元，同比去年下滑 3.5%；陶瓷产品出口额为 898.6 亿元，同比去年下滑 2.3%。灯具、照明装置及其零件出口额为 1415.9 亿元，同比增长 3.0%。从 6 月份单月来看，家具及其零件出口额为 364.9 亿元，环比下滑 1.4%；陶瓷产品出口额为 151.3 亿元，环比下滑 0.3%；灯具、照明装置及其零件出口额为 263.1 亿元，环比增长 2.1%。值得关注的是，从 4 月份开始，家具及其零件出口额逐月下滑，其中下滑得最严重的是 5 月份，环比下滑了 10.8%。此外，5 月份陶瓷产品，灯具、照明装置及其零件也有不同程度的下滑，分别下滑 19.7%、4.8%。但到了 6 月份，出口情况有所改善。家具及其零件、陶瓷产品环比下滑比例明显收窄，灯具、照明装置及其零件出口环比由负转正。
- 行情回顾（2023.07.10-2023.07.14）
- 本周纺织服饰板块跑输大盘、家居用品板块跑输大盘：本周，SW 纺织服饰板块上涨 0.43%，SW 轻工制造板块下跌 0.77%，沪深 300 上涨 1.9%，纺织服饰板块落后大盘 1.47pct，轻工制造板块落后大盘 2.67pct。各子板块中，SW 纺织制造上涨 0.74%，SW 服装家纺下跌 0.5%，SW 饰品上涨 2.61%，SW 家居用品下跌 0.43%。截至 7 月 14 日，SW 纺织制造的 PE（TTM 剔除负值，下同）为 18.93 倍，为近三年的 42.45%分位；SW 服装家纺的 PE 为 20.13 倍，为近三年的 47.94%分位；SW 饰品的 PE 为 21.82 倍，为近三年的 81.31%分位；SW 家居用品的 PE 为 21.21 倍，为近三年的 4.26%分位。
- 投资建议：
- 纺织服装：纺织制造板块，2023 年 1-6 月，我国纺织品、服装出口累计同比下降 10.9%、5.9%，二者 6 月单月降幅均有所扩大；2023 年 1-6 月，越南纺织品和服装、制鞋出口金额累计同比下降 15.4%、16.8%，6 月单月降幅同样有所扩大。我们预计纺织制造企业中报延续 1 季度的承压态势，2 季度环比改善。展望后续，伴随品牌主动去库存接近尾声，海外通胀下行，3 季度有望迎来订单拐点，建议积极关注华利集团、申洲国际、浙江自然；品牌服饰板块，本周我们此前建议关注的中高端女装公司均发布中报业绩预增公告，其中歌力思 23H1 营收同比增长 17.01%左右，归母净利润同比增长 100.40%-120.24%；赢家时尚 23H1 净利润同比增速不少于 65%；锦泓集团归母净利润同比增长 293%-316%。女装公司在疫情期间保持积极净开店，抢占市场份额，高端品牌客群消费能力具备韧性，中高端女装公司终端流水恢复增长，且费用率优化，建议关注锦泓集团、歌力思、赢家时尚。今年“618”电商大促中，运动鞋品类实现量价齐升，增速在主要可选品类中靠前，国产品牌中 361 度表现亮眼，李宁、安踏品牌表现稳健。中长期角度，继续看好运动服饰需求的稳健性与本土运动品牌市占率提升，建议继续关注安踏

体育、李宁、特步国际、361度。

- **黄金珠宝：**5月黄金珠宝社零同比增长24.4%，5月单月21-23两年复合增速为0.7%，环比放缓，但依旧好于其它可选品类。今年“618”电商大促中，珠宝品类表现亮眼，根据商指针，我们测算天猫、京东平台珠宝首饰销售额同比增长接近60%。内资品牌表现好于港资品牌，周大生品牌618全周期线上全渠道销售额同比增长91%。我们看好珠宝板块全年表现，1) 珠宝偏中高端消费，且线下渠道占比高，叠加婚庆回补，弹性预计好于其它可选品类；2) 金价持续稳步上涨、消费回归理性利好保值增值的黄金首饰消费，短期回调有望促进加盟商补货；3) 黄金工艺进步有效催化珠宝悦己需求释放；4) 国内珠宝行业市场空间广阔，头部企业处于渠道快速扩张期，市占率有望提升。建议积极关注今年开店计划积极、终端销售黄金占比高的周大生、老凤祥。
- **家居用品：**短期看，受益于2023年春节以来家居线下客流的持续回暖，我们预计家居企业2季度工厂接单情况较好，营收/业绩同比增长双位数水平，大宗业务占比高的企业预计增速更高。中期看，1-5月住宅竣工数据同比增长接近20%，二手房住宅成交高增，为下半年家居需求释放提供支撑。长期看，家居行业集中度较低，头部企业通过多元化渠道拓展、品类融合提升客单值、挖掘下沉空白市场、供应链端降本增效，市场份额提升空间仍然较大。目前时点，家居板块估值处于历史低位，商务部新闻发言人7月6日表示，促进家居消费政策文件预计近日正式印发，有望提振板块估值水平。定制家居企业建议积极关注索菲亚，欧派家居、金牌厨柜、志邦家居。软体家居方面，建议关注慕思股份、喜临门、顾家家居。同时，继续看好我国智能家居渗透率的持续提升，关注箭牌家居、好太太。
- **风险提示：**
- 国内消费信心恢复不及预期；地产销售不达预期；品牌库存去化不及预期；原材料价格波动；汇率大幅波动。

【山证农业】农业行业周报-以“亏损期+低PB”策略逢低布局经营稳健的养殖股

陈振志 chenzhenzhi@sxzq.com

【投资要点】

- 本周沪深300指数涨跌幅为+1.92%，农林牧渔板块涨跌幅为+0.24%，板块排名第22，子行业中肉鸡养殖、果蔬加工、食品及饲料添加剂、其他种植业以及种子涨跌幅位居前五。
- **本周猪价环比以跌为主。**根据跟踪的重点省市猪价来看，截至7月14日四川/广东/河南外三元生猪均价分别为13.30/15.15/13.75元/公斤，环比上周分别-4.32%/+1.34%/-2.14%，平均猪肉价格为18.95元/公斤，二元母猪平均价格环比上周降低-0.83%。截至7月14日，自繁自养利润为-331.67元/头，环比上周亏损幅度收窄，而外购仔猪养殖利润为-434.56元/头，较上周亏损幅度继续有所加深。截至7月14日，白羽肉鸡周度价格为8.29元/公斤，环比降低1.31%，肉鸡苗价格为2.04元/羽，白羽肉鸡养殖利润

为-0.88 元/羽。

- 受下游消费需求不振和供给压力的影响，近期国内生猪价格出现下行。生猪产业业内对 6 月中下旬猪价回升至盈亏线的预期落空后，业内对后续猪价走势预期显得更为悲观。这种悲观预期也逐渐反应在仔猪价格走势上。近期仔猪价格出现明显下跌，局部地区已跌破成本线。在经历 2021-2023 年 3 个亏损期的持续资金消耗后，生猪养殖行业的整体负债率已经处于历史较高水平。根据同样经历 3 个亏损期的 2013-2015 年经验，随着行业资金链紧张，越往后亏损期的产能去化幅度可能越大。根据能繁母猪对应的供给周期，预计最近猪价仍将持续磨底，后续产能去化或可能进一步深化。
- 根据我们的养殖股“亏损期+低 PB”投资策略，我们建议在第三个“亏损底”期间选择 PB 接近或跌破自身历史底部的优质标的进行布局。如果在第三个“亏损底”期间实现较大幅度的产能去化，则有可能是周期反转的起点；即使在第三个“亏损底”期间产能去化依然不够彻底，则也有机会迎来一次可观的反弹行情，推荐温氏股份、唐人神、东瑞股份、神农集团、巨星农牧、新希望等经营相对稳健的生猪养殖股。根据我们的生猪养殖股的逻辑框架，预计近期生猪养殖股或沿着“产能去化”的逻辑演绎。
- 推荐海大集团：1、饲料行业 2023 年景气度或优于 2022 年；2、行业整合持续推进，市场份额有望进一步往头部集中；3、公司董事会审议通过了《2023 年员工持股计划（草案）》，如果最终获得股东大会审议通过，则有助于提升员工业务拓展的积极性，利于业务目标的达成；4、目前股价对应 2023 年 PE 估值处于历史底部区域。
- 推荐圣农发展：白羽肉鸡行业正处于周期底部，对于业绩和估值处于历史底部区域的圣农发展，随着供需格局改善，或有望继续迎来估值修复行情。
- 风险提示：疫情风险；自然灾害风险；饲料原料价格波动风险。

【行业评论】纺织服装：纺织服装行业快报-6 月社零同比增长 3.1%，线上渠道表现优于线下

王冯 wangfeng@sxzq.com

【投资要点】

- 事件描述：
- 7 月 17 日，国家统计局公布 2023 年 6 月社零数据。
- 事件点评：
- 6 月社零 21-23 年两年复合增速环比提升，但弱于市场一致预期。23 年 6 月，国内实现社零总额 4.00 万亿元，同比增长 3.1%，表现弱于市场一致预期（根据 Wind，23 年 6 月社零当月同比增速预测平均值为+3.5%）。剔除基数影响，与 21 年同期相比，23 年 1-2 月、3 月、4 月、5 月、6 月单月社零的两年复合增速分别为 5.1%、3.3%、2.6%、2.6%、3.1%。按消费类型分，23 年 6 月餐饮收入、商品零售同比

增速分别为 16.1%、1.7%，21-23 年两年复合增速为 5.6%、2.8%，环比提升 2.3、0.3pct。23 年 1-6 月，国内实现社零总额 22.78 万亿元，同比增长 8.2%。剔除基数影响，与 21 年同期相比，两年复合增速为 3.6%，环比放缓 0.11pct。按消费类型分，23 年 1-6 月餐饮收入同比增长 21.4%，商品零售同比增长 6.8%，剔除基数的影响，与 21 年同期相比，23 年 1-6 月餐饮收入、商品零售的两年复合增速分别为 5.9%、3.4%，环比放缓 0.07、0.12pct。

- **6 月实物商品网上零售额增速环比放缓，线下渠道消费不及 22 年同期。**线上渠道，2023 年 6 月，实物商品网上零售额为 1.26 万亿元/+6.7%，21-23 年两年复合增速为 7.4%，环比放缓 5.1pct，实物商品网上零售额占商品零售比重为 35.3%。23 年 1-6 月，实物商品网上零售额为 6.06 万亿元，同比增长 10.8%，21-23 年同期两年复合增速为 9.8%，环比放缓 0.65pct。23 年 1-6 月，实物商品网上零售额中吃类、穿类和用类商品同比分别增长 8.9%、13.3%、10.3%。线下渠道，2023 年 6 月，实物商品线下零售额（商品零售额-实物商品网上零售额，下同）约为 2.30 万亿元/-0.8%，21-23 年两年复合增速为 0.5%，环比提升 2.0pct。2023 年 1-6 月，实物商品线下零售额约为 14.26 万亿元，同比增长 5.0%，21-23 年同期两年复合增速为 1.0%，环比放缓 0.1pct。按零售业态分，2023 年 1-6 月限额以上便利店、专业店、品牌专卖店、百货店、超市零售额同比分别增长 8.2、5.4%、4.6%、9.8%、-0.4%。
- **6 月典型可选消费品类同比增速回落，但 21-23 年两年复合增速角度环比改善。**2023 年 6 月，限上化妆品同比增长 4.8%，金银珠宝同比增长 7.8%，纺织服装同比增长 6.9%，体育/娱乐用品同比增长 9.2%。23 年 1-6 月，上述品类累计同比增长分别为 8.6%、17.5%、12.8%、10.5%。剔除基数影响，21-23 年同期（6 月）化妆品、金银珠宝、纺织服装、体育/娱乐用品两年复合增速为 9.0%、5.5%、2.7%、11.4%，环比变化+7.3、+4.8、+5.1、+2.8pct。2023 年 6 月，我国住宅新开工面积 7330 万平方米，同比下降 33.5%，住宅销售面积 10929 万平方米，同比下降 27.9%，住宅竣工面积 4410 万平方米，同比增长 15.8%，6 月，地产相关消费品家具类社零同比增长 1.2%，23 年 1-6 月，家具类社零同比增长 3.8%，21-23 年同期（6 月）两年复合增速为-5.0%，降幅环比收窄 2.1pct。
- **投资建议：**
- **纺织制造方面，从我国及越南纺织服装出口来看，2023 年 1-6 月，我国纺织品、服装出口累计同比下降 10.9%、5.9%；越南纺织品和服装、制鞋出口金额累计同比下降 15.4%、16.8%。**从运动鞋履及运动服饰头部制造企业的月度营收情况来看，2023 年 1-6 月，丰泰企业、裕元制造业务、儒鸿的营收累计同比下降 14.8%、19.3%、33.1%。今年上半年，中游纺织制造企业基本面压力较大。展望后续，伴随国际运动品牌主动去库存接近尾声，海外通胀下行，23Q3 订单有望迎来拐点，推荐华利集团、申洲国际、以及具有新品类拓展逻辑的浙江自然；
- **品牌服饰方面，中高端女装公司陆续发布 2023 年中报业绩预告，营收端受益线下客流恢复、渠道扩张，同比实现较好增长；业绩端受益于费用管控优化，及低基数效应，同比实现大幅增长。**建议关注赢家时尚、锦泓集团、歌力思。本土运动品牌 361 度率先发布 23Q2 零售流水情况，其中主品牌零售流水同比增长低双位数，童装品牌同比增长 20%-25%，电商平台同比增长约 30%。中长期持续看好运动服饰

品类的需求稳健性与国产品牌市占率提升，建议关注 361 度、安踏体育、特步国际、李宁；2023 年上半年，金银珠宝社零同比增长 17.5%，21-23 年两年复合增速为 5.2%，在婚庆刚需回补、金价稳步上涨、节日密集背景下，表现好于其它可选消费品类。中长期角度看好黄金产品工艺迭代催化悦己需求持续释放，且头部珠宝企业持续通过渠道扩张提升市占率，建议积极关注周大生、老凤祥。

- **家居用品方面，短期，根据家居企业前端门店接单情况，预计家居企业 23Q2 收入环比有望显著改善，大宗业务占比高的企业预计增速更高。**中期，2023 年上半年住宅竣工面积同比增长 18.5%，二手房住宅成交高增，为下半年家居需求释放提供支撑。长期，家居行业集中度较低，头部企业通过多元化渠道拓展、品类融合提升客单值、挖掘下沉空白市场、供应链端降本增效，市场份额提升空间仍然较大。6 月住宅新开工、销售面积同比降幅环比扩大，商务部新闻发言人 7 月 6 日表示，促进家居消费政策文件预计近日正式印发，有望提振板块估值水平。建议关注志邦家居、索菲亚、欧派家居、顾家家居、喜临门、慕思股份、金牌厨柜、与智能家居标的好太太、箭牌家居。
- **风险提示：**消费者信心恢复不及预期；地产销售不及预期；原材料价格大幅波动；金价大幅波动。

【行业评论】半导体：山西证券半导体行业专题-破晓钟声铺浩渺，AI 浪潮赋新篇——关注周期视角下的复苏迹象

高宇洋 gaoyuyang@sxzq.com

【投资要点】

- **复盘半导体周期：**半导体行业具备明显周期属性且与宏观经济共振。从全球半导体销售额看，1978 年以来半导体产业共经历了 9 轮大周期，并存在大周期嵌套小周期现象。小周期长度约在 4 年左右，上行周期通常为 2-3 年，下行周期通常为 1-1.5 年。半导体周期与全球经济周期具有较高的相关性，行业周期波动背后本质是供需关系变化。
- **解构半导体周期：**AI 浪潮开启科技“新十年”，产能扩张减缓，库存持续去化。1) 创新周期：8-10 年左右，依赖于终端新技术、新代际应用的升级带动。本轮创新周期受人工智能技术推动，AIoT+AI GC 开启科技“新十年”。2) 产能周期：每 3-5 年会出现一次集中扩产。本轮扩张减缓规模仍在合理市场空间内，聚焦大尺寸、成熟制程和特色工艺的扩张趋势符合下游需求结构。3) 库存周期：长度约在 2-3 年，当前下游复苏节奏不一，由主动去库存到被动去库存的上行拐点尚未显现。
- **跟踪半导体周期：**需求未明短期承压，信心回暖复苏有望。1) 上游：全球设备销售额小幅回升提示扩张信心不减，硅片出货面积延续下滑提示需求依旧承压。2) 中游：晶圆厂产能利用率触及历史低位，部分厂商 Q2 指引积极，新增急单业绩有望回升。3) 下游：价格调整趋近尾声，存储品类跌幅收窄，模拟/功率部分产品价格上涨供需依旧偏紧。主要半导体公司库存压力不减，23Q1 行业平均库存周转天数处于历史高位。
- **判断半导体周期：**费城指数率先走出修复行情，模拟芯片拐点或是复苏先兆。1) 总体趋势：相较

于费城半导体指数，申万半导体指数和估值弹性更大。AIGC 行情拉动费城半导体指数率先走出修复行情，P/B 判断申万指数仍处于底部，有显著上行空间。从历史数据看，模拟芯片拐点出现通常是复苏先兆。2) 细分赛道：重点关注设备、AI 芯片、模拟/功率和代工领域。半导体设备：盈利水平穿越周期，国产替代贡献可观空间。算力芯片：创新周期确立行业 β ，国内厂商加速追赶。存储芯片：头部厂商减产筑底，下游驱动力向 AI/HPC 切换。模拟/功率：弱周期属性，汽车工业支撑下游应用空间。晶圆代工：底部基本确立，复苏在即利好低估优质标的。

- 投资建议：建议关注中微公司、北方华创、拓荆科技、芯源微、富创精密、长川科技、海光信息、寒武纪、景嘉微、雅克科技、香农芯创、兆易创新、澜起科技、聚辰股份、普冉股份、朗科科技、江波龙、佰维存储、北京君正、圣邦股份、思瑞浦、华润微、士兰微、中芯国际、华虹半导体。
- 风险提示：下游需求复苏不及预期，技术突破不及预期，海外出口限制加剧。

【公司评论】千禾味业(603027.SH)：千禾味业 23 年中报业绩预告点评-产品&渠道双助力下，23H1 业绩符合预期

周蓉 zhourong1@sxzq.com

【投资要点】

- 事件描述
- 事件：公司发布 23H1 业绩预增公告，预计实现归母净利润 2.44-2.67 亿元，同比+105%-125%；扣非归母净利润 2.44-2.67 亿元，同比+113-133%。其中，23Q2 预计实现归母净利润 0.98-1.22 亿元，同比+55%-92%；扣非归母净利润 1.00-1.23 亿元，同比+64%-101%。
- 事件点评
- 23Q2 延续渠道拓展，23H1 营收高增可期。预计公司 23H1 整体营收保持较快增速，其中 5 月受益于渠道终端铺设及 C 端消费有所回暖，线下增速表现较好；6 月在电商节促销带动下，整体增速环比有所加快。从产品端来看，公司主流价格带产品布局持续完善，仍旧以零添加产品为中心，不断提高产品市场份额；从渠道端来看，目前全国 KA 传统渠道基本开发完成，公司加快推动流通渠道的重点铺设，同时布局和完善餐饮渠道的铺设。在产品 and 渠道双助力之下，其全年收入目标有望达成。
- 原材料压力趋缓&费用优化，助力盈利率水平提升。公司 23Q2 预计实现归母净利润 0.98-1.22 亿元，同比+55%-92%，上半年利润实现高增，主要受益于：1) 产品结构升级助力公司毛利率水平提升；2) 上半年大豆及包装材料 PET 等价格同比下降，原材料压力趋缓，同时疫后运输费率同比下降。今年以来，公司在渠道拓展方面的费用投放持续，我们预计未来在规模效应下公司销售费用率有望持续下行，

费效比将不断优化。

➤ 投资建议

➤ 长期来看，在消费健康化趋势之下，公司零添加品类有望持续强化，同时在渠道扩张&品类结构不断丰富之下，公司业绩向好趋势可期。我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 31.77/38.43/45.46 亿元，同比增长 30.4%/20.9%/18.3%。归母净利润 5.02/6.22/7.57 亿元，同比增长 45.9%/23.9%/21.7%。对应 EPS 0.49/0.60/0.74 元，当前股价对应 PE 分别为 44.3/35.8/29.4 倍，维持“增持-A”投资评级。

➤ 风险提示

➤ 下游需求不及预期；行业竞争加剧；产品结构升级不及预期；食品安全问题等。

【山证机械】纽威数控（688697.SH）：23Q2 净利润同比增长 18.8%~31.3%，海外营收占比增加

王志杰 wangzhijie@sxzq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

➤ 公司披露 2023 年半年度业绩预告，报告期内，预计实现归母净利润 1.48 亿元~1.56 亿元，同比增长 27.00%~33.87%；实现扣非后净利润 1.31 亿元~1.39 亿元，同比增长 20.84%~28.22%。业绩基本符合预期。

➤ 事件点评

➤ 2023 上半年，公司积极开拓海外市场，海外营收占比增加，提高公司经营业绩。根据业绩预告，我们测算公司 2023Q2 实现归母净利润 0.76 亿元~0.84 亿元，同比增长 18.75%~31.25%；实现扣非后归母净利润 0.64 亿元~0.72 亿元，同比增长 3.22%~16.13%。公司坚持全球化战略布局，积极开拓海外市场。公司较早成立了外销部，组建了比较完善的海外销售网络，产品已销售至全球 40 多个国家或地区。公司凭借着不断提升的产品品质和良好的性价比赢得海外客户信任，境外市场占有率不断提升，推动经营业绩实现较快增长。

➤ 重点下游市场需求稳定增长，公司加大研发投入，核心竞争力有望进一步提高。2023 上半年，公司产品在航天航空、光伏、风电、新能源车、半导体等行业市场需求稳定增长。公司在机床精度与保持领域、机床高速运动领域、机床故障分析解决领域、操作便捷领域、复杂零件加工领域和功能部件自主研发领域掌握了一系列核心技术。在完善 6 大领域的核心技术基础上，公司将对数控机床的智能化领域进行研究，包括自适应加工技术，智能碰撞保护技术等。2023 年年初公司制定新产品开发计划，将有 20 余款新产品的研发项目。公司重视研发投入，2022 年研发投入超过 8000 万元，年末研发人员 187 人。2023 年会继续加大研发投入，提高公司的竞争能力。

➤ IPO 募投项目成功投产，打破产能瓶颈，并将推进高端智能数控装备及核心功能部件项目建设，逐步

提高关键部件的自给率。公司目前一二三期的设计产能为 25 亿；其中，三期预计 2023 年底投产至 75%，2024 年全部投产；公司于 2023 年 02 月 28 日与苏州科技城管委会签订了战略合作意向书，公司将建设四期高端智能数控装备及核心功能部件项目。公司目前已经研发出了具有自主知识产权的大扭矩电主轴、全自动附件头、高精度数控转台，适合高速轻切削的加工中心电主轴等机床关键零部件，公司已掌握部分核心功能部件的研发和生产技术，逐步提高关键部件的自给率。

- 盈利预测、估值分析和投资建议：预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 3.3 亿元、4.0 亿元、4.8 亿元，同比分别增长 24.9%、21.4%、21.0%，EPS 分别为 1.0 元、1.2 元、1.5 元，按照 7 月 14 日收盘价 24.05 元，PE 分别为 24.0、19.8、16.3 倍，维持“买入-A”的投资评级。
- 风险提示：下游行业增长不及预期的风险；主要采用销售服务商及经销模式引致的风险；核心零部件进口依赖风险；新业务拓展不及预期的风险；行业竞争加剧风险；应收账款余额增加导致的坏账风险；存货跌价风险等。

【公司评论】【爱旭股份】业绩基本符合预期，ABC 电池片 6.5GW 已经满产

肖索 xiaosuo@sxzq.com

- 事件：7 月 14 日，爱旭股份发布 2023 年半年度业绩预告，预计实现归母净利润 12.6 亿元-14.0 亿元，YOY +114.1%-134.9%；其中，二季度预计实现归母净利润 5.6 亿元-7.0 亿元，基本符合预期。
- 2023 年上半年，公司实现电池及组件销售量 18.5-19.0GW。其中，PERC 电池产能保持满产满销状态，单瓦盈利 7-8 分（实际盈利在 9 分-1 毛/W，存货减值和费用增加拉低了盈利）；ABC 电池及组件产能爬坡顺利，上半年出货量较低。
- Q2 业绩环比略有下滑主要受两方面的影响：1）受二季度产业链上游价格快速下行的影响，公司对硅片计提了存货跌价损失；2）ABC 电池片出货量较小，但伴随珠海基地产能爬坡上量，公司相关管理费用、研发费用、销售费用等期间费用均有不同程度增长。
- 产能产量：ABC 新技术产能按计划推进，截至 2023 年 6 月末，珠海一期 6.5GW 高效 ABC 电池产能已实现满产。珠海 10GW 的 ABC 电池片+组件预计于 Q3 实现满产。预计今年整体出货约 5GW（实际确认在报表端略低），明年全年合计出货约 25GW（估计三分之一户用）。
- 订单&渠道：慕尼黑光伏展，公司与欧洲顶级太阳能和储能分销商德国 Memodo 集团签订 1.3GW 订单，全球首个 GW 级别订单落地。此外，上月爱旭日本公司正式成立，并于日前在日本签下三大代理商丸

红技术系统株式会社、WWB 株式会社和 IGUAZU，迈出进军日本市场第一步。

- 风险提示：ABC 组件销售不及预期；光伏行业需求不及预期

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

