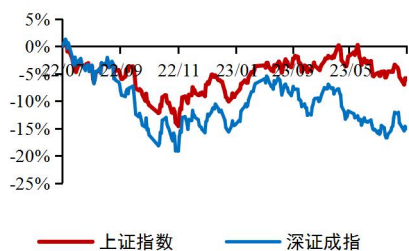


# 信义山证 汇通天下

## 研究早观点

2023 年 6 月 30 日 星期五

### 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	3,182.38	-0.22
深证成指	10,915.50	-0.10
沪深 300	3,821.84	-0.49
中小板指	7,153.55	-0.18
创业板指	2,180.06	-0.09
科创 50	1,001.46	-0.67

### 主要海外市场指数

指数	收盘	涨跌幅%
道琼斯	33,852.66	-0.22
纳斯达克综合	13,591.75	0.27
标普 500	4,376.86	-0.04
巴黎 CAC40	7,286.32	0.98
德国法兰克福 DAX	15,949.00	0.64
日经 225	33,234.14	0.12
恒生指数	18,934.36	-1.24

资料来源：最闻

### 【今日要点】

【行业评论】通信：AI 算力爆发在即，光模块迎来确定性高增

【公司评论】双星新材(002585.SZ)：20230628 双星新材事件点评-签订 PET 复合铜箔首张订单，新能源材料业务突破

【公司评论】波司登(03998.HK)：波司登公司快报-FY2023 公司经营稳健，营运能力保持良好

【行业评论】家居行业政策点评



## 【今日要点】

【行业评论】通信：AI 算力爆发在即，光模块迎来确定性高增

高宇洋 gaoyuyang@sxzq.com

### 【投资要点】

- 光模块是光通信产业链的重要组成部分，目前市场规模约百亿美元。光模块充分受益于下游电信与数通市场高速发展，行业增长确定性强。
- 从光模块下游市场来看：1) 电信市场是光模块的发源场景，需求保持稳中有增。一方面，电信用光模块主要集中在前传，对光模块速率要求低且产品迭代速率慢，三大运营商计划将资本开支逐渐倾斜于云计算等算力网络场景；另一方面，光纤入户规模扩大与速率向 10G PON 升级助推光模块需求；2) 数通市场是光模块主要市场且发展迅速。数据中心流量增加和网络架构由传统架构转变为叶脊网络架构推动光模块数量和速率快速提高。目前光模块正处于向 800G 速率发展的新周期。
- 以 ChatGPT 为首的 AI 军备竞赛开启，大幅拉动 800G 等高速光模块需求量，北美云厂商订单与业绩超预期催化光模块继续放量。英伟达超级计算机 DGX GH200 推出，单 GPU 与 800G 光模块配比量数倍增加；国内外云计算公司陆续推出大语言模型，训练侧模型架构复杂多元，参数量由千亿达到万亿，算力需求大幅增加；推理侧仍在流量增加时期，大模型军备竞赛进入稳态后随 AI 普及推理侧将成为光模块用量的主要阵地。
- 光模块速率提高与低功耗需求日益强烈，硅光、CPO 等技术趋势有望成为长期解决方案。硅光芯片采用“光互联”，叠加 CPO 技术，将光引擎与交换芯片共同封装，在速率提高的同时大大缩减功耗；此外，LPO，相干技术及薄膜铌酸锂等技术亦成为光模块优化主要新趋势，光模块科技属性增强，研发壁垒与客户认证壁垒增高，长期趋势进一步向好。
- 国内厂商主导光模块市场，新周期下龙头厂商技术与市场全面进展，行业内参与者均各有所长。1) 光模块全球市占前 10 中国占据 7 家，龙头企业在新技术与海外客户均布局完善，其他公司在技术与客户导入上各有侧重。2) 光芯片光在光模块中成本占比过半且主要以外购为主，我国相较海外仍落后，光模块厂商参股及收并购芯片厂商或进行自研芯片，一体化布局拥有更多自主权。
- 投资建议：建议关注中际旭创，新易盛，天孚通信，华工科技，博创科技，光迅科技，联特科技，光库科技，剑桥科技，铭普光磁。
- 风险提示：800G 需求不及预期；AI 产业发展不及预期；公司海外客户合作及技术进步不及预期

【公司评论】双星新材(002585.SZ)：20230628 双星新材事件点评-签订 PET 复合铜箔首张订单，新能源材料业务突破

肖索 xiaosuo@sxzq.com

**【投资要点】****➤ 事件描述**

- 6月21日，公司发布公告，公司签订PET复合铜箔首张订单。公司于2022年12月完成首条复合铜箔设备安装，随之产品送样下游客户，经客户反复测试验证，近日获得首张产品订单。

**➤ 事件点评**

- 公司为BOPET龙头，积极发展“五大板块”新材料业务。公司为深耕BOPET行业的龙头，聚酯薄膜的市占率全球第一。公司积极发展“五大板块”新材料业务：光学材料、新能源材料、可变信息材料、热收缩材料和节能窗膜材料，形成了“母粒+基材+膜材料”一体化全产业链的经营模式。预计公司今年出货量达60万吨。
- 新能源材料板块积极开拓，今年将具备5000万平米复合铜箔产能。公司新能源材料业务主要在负极集流体与光伏发电下游广泛应用。PET复合铜箔方面，公司于2020年8月进行PET复合铜箔材料项目立项，在2022年下半年开始对下游客户送样，12月完成首条水镀线的安装调试，已具备量产能力，近日已获全市场首张复合铜箔订单，预计今年有5000万平米的复合铜箔产能，二期规划5亿平米产能。公司订单是公司在负极集流体的新突破，看好公司在复合集流体领域的先发优势。Q1新能源材料板块毛利率恢复至2.9%，预计Q2恢复至15%以上。
- 布局光学膜十年，客户拓展顺利，预计Q2毛利率进一步修复。公司光学膜业务全球市场份额20%，不断拓展海内外客户，公司是三星的6个核心供应商之一，近几年拓展TCL、海信、索尼等客户。MLCC离型膜方面，公司MLCC产能一期5亿平米，今年1月成为三环集团的供应商。Q1光学材料板块毛利率恢复至7.2%，预计Q2毛利率将进一步修复。
- 公司可变信息材料高市占率高毛利率，热收缩膜替代PVC快速推进市场。可变信息材料方面，公司全球市占率52%，与法国ARMOR、天地数码等企业的深度合作，Q1毛利率达36%。热收缩材料方面，公司热收缩膜自产母粒性价比凸显，现有5万吨PETG热收缩膜产能，预计年底产能达15万吨，公司与东鹏特饮、伊利、农夫山泉等多个国内食品龙头全面展开合作，当前PETG替代PVC快速推进，未来PETG需求预计持续增长。
- 公司2023Q1业绩承压，Q2聚酯功能膜产品价格及盈利能力有望回升。去年及今年年初聚酯薄膜产能扩张，行业竞争加剧，伴随原料价格攀升，需求下滑，市场供需矛盾加大，效益下降，Q1聚酯薄膜毛利率为-16.5%，主营业务毛利率为3.4%。2023年终端消费恢复仍需时间，我们认为随着下游消费电子行业逐渐复苏、光伏需求向好，公司功能性聚酯薄膜产品价格及盈利能力有望自Q2回升，看好公司后续盈利修复。

**➤ 投资建议**

- 预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.50\0.77\0.91，对应公司 6 月 29 日收盘价 11.42 元，2023-2025 年 PE 分别为 22.8\14.9\12.5，首次覆盖，给予“买入-A”评级。
- 风险提示
- 复合集流体市场需求不及预期；下游消费电子复苏不及预期；原材料价格大幅波动；产品开发不及预期；下游需求不及预期；客户拓展不及预期

【公司评论】波司登(03998.HK)：波司登公司快报-FY2023 公司经营稳健，营运能力保持良好

王冯 wangfeng@sxzq.com

### 【投资要点】

- 事件描述
- 波司登发布 2022/23 财年年度业绩。报告期内，公司实现营收 167.74 亿元，同比增长 3.5%，实现归母净利润 21.39 亿元，同比增长 3.7%。
- 事件点评
- 品牌羽绒服业务下半财年增速放缓，OEM 业务增长稳健。2022/23 财年，公司继续坚持“聚焦主航道，聚焦主品牌”的战略方向，持续立足波司登“全球领先的羽绒服专家”品牌定位，继续夯实“品牌引领、产品领先、渠道升级、优质快反”四项核心竞争力，实现收入 167.74 亿元，同比增长 3.5%。分业务看：1) 品牌羽绒服业务实现收入 135.75 亿元，同比增长 2.7%，占集团收入比重为 80.9%。其中波司登主品牌实现收入 117.63 亿元，同比增长 1.2%，本财年，波司登继续坚持羽绒服专家定位，通过重新定义轻薄羽绒服、产品科技升级、以及官宣品牌代言人等举措，不断加深消费者对品牌的认知度和美誉度，助力品牌建设和销售的双提升。雪中飞品牌持续发力线上业务，持续完善普惠品牌升级，收入同比增长 25.4%至 12.22 亿元。冰洁品牌受经济放缓和中低端品牌竞争加剧的影响，转型相对较慢，收入同比下降 46.7%至 1.26 亿元。2) 贴牌加工管理业务实现收入 22.94 亿元，同比增长 20.7%，占集团收入比重为 13.7%。此项业务增长稳健，主要受益于绝大部分现有客户订单稳定增长、新增客户的订单揽入，前五大客户收入占比为 89.4%。3) 女装业务实现收入 7.03 亿，同比下降 22.2%，占集团收入比重为 4.2%。4) 多元化服装业务实现收入 2.03 亿元，同比增长 9.2%，主要受益于飒美特校服业务收入同比增长 15.9%，多元化服装业务占集团收入比重为 1.2%，
- 线下门店继续优化，线上渠道年轻消费者占比提升。品牌羽绒服业务分渠道看，自营渠道实现收入 103.68 亿元，占比 76.4%、同比增长 6.2%；批发渠道实现收入 27.42 亿元，占比 20.2%，同比下降 10.6%。截至 2023/3/31 末，公司羽绒服业务常规零售门店较期初净减少 386 家至 3423 家，其中自营门店净减少 327 家至 1399 家，经销门店净减少 59 家至 2024 家，自营、经销门店占比分别为 40.9%、59.1%，从门店区域布局看，公司约 28%的门店位于一二线城市，约 72%门店位于三线及以下城市。公司注重现有门店质量的提升，另外，除常规门店外，截至 22Q3 末，公司开设超过 1000 家旺季店，主要聚焦核

心城市开设，以当季流行款为主要销售产品，开设时间为1周至3个月不等。线上渠道方面，品牌羽绒服业务线上渠道收入同比增长23.1%至48.39亿元，占品牌羽绒服业务比重35.6%，2022年双11期间，波司登品牌店铺位列天猫双11女装类目第一名，男装类目第二名。同时，波司登品牌在线上电商平台中，30岁以下年轻消费者占比同比有明显增长。

➤ **波司登品牌羽绒服毛利率继续提升，存货周转水平保持良好。**毛利率方面，2022/23财年，公司毛利率同比下滑0.6pct至59.5%，主要由于毛利率较低的贴牌加工业务收入占比提升，以及女装业务毛利率下降3.8pct。其中贴牌加工业务毛利率同比提升1.3pct至19.9%，主要受益于有效的成本管理以及汇率正面影响，品牌羽绒服业务毛利率同比提升0.5pct至66.2%（波司登品牌提升1.4pct至70.8%，雪中飞品牌下滑1.3pct至46.0%，冰洁品牌提升8.8pct至33.6%）。费用率方面，公司销售费用率同比下滑1.55pct至36.5%，主要受益于公司本财年有效规划及管控终端门店装修以及品牌宣传营销活动费用，并加强管理相关费用使用效率；管理费用率同比下滑0.24pct至7.2%，综合影响下，公司归母净利率为12.9%，同比提升0.16pct。存货方面，截至2023/3/31末，公司存货为26.89亿元，同比持平，平均存货周转天数为144天，同比下降6天，公司坚持维持低首订比例（首期订单控制在40%以内），实行拉式补货调节机制，有效推进全渠道商品一体化运营。

#### ➤ 投资建议

➤ **2022/23财年，在疫情影响公司销售旺季情况下，公司经营稳健，品牌羽绒服业务、OEM业务营收保持增长，盈利能力继续提升，延续高质量经营态势。**今年以来，公司坚持“聚焦主航道，聚焦主品牌”战略，同时强化夏季防晒服品类，探索时尚功能服饰，延长销售季节。我们预计公司2024-2026财年EPS分别为0.24\0.28\0.33元，2024-2026财年PE分别为12.4\10.5\9.0倍，维持“买入-A”评级。

#### ➤ 风险提示

➤ 国内消费市场复苏不及预期，原材料成本上升，品牌竞争加剧。

### 【行业评论】家居行业政策点评

王冯 wangfeng@sxzq.com

➤ **【山西证券|可选消费\_王冯/孙萌】家居行业迎政策暖风，看好家居板块估值修复**

➤ **事件：**6月29日，国务院常务会议审议通过《关于促进家居消费的若干措施》。

➤ **内容：**会议指出，家居消费涉及领域多、上下游链条长、规模体量大，采取针对性措施加以提振，有利于带动居民消费增长和经济恢复。要打好政策组合拳，促进家居消费的政策要与老旧小区改造、住宅适老化改造、便民生活圈建设、完善废旧物资回收网络等政策衔接配合、协同发力，形成促消费的合力。要提高供给质量和水平，鼓励企业提供更多个性化、定制化家居商品，进一步增强居民消费意愿，助力生活品质改善。

➤ **投资建议：**积极关注政策对家居消费的促进作用。5月，住宅竣工面积2798万平方米，同比增长17.7%，



1-5 月累计同比增长 19.0%，竣工端增长稳健。今年“618”电商大促中，测算天猫、京东平台家具销售额同比增长超过 20%，且头部家居品牌表现优异。伴随刚需家装需求释放及线下客流回暖，我们预计家居企业 Q2 工厂接单环比显著好转。目前，家居板块估值处于近三年历史低位，业绩改善叠加政策落地，板块估值有望修复。建议积极关注索菲亚、志邦家居、喜临门、金牌厨柜、欧派家居、顾家家居、慕思股份、好太太、箭牌家居。

➤ 风险提示：国内消费市场复苏不及预期；行业竞争加剧。

### 值周研究员:

平海庆 执业登记编码: S0760511010003 电话: 010-83496341 邮箱: pinghaiqing@sxzq.com

李召麒 执业登记编码: S0760521050001 电话: 010-83496307 邮箱: lizhaoqi@sxzq.com

### 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

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层  
电话: 010-83496336

