

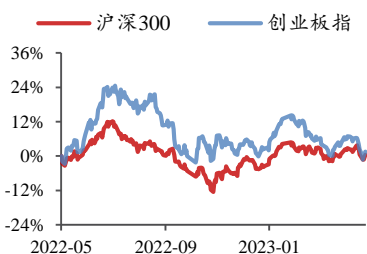
2023年05月04日

开源晨会 0504

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 | 8.293 |
| 通信 | 3.738 |
| 计算机 | 3.736 |
| 建筑装饰 | 3.572 |
| 非银金融 | 2.286 |

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

| 行业名称 | 涨跌幅(%) |
|------|--------|
| 电力设备 | -0.21 |
| 美容护理 | -0.129 |
| 基础化工 | 0.025 |
| 医药生物 | 0.119 |
| 公用事业 | 0.141 |

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】多场景超 2019，消费开启第二轮修复——五一海内外要闻——宏观深度报告-20230503

【宏观经济】消费开启第二轮修复——兼评 4 月 PMI 数据——宏观经济点评-20230430

【宏观经济】乘势而上——4 月政治局会议点评——宏观经济点评-20230428

【宏观经济】衰退或已不远——美国一季度 GDP 数据点评——宏观经济点评-20230428

【策略】2023Q1 基金重仓股简析：坚定“抱团”成长方向——投资策略点评-20230502

【策略】2023Q1 盈利拐点已现，利润结构分化下当寻找确定性景气机会——投资策略周报-20230430

【策略】开源金股，5 月推荐——投资策略专题-20230428

【固定收益】4 月 PMI 环比回落，政治局会议强调恢复和扩大内需——利率债周报-20230503

【固定收益】部分工业品价格出现下降——高频数据周报-20230503

【固定收益】资金面压力不大，但债市宜转为防守——5 月流动性展望-20230429

【固定收益】政治局会议没有提到的内容和重点内容——2023 年 4 月政治局会议点评-20230429

【固定收益】债市杠杆率上升——3 月债市托管量数据点评-20230428

【固定收益】利润率弱于季节性后续或将恢复——2023 年 3 月工业企业利润点评-20230428

【金融工程】资产配置月报（2023 年 5 月）——金融工程定期-20230501

【中小盘】询价转让规模迅速增长，长期投资者有序“接力”——中小盘策略专题-20230501

行业公司

【中小盘】换电产业链长坡厚雪，2025 年有望超过千亿规模——中小盘周报-20230503

【汽车】特斯拉上调售价，或为价格战降温，有望刺激需求回暖——行业点评报告-20230503

【商贸零售】“五一”黄金周消费恢复趋势良好，关注黄金珠宝——行业周报-20230503

【计算机】周观点：继续看好 AI+行业投资机会——行业周报-20230503

【非银金融】保险一季报超预期，看好非银 2 季度景气度——行业周报-20230503

【食品饮料】季报业绩回暖，假期消费强劲——行业周报-20230503

研报摘要

总量研究

【宏观经济】多场景超 2019，消费开启第二轮修复——五一海内外要闻——宏观深度报告-20230503

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002

全球宏观要闻：美银行业危机波澜再起，债务上限问题僵局未破

美国第一共和银行破产，银行危机波澜再起。5月1日美国加州金融保护和创新局宣布关闭第一共和银行，并由 FDIC 接管。成为硅谷银行（SVB）、签名银行之后又一家倒闭的美国区域银行，美国银行业危机再度发酵。随后摩根大通表示，将以 106 亿美元竞购第一共和银行。

美国债务上限问题僵局未破。美国财政部长耶伦在 5 月 1 日表示，如果债务上限问题迟迟无法得到解决，财政可能在 6 月初就快用完现金，这意味着债务违约的风险正在提升，美国债务上限问题的僵局尚未破局。

跨境交易“去美元化”进程提速。4 月 26 日，阿根廷宣布将会使用人民币结算中国进口商品。更早前巴西也与中国达成协议，不再使用美元作为中间货币，直接以本币进行贸易结算。此外，3 月人民币在我国跨境收支中的占比上升至 48%，首度超过美元，跨境贸易去美元化进程正在提速。

全球经济：美欧经济走势分化，央行加息终点或近

美国 4 月 PMI 边际改善，就业市场进一步降温。美国 4 月 ISM 制造业 PMI 录得 47.1%，较 3 月有所提升，经济边际升温。3 月 JOLTS 数据显示当前美国职位空缺数与职位空缺率均迎来一定程度下行，就业市场进一步降温。

美国一季度 GDP 继续放缓，欧元区经济边际回暖。美国 2023 年一季度实际 GDP 环比折年率初值为 1.1%，市场预期为 2%，前值为 2.6%，经济增速继续放缓。欧元区 2023 年 1 季度 GDP 环比增长 0.1%，较 2022 年 4 季度提升 0.2 个百分点，经济增长边际回暖。

美联储与欧央行加息终点或近，日央行持续宽松。美联储方面，5 月份或为其最后一次加息。欧央行方面，其行长表示在应对顽固持久、居高不下的通胀上已经取得了很多的进展，或显示加息终点已近。日本央行继续保持宽松的货币政策，但将会取消利率前瞻指引，并对政策开展全面评估。

国内政策乘势而上，国内经济消费开启第二轮复苏

(1)国内政策：乘势而上：428 政治局会议政策中性偏积极。近期市场对宏观经济预期悲观，原因在于对政策、经济信心不足。本次政治局会议内容总体略超市场预期，不必过度悲观。会议对经济恢复态度中性，指出四个“持续”，意为继续稳增长，“乘势而上”。具体看：1) 强化对民营经济、市场主体的支持。2) 重视高质量发展，加快建设现代化产业体系。3) 稳增长：扩大需求是关键所在，财政、货币基调未变，关注基建、消费。4) 强调吸引外资（合作协议落地）；5) 房地产表述略平淡，关注后续发展新模式或长效机制，预计供需继续大幅宽松空间不大；6) 严控隐债；7) 中小银行、保险、信托化险等（常规操作）。习近平主席与乌克兰总统泽连斯基通话，双方表示将推动中乌战略伙伴关系向前发展，并对乌克兰危机发表看法。此外，国内政策还聚焦我国全面实现不动产统一登记、央行发布一季度金融统计数据、国资委刊发国企改革文章等。

(2)国内经济：制造业小幅回落、消费开启第二轮复苏：4 月 PMI 数据显示，制造业分项全面下滑，结构上供给微幅扩张、需求快速回落，内需收缩幅度大于外需；服务业修复斜率和延续时长均达到历史高点，新订单和预期均向好，有望或开启第二轮修复；建筑业提示可关注政策性金融工具加码可能性，4 月基建增速仍超 10%。2023Q1 各地经济数据出炉，其中有 23 个省市自治区 GDP 增速高于全国增速，top10 省份增速落在 4%-5.1% 之间。

五一高频消费跟踪：多个场景超越 2019 年

(1)消费总量高斜率改善：五一期间，全国消费指数（周频）达到 35474、q14 月均值的 418%；(2)分场景来看，旅游收入和旅游人次约为 2019 年的 101%、119%，零售和餐饮约为 2022 年的 115%、150%，观影恢复至 2019 年 9 成水平。(3)人流实质性超越 2019 年，国际航线和出境游明显改善。

资产：全球股市、商品价格大多下跌，债券价格震荡。

风险提示：国内疫情反复超预期，俄乌冲突反复超预期，美国经济超预期衰退。

【宏观经济】消费开启第二轮修复——兼评 4 月 PMI 数据——宏观经济点评-20230430

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002

2023 年 4 月官方制造业 PMI49.2%，前值 51.9%，预期 51.4%；4 月官方非制造业 PMI56.4%，前值 58.2%，预期 57.0%。中国企业经营状况指数(BCI)为 58.8%，前值 58.9%。

制造业：PMI 重回荣枯线下，分项全面下滑

(1)一季度快速修复后需求边际弱化，4 月 PMI 分项全面下滑，结构上，供给微幅扩张、需求快速回落，内需收缩幅度大于外需。

(2)制造业去库，原材料指数延续下行、PPI 同比降幅继续扩大。大宗商品价格波动下，原材料购进价格、出厂价格连续两个月下行。结合高频数据我们预计 4 月 PPI 环比可能在-0.4%左右，同比为-3.4%左右。此外，PMI 出厂价格减去 PMI 原材料购进价格为-1.5%（前值-2.3%），利润传导梗阻程度小幅好转。

(3)各类企业景气均回落至“线下”。中型和小型企业跌幅较窄，或指向近期中央密集释放支持民营经济信号逐步落实落细。BCI 和小型企业 PMI 的背离，我们理解为民企对未来半年的经营预期向好但短期有所波动。

服务业：景气度达历史高点，或开启第二轮修复

(1)服务业修复斜率和延续时长均达到历史高点，新订单和预期均向好。受益于清明、五一假日，居民出行意愿和消费热情升温，铁路运输、航空运输、住宿、文化体育娱乐等接触型服务业的商务活动指数超过 60.0%。百度地图消费指数显示，4 月全国消费指数环比改善 6.9%，4 月第 4 周环比激增 17.5%。

(2)市场对消费的三点质疑或逐步消解。一是春节消费超预期仅为短暂的“报复性消费”，二是增量政策不足居民内生修复难延续，三是居民消费改善在收入和就业之后。1-4 月消费和服务的数据表现并不支撑，第二轮消费修复或已开启。

(3)我们在《迈入消费新时代》深度报告中指出“产业本质决定了第三产业（人力资本）的收入分配更多倾向居民，第二产业收入分配更多倾向资本”，为“全球来看经济从投资驱动转向消费拉动”规律背后的本质。2023 年有别于历史上三轮扩内需，或以消费改善带动经济回暖，呈现出向“消费本位”过渡阶段的特征。扩消费的优越性有望逐步显现，不仅在于其收入分配格局更优，同时第三产业对就业的吸纳能力更强，叠加中央提高对消费的重视程度，2023 年或迈入“消费新时代”。

建筑业：4 月基建增速仍超 10%

4 月建筑业 PMI 为 63.9%，新订单指数为 53.5%。资金端，一季度发行新增专项债高于 2022 年同期水平，1-4 月投向基建领域占比约 70%；此外一季度央行货币政策例会指出“用好政策性开发性金融工具，重点发力支持基础设施建设”，多地已积极筹备项目，我们提示可关注政策性金融工具加码可能性。综合高频开工来看，4 月基建增速仍超 10%。

风险提示：政策变化超预期；疫情演变超预期。

【宏观经济】乘势而上——4 月政治局会议点评——宏观经济点评-20230428

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002

事件：中共中央政治局4月28日召开会议，分析研究当前经济形势和工作。

1.近期市场对宏观经济预期悲观，原因在于对政策、经济信心不足。

近期市场预期较差，原因可能有：一是过往来看，一季度经济数据超预期，4月会议基调可能调整，例如从稳增长转到调结构，市场担忧本次也是如此。二是期待稳增长政策的实质性落地。三是担心经济数据中的薄弱环节影响复苏持续性，例如M1较低、居民收入增速较低、民间投资较低、地产投资不可持续等。

2.本次政治局会议内容总体略超市场预期，不必过度悲观。

“Q1经济数据超预期，政策不需再发力”的猜想被证伪，会议对经济恢复态度中性，指出四个“持续”，意为继续稳增长，“乘势而上”。

(1)肯定经济恢复的成绩，即“全面恢复常态化运行”、“三重压力得到缓解”、“经济增长好于预期，经济发展呈现回升向好态势”。

(2)内生动能不够强，延续指出“稳中求进”工作总基调，新增四个“持续”，指向发展和化险均要“乘势而上”，略超预期。会议指出“当前我国经济运行好转主要是恢复性的，内生动力还不强，需求仍然不足”，指向会议对一季度经济恢复态度偏中性，客观看仍有不足，从而继续“坚持稳中求进工作总基调”，并指出四个“持续”，即“经济运行持续好转、内生动力持续增强、社会预期持续改善、风险隐患持续化解”，即与2021年4月“用好稳增长压力较小的窗口期”转向改革不同的是，本次应是延续稳增长，可打消市场的部分担忧。

3.“稳增长”与“高质量发展”不矛盾，关注基建、消费、民营经济、现代产业。

(1)强化对民营经济、市场主体的支持。本次会议虽删除“大力提振市场信心”，但仍凸显对民营经济支持，例如新增“把发挥政策效力和激发经营主体活力结合起来”，新增“破除影响公平竞争的法律法规障碍和隐性壁垒，持续提振经营主体信心”；“推动平台企业规范健康发展，鼓励头部平台企业探索创新”，程度较两会的“支持平台经济发展”更加积极。

(2)重视高质量发展，加快建设现代化产业体系。会议强调“加快建设现代化产业体系”，关注科技自立自强（自主可控）、新能源汽车、新基建（充电桩、储能等设施建设和配套电网改造），首提“重视通用人工智能发展”。

(3)稳增长：扩大需求是关键所在，财政、货币基调未变，关注基建、消费。

会议强调，“恢复和扩大需求是当前经济持续回升向好的关键所在”。货币、财政基调未变，延续两会“积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要精准有力”。

1)第一，财政端：基建方面，一季度发行新增专项债高于2022年同期水平，1-4月投向基建领域占比约70%；此外一季度央行货币政策例会指出“用好政策性开发性金融工具，重点发力支持基础设施建设”，多地已积极筹备项目，我们提示可关注政策性金融工具加码可能性，资金来源仍较足，基建无滑坡之扰。消费方面，会议指出“要多渠道增加城乡居民收入，改善消费环境，促进文化旅游等服务消费”，虽本次未提大宗消费，但无需过度解读，发改委4月19日表示“抓紧研究恢复和扩大消费政策文件，围绕稳定大宗消费、提升服务消费”，因此消费政策仍可期。重申2023年关注服务消费，二季度将开启第二轮修复。

第二，货币端，维持此前判断，即“稳货币+宽信用”，货币政策总量可能是克制的宽松，但信用仍趋走宽；后续降准、降存款利率、降LPR概率仍存。

4.其他：吸引外资、房地产发展新模式、地方债管理、中小银行化险等。

(1)强调吸引外资。会议强调“要把吸引外商投资放在更加重要的位置，稳住外贸外资基本盘”，3月两会为“更大力度吸引和利用外资”。

(2) 房地产表述略平淡，判断地产供需端增量政策空间或不大，但也不会转向收紧，更突出房地产新发展模式。3月两会为“有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况”，2022年底中央经济工作会将“确保房地产市场平稳发展”放到“房住不炒”之前，表述偏积极。本次表述较平淡，且开头即提“房住不炒”，预计后续供需政策加码力度或不大。本次强调“房地产业发展新模式”的建设，并指出“在超大特大城市积极稳步推进城中村改造和‘平急两用’公共基础设施建设”，规划建设保障性住房，既可拉动地产基建，又增强“安全”底色，后续相关房地产长效机制安排也可能陆续研究落实。

(3) 严控隐债，“要加强地方政府债务管理，严控新增隐性债务”。

(4) 金融监管突出改革化险，会议新增“统筹做好中小银行、保险和信托机构改革化险工作”。疫情后部分银行风险可能暴露，关注中小银行改革化险。

(5) 民生和就业方面，重点是高校毕业生和农民工。

(6) 此外，会议提到“大兴调查研究，奔着问题去”，体现了“务实”的导向。

5.政策中性偏积极+经济处于复苏初期，二季度看好权益，利率有上调风险。

风险提示：国内疫情反复超预期，政策执行力度不及预期。

【宏观经济】衰退或已不远——美国一季度 GDP 数据点评——宏观经济点评-20230428

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 2023 年一季度实际 GDP 环比折年率初值为 1.1%，市场预期为 2%，前值为 2.6%。

库存下降推动美国经济增速进一步放缓

个人消费仍有韧性，但库存下降带动美国经济增速下降。美国 1 季度实际 GDP 环比_x0002_增长 1.1%，较 2022 年 4 季度进一步下降。分部门来看，个人消费支出、私人投资、净出口、政府支出分别拉动 1 季度 GDP 环比增长 2.48、-2.34、0.11、0.81 个百分点，消费对美国经济增长的拉动作用进一步增强。

具体来看，个人消费对经济拉动较前期提升 1.78 个百分点，其中商品消费拉动 GDP 增速 1.45 个百分点，是个人消费中的主要构成部分，服务消费拉动 GDP 增速 1.03 个百分点，两者均较 2022 年 4 季度有一定程度改善。私人投资对经济的拉动作用较前期下降 3.13 个百分点，其中私人库存拖累美国经济增长 2.26 个百分点，是 1 季度美国经济增速放缓的最主要原因，反映当前美国企业正在经历一波幅度较大的去库存。净出口方面，商品出口较 2022 年 4 季度环比增速提升 17.4 个百分点至 10%，并拉动 GDP 增长 0.75 个百分点，或反映当前美国能源相关产品的出口有所提升，美国净出口已连续 4 个季度对美国形成支撑。政府支出方面，1 季度政府支出对 GDP 的拉动作用较 2022 年 4 季度小幅提升，联邦政府层面的非国防支出有所增加，地方政府由于对雇员的薪资补贴提升，导致其支出有一定程度增加。

美国经济增速回落或将持续

商品消费增速或将下降，整体经济增速预计持续回落。1 季度商品消费增长强劲，其中耐用商品环比增长 16.9%，拉动整体 GDP 增长 1.32 个百分点，服务消费环比增速边际改善较小。考虑到耐用品消费的可持续性相对较差，因此后续来看整体商品消费增速或将也有所下降。另一方面，当前美国库存同比增速持续走低，去库存仍在持续，后续库存项或仍将是经济增长的拖累项。固定投资方面，由于当前利率水平较高，美国新屋开工已经开始出现下滑，私人投资或对经济难以起到带动作用。净出口和政府支出对经济增长的支撑作用或也将有限，一则能源价格下降，相关出口金额面临下行压力；二则在债务上限压力下，政府支出也较难保持较高增速。因此总的来看，美国经济后续下行压力有增无减。

经济“软着陆”概率下降，通胀显现韧性，联储或将再加息一次

美国经济不及预期，反映在美联储的快速加息下，经济增长的动能正在逐渐减弱，虽然消费显示出一定的韧性，但可持续性或不足。考虑到当前美国银行业危机尚未完全结束，金融系统的收缩可能会对消费形成一定的负面影响，经济增长的下行压力可能将会进一步加大，经济“软着陆”的概率有所下降。此外，1 季度美国 PCE 环比增速较 2022 年 4 季度有所提升，同比增速离 2% 目标区间也有较长的一段距离，美国通胀水平的韧性或超出预期，经济可能面临“滞胀”风险。

对美联储而言，经济增速下行或是其乐于见到的结果，但通胀回落速度较慢，叠加银行业风险并未完全消除，因此大概率会选择按照原计划 5 月份再次加息，一则可以保持自身政策的连续性和权威性，提升政策发挥作用的效率；二则避免紧缩不足，防止通胀出现反弹。在此情况下，美国经济衰退或已不远。

风险提示：美国经济超预期衰退。

【策略】2023Q1 基金重仓股简析：坚定“抱团”成长方向——投资策略点评-20230502

张弛（分析师）证书编号：S0790522020002 | 杨宗华（联系人）证书编号：S0790122050015

无需过于担忧资金面转向收紧，2023Q1 机构资金“抱团”成长方向

内、外资持续净流入态势暂缓，基金新发规模仍偏低。具体来看：（1）近 7 日陆股通和融资均净流出，近 6 周净流入态势暂缓；（2）4 月偏股型公募基金新发规模预计将自 2 月起出现月环比回落；近 30 日场内基金延续净流入。资金面迎来一定波动，但我们认为无需过分担心资金面转向恶化：一方面，近期股市情绪面波动，尤其热点板块分歧叠加五一长假影响，导致获利了结资金流出，对短期资金面产生一定扰动；另一方面，我们预计当前正处于流动性复苏的初期，伴随年内消费需求逐步回暖，信用传导更加通畅，市场剩余流动性仍将趋势扩张。

综合全市场主动型基金和头部基金经理持仓而言，2023Q1 基金主要“抱团”成长板块和食品饮料，其抱团力度在 2023Q1 基本均有所增强。2023Q1 全市场主动型基金“抱团股”主要分布 TOP5 的行业以成长板块为主：电子、医药生物、计算机、食品饮料、电力设备。其中行业内受基金“抱团”程度上升最大的行业为：食品饮料、通信、家用电器、传媒、石油石化、计算机、电子。同期主动型基金管理规模 TOP100 的基金经理持有“集中度”超过 5% 以上的核心公司主要分布在 5 个行业：电力设备、食品饮料、电子、医药生物和计算机，同样以成长板块为主，行业内受基金“抱团”程度上升最大的行业为：通信、家用电器、食品饮料、电力设备、计算机、电子。从个股角度而言，基金“抱团”力度加大的个股为：腾讯控股、五粮液、泸州老窖、万华化学。基金“抱团”力度出现瓦解迹象的个股：比亚迪、亿纬锂能和紫光国微。

内外资风格偏好：近 30 日内、外资合力增配成长

近 7 日内资净买入 TOP5 行业：传媒、银行、煤炭、社会服务及国防军工，加快流入传媒等行业。风格增持【成长】。近 7 日外资净买入 TOP5 行业：电力设备、计算机、机械设备、交通运输及汽车，加快流入计算机、电力设备等行业。风格增持【成长/周期】。近 30 日内、外资总体仍主要增配成长，上涨动力较强。

内外资行业偏好与影响力

近 30 日内资“持股市值/流通市值”上升 TOP5：计算机、电子、传媒、商贸零售和社会服务；“持股市值/流通市值”绝对占优且偏好上升行业：电力设备、食品饮料、电子和计算机。近 30 日外资“持股市值/流通市值”上升 TOP5：汽车、电力设备、纺织服饰、公用事业和有色金属；“持股市值/流通市值”绝对占优且偏好上升行业：电力设备、有色金属和家电。内外资偏好上升共振：电力设备。

情绪面指标：市场上涨动力回升

全 A 腾落指数回升，市场上涨动力回升；全 A 换手率小幅回升，交易情绪略升；板块轮动速度回升、头部交易集中度回落，或反映市场对热点板块出现分歧。净新高占比显示传媒上涨动力最高。

风险提示：国内通胀明显升温、贴现率明显抬升、国内剩余流动性释放低于预期。

【策略】2023Q1 盈利拐点已现，利润结构分化下当寻找确定性景气机会——投资策略周报-20230430

张弛（分析师）证书编号：S0790522020002

全 A 业绩超预期占比总体偏低，其主要分布在消费与成长风格

(1) A 股上市公司业绩超一致预期比例较低：截至 2023 年 4 月 29 日，A 股 5164 家公司中，2022 年报中，全 A 有 9.7% 的公司实际盈利超一致预期，全 A 非金融有 9.4% 的公司实际盈利超一致预期；2023 一季报中，全 A 有 7.8% 的公司实际盈利超一致预期，全 A 非金融有 7.5% 的公司实际盈利超一致预期，业绩超一致预期比例较低。

(2) 2022 年报到 2023 一季报 A 股归母净利润同比增速均值和中位数均由负转正。(3) 从风格上来看，传统消费和成长业绩超预期比例占优。(4) 从行业上看，重点关注业绩超预期且景气度向上的行业：医药生物、电力设备和机械设备。2022FY 实际盈利超预期的公司主要集中在医药生物、电子、电力设备、机械设备和汽车；2023Q1 实际盈利超预期的公司主要集中在医药生物、电力设备、机械设备、食品饮料和汽车。

2023Q1A 股盈利向上拐点确认，利润向中、下游转移

(一) 2022Q4A 股归母净利润底部特征明显，2023Q1 拐点显现，结构上看创业板 2022Q4 单季盈利相较主板环比下降更快，但 2023Q1 创业板单季盈利相较主板环比改善更为显著。(二) 大类板块方面，从 2022 年报到 2021 一季报，在产业链上，盈利优势逐渐从上游过渡至中、下游板块；在风格大类上，盈利优势逐渐从周期过渡到传统消费板块。(三) 从行业上来看，盈利修复明显、景气度趋于回升的行业主要集中在消费与 TMT 领域，具体来看：

(1) 2023 一季报归母净利润累计同比增速和 2023Q1 单季归母净利润环比增速均较高且同时显著改善，表明行业盈利加速改善，景气趋势向上，包括：社会服务、非银金融、传媒、美容护理、交通运输、汽车和食品饮料。(2) 2023 一季报归母净利润累计同比增速和 2023Q1 单季归母净利润环比增速均为正，表明行业持续景气，包括：电力设备、环保、食品饮料、商贸零售、通信、建筑装饰、家用电器。(3) 2023 一季报归母净利润累计同比增速为负但 2023Q1 单季归母净利润环比增速为正，表明行业盈利已现拐点迹象，包括：纺织服饰、国防军工、轻工制造、医药生物、机械设备。

配置建议：(一) 成长风格具备基本面支撑，且受益于流动性与风险偏好弹性或将是市场主线，包括：(1) 增配硬科技：机械自动化+半导体>电力设备（储能、充电桩、特高压）；(2) 医药生物：或受益于美国货币政策转向预期，海外贴现率下行带来相关投资增加；(3) 关注计算机、传媒、互联网 3.0（数字经济）中“既有业绩，估值亦合理”的方向。(二) 关注央国企提估值逻辑，包括：一带一路、纳入永续增长及提高分红等重要投资方向。

风险提示：国内经济复苏不及预期；美国货币政策超预期；工业用电未见明显扭转。

【策略】开源金股，5 月推荐——投资策略专题-20230428

张弛（分析师）证书编号：S0790522020002 | 吴慧敏（分析师）证书编号：S0790522110001

策略：顺周期尚需等待，成长仍是市场风格主线

2023Q1 经济数据整体超预期，从结构上来看：(1) 消费：静待复苏斜率再次上扬；(2) 投资：短期库存约束，下半年有望提升对“硬科技”基本面支撑；(3) 出口：不悲观不亢奋，全年仍有望实现“软着陆”。我们判断 5 月国内经济步入“复苏初期”，伴随盈利预期持续上修、流动性逐步回升及风险偏好持续改善，预计 A 股中枢向上的趋势不变。风格而言，基于我们构建的风格投资时钟框架，成长风格有望延续，更看好硬科技及医药。

金融工程：基于行业轮动模型的 5 月行业多头

基于行业轮动模型，5 月行业多头为：石油石化，机械设备，食品饮料，环保，轻工制造，纺织服饰，钢铁，公用事业。

电力设备与新能源：绿能慧充（600212.SH）、阳光电源（300274.SZ）、平高电气（600312.SH）

绿能慧充：充电桩行业 2023 年有望实现量利齐升，公司渠道稳、技术优；阳光电源：全球集中式光伏逆变器与

储能龙头企业，有望充分受益集中式电站建设兴起；平高电气：特高压电网建设迎来高峰期，高压开关市占率行业领先，公司治理持续改善。

中小盘：乾景园林（603778.SH）

公司在技术、设备、量产进度均处于行业前列，伴随着公司 HJT 电池产能的扩张，公司将迎来收入和业绩的跨越式增长。

计算机：科大讯飞（002230.SZ）

公司是 A 股人工智能龙头，大模型正在研发和推进中，后续有望与下游教育/2C 的业务场景相结合。

医药生物：振德医疗（603301.SH）

在诊疗复苏、个护意识提升和感染防护产品需求常规化下，院端市场有望较快恢复，消费健康端有望快速增长。

机械：海鸥股份（603269.SH）、科新机电（300092.SZ）

海鸥股份：公司在手订单充裕，近两年业绩有望高增，火电、核电基建需求上升，助力未来两年持续增长；科新机电：核燃料容器隐形冠军，订单充裕，乏燃料打开新空间。定增落地有望助力打破产能瓶颈，未来两年或将保持高速增长。

传媒：完美世界（002624.SZ）

公司是手游龙头，随版本号发放加快上线，有望开启新一轮产品周期，驱动公司业绩释放。公司积极探索 AIGC 技术与游戏结合，或带来降本增效与游戏体验提升。

社会服务：米奥会展（300795.SZ）

公司为境外自办展龙头，预计 2023 年公司海外会展业务快速增长的确定性较强。

风险提示：国内经济复苏不及预期；美国货币政策超预期；工业用电未见明显扭转；企业财报不及预期。

【固定收益】4 月 PMI 环比回落，政治局会议强调恢复和扩大内需——利率债周报-20230503

陈曦（分析师）证书编号：S0790521100002 | 张维凡（联系人）证书编号：S0790122030054

4 月 PMI 环比回落，政治局会议强调恢复和扩大内需

3 月份全国规模以上工业企业营业收入同比增长 0.6%，利润同比下降 16.2%，降幅较 1-2 月收窄 3.7%；4 月 PMI 环比回落，其中制造业 PMI49.2%，较上月下降 2.7%，非制造业 PMI56.4%，较上月下降 1.8%；国务院办公厅发布《关于推动外贸稳规模优结构的意见》，从强化贸易促进拓展市场、稳定和扩大重点产品进出口规模、加大财政金融支持力度、加快对外贸易创新发展、优化外贸发展环境五大方面提出 18 条稳外贸措施；4 月 28 日政治局会议中强调，当前我国经济运行好转主要是恢复性的，内生动力还不强，经济转型升级面临新的阻力，实行积极的财政政策和稳健的货币政策，以恢复和扩大需求作为当前经济持续回升向好的关键；美国一季度实际 GDP 年化环比初值 1.1%，不及市场预期 2%，2022 年四季度为 2.6%，连续两季度放缓；3 月美国核心 PCE 同比上涨 4.6%，较前值下降 0.1%，高于预期值 4.5%，核心通胀率仍有粘性。

市场流动性情况监测：同业存单收益率显著下降，资金面边际转松

央行本周（2023.4.24-2023.4.28，下同）公开市场操作净投放 4260 亿元，其中开展 7 天逆回购 6380 亿元，到期 2120 亿元，执行利率为 2.0%。下周预计回笼资金 7270 亿元，其中 7 天逆回购到期 7270 亿元。

货币市场层面，本周同业存单收益率小幅下降，央行呵护后跨月资金面边际转松。本周商业银行同业存单发行规模环比大幅减少，发行量 4315.50 亿元，较上周减少 4528.30 亿元，到期 5611.40 亿元，净融资-1295.90 亿元。本

周银行间质押式回购日均成交额大幅下降，减少至 5.99 万亿，环比下降 0.54 万亿。截至本周五收盘，1M、3M、6M、1Y 期同业存单收益率分别为 2.24%、2.41%、2.46%、2.58%，较上周五收盘分别变化-6bp、0bp、-2bp、-4bp；受央行公开市场加大投放的影响，跨月资金面边际转松，质押式回购利率整体回落。4 月 28 日 DR001、DR007、DR014 分别报收 2.13%、2.32%、2.32%，较上周收盘分别变化-14p、5bp、-14p。

利率债市场跟踪：新发利率债净融资额环比大幅上升，国债收益率单边下行

本周共发行利率债 96 只，利率债发行总额 4888.29 亿元，较上周环比减少 186.58 亿元。本周到期利率债 3435.22 亿元，净融资额 1453.07 亿元，较上周大幅上升 1152.68 亿元。后续等待发行利率债 10 只，其中国债 400 亿元，政策银行债 800 亿元，等待发行总额 1200 亿元。

本周国债收益率单边下行，10 期国债收益率下破 2.80%。截至 4 月 28 日收盘，1Y、2Y、5Y 及 10Y 期国债分别报收 2.15%、2.35%、2.61%、2.78%，较上周收盘分别变化-4.30bp、-5.08bp、-5.60bp、-4.70bp。本周国债期限利差小幅震荡，10Y 期与 1Y 期国债利差变化-0.4bp，10Y 期与 2Y 期国债利差变化 0.38bp。国债期货价格环比上周收盘全线大幅上涨，2Y、5Y、10Y 期国债期货价格较上周五收盘分别变动 0.064%、0.217% 及 0.342%。

海外债市跟踪：美债收益率除 1Y 期外大幅下行，中美利差倒挂显著收敛

本周美国国债收益率大幅下行。4 月 28 日美国 1Y、2Y、5Y 及 10Y 期国债收益率报收 4.80%、4.04%、3.51%、3.44%，较上周收盘分别变化 2bp、-13bp、-15p、-13bp。本周美债延续倒挂趋势，倒挂幅度整体有所收敛，10Y 与 2Y 期美债利差-60bp，前值-60bp；10Y 与 5Y 期美债利差-7bp，前值-9bp。本周中美利差倒挂持续，倒挂幅度显著收敛，其中 2Y 期中美国债利差-169bp，前值-176bp，较上周缩小 8bp；10Y 期中美国债利差-66bp，前值-74bp，较上周缩小 8bp。

风险提示：疫情扩散超预期；政策变化超预期。

【固定收益】部分工业品价格出现下降——高频数据周报-20230503

陈曦（分析师）证书编号：S0790521100002 | 张鑫楠（联系人）证书编号：S0790122030068

核心观点

1.生产：12 个指标中，有 10 个指标更新。其中，8 个指标与上周（第 18 周，下同）保持一致，2 个指标下降，多数处于中位以上位置。钢材，高炉开工率保持近五年次高、唐山钢厂产能利用率保持近五年最高。汽车，全钢胎开工率保持近五年中位、半钢胎开工率从近五年最低上升到次低。煤炭，焦化企业开工率保持近五年次低。化工，PTA 开工率保持近五年最低、PX 开工率保持近五年中位、涤纶长丝开工率近五年最低、涤纶短纤负荷率保持近五年最低。运输，中国公路运价指数保持近五年最高。

2.消费：10 个指标中，有 7 个指标更新。其中，全部指标与上周保持一致，多数指标处于最低位置。汽车，乘用车零售量保持近五年次低、乘用车批发量从近五年最低上升到近五年中位。轻纺，中国轻纺城成交量保持近五年最低。电影，日均电影票房保持近五年最低位。人流，北京地铁客运量保持近五年最低、上海地铁客运量保持近五年最低、广州地铁客运量保持近五年最低、深圳地铁客运量保持近五年最低。

3.投资：12 个指标中，有 9 个指标更新。其中，6 个指标与上周保持一致，3 个指标出现上升，多数指标处偏低位置。地产，30 大中城市商品房成交面积保持近五年最低、二手房成交面积保持近五年最低。钢材，钢材价格保持近五年最低、热轧板卷价格保持近五年中位、螺纹钢价格保持近五年最低。水泥，水泥价格保持近五年最低、混凝土价格保持近五年最低。沥青，沥青价格保持近五年最高、石油沥青开工率处近五年次低。

4.出口：5 个指标中，有 5 个指标更新。其中，全部指标与上周保持一致，多数指标处偏高位置。国内，CCFI 价格保持近五年次高位置、SCFI 保持近五年中位、TDI 指数保持近五年最高位置。海外，东南亚集装箱运价指数保持近五年中位、BDI 指数从近五年次低上升到近五年中位。

5.价格：21个指标中，有21个指标更新。其中，18个指标与上周保持一致，3个指标出现上升，多数指标处偏高位置。农业，农产品价格保持近五年最高、粮食价格保持近五年最高、油价保持近五年最高、蔬菜价格保持近五年中位、水果价格保持近五年最高、猪肉价格保持近五年中位、牛肉价格保持近五年最高、鸡蛋保持近五年次低、水产品价格保持近五年次高。工业，工业品价格保持近五年最高、金属价格保持近五年最高、有色价格保持近五年最高、黑色价格保持近五年最高、能化价格保持近五年最高、原油价格从近五年次高下降至近五年中位、动力煤价格保持近五年最高、焦煤价格保持近五年最高、布伦特原油保持近五年最高、WTI原油价格保持近五年最高。

风险提示：政策变化超预期；大宗商品价格变化超预期。

【固定收益】资金面压力不大，但债市宜转为防守——5月流动性展望-20230429

陈曦（分析师）证书编号：S0790521100002 | 张维凡（联系人）证书编号：S0790122030054

4月资金面整体平稳，结构性复苏格局推动债市收益率不断下行

回顾4月，宏观数据表现出明显分化。强信贷和弱通胀分化引起市场对资金传导阻滞的担忧，一季度GDP虽超预期，但以消费复苏拉动为主，生产和投资端依然偏弱，市场担心消费对经济拉动的链条较短，对经济支撑的可持续性存疑；加之地产销售在4月边际放缓，物量指标走弱，票据利率亦出现回落，强化了市场对经济复苏持续性的担忧，债强股弱的格局持续，在对经济的谨慎预期下，债市收益率一路下行，10Y期国债下破2.8%关键点位。

流动性方面，4月流动性压力较3月相近。4月前半段，降准资金释放和财政支出为资金市场投放了较为充足的流动性，资金面较为宽松，4月中旬MLF超量续作2000亿，整体税期对资金面扰动不大，但税期后，受税期走款影响银行融出意愿，同时央行公开市场操作呵护力度略有转弱，资金利率小幅走高，但整体4月资金面较为平稳，截至4月28日，DR007中枢2.06%，环比与3月基本持平，围绕OMO小幅震荡。

5月潜在流动性缺口依然不大

政府存款方面，对于政府债融资，根据二季度国债发行计划，5月共有16只国债计划发行，预计发行国债8000亿元，净融资额约1300亿；根据目前部分省份二季度地方债发行计划，5月专项债发行规模或较4月有所下降，但5月地方债偿债压力较小，预计5月地方债净融资规模与4月相近，在2500亿左右；对于财政收支差额，5月亦是税收大月，年度企业所得税集中缴纳18日申报截止，届时可能会对流动性产生一定扰动。5月是财政支出小月，参考2019-2021年情况，预计5月收支基本相抵。综上，综合考虑2023年5月地方政府融资和财政收支的潜在变化，我们预计2023年5月财政存款增量规模约在4000亿左右。

其他方面，5月缴准压力环比增加，参考过去三年同期，预计环比增加约1500亿；5月居民和企业取现需求较弱，预计5月M0回流补充流动性在1500亿左右。当前人民币汇率整体企稳，外汇占款规模对流动性影响较小。

央行大概率将继续维持资金利率围绕政策利率波动

央行方面，在4月20日一季度金融数据发布会中，央行表示后续将坚持稳健的货币政策，保持货币信贷合理增长，确保利率水平合适，这可能表明目前经济修复阶段，资金利率仍将围绕政策利率小幅波动。5月潜在流动性缺口不大，目前实体经济仍在修复阶段，央行有可能小幅超量续作MLF，以维持资金利率平稳。

此外，对信贷与通胀的背离，央行表示主要是由于货币政策从供给端到需求端传导时滞所致，经济恢复发展势头良好，不存在长期通缩基础。并强调近期部分银行下调存款利率主要是上次没有调整的中小银行补充下调。因此，虽然近期结构性复苏和部分银行下调存款利率让市场的降息预期有所升温，但我们认为短期货币政策总量宽松的想象空间有限。

在经济上行阶段债市下行空间有限

3月后债市收益率一路下行，这其中既有对国内经济复苏可持续的疑虑，也有海外金融风险摇摆的催化共振。目前10Y期国债与MLF的利差分位数依然高于50%，从这个角度而言长端收益率依然有下行空间，但是，我们认

为目前对债市不利的因素正在累积：首先，虽然短期复苏存在分化，但 2023 年经济持续复苏趋势不变，这限制了利率的下行空间。目前 2023 年至今 10Y 期国债利率中枢 2.87%，2022 年全年 10Y 期国债中枢 2.77%，考虑到 2022 年 MLF 调降 10bp，因此当前十债与 MLF 利差与 2022 年相近，但 2022 年债市环境比当前要乐观得多，随着经济的持续好转，2023 年利率的中枢理应高于 2022 年，因此我们认为当前债市或已超涨，继续下行空间有限；此外，政策端可能并非像市场理解的一样“保守”，此次政治局会议聚焦扩大内需，通过四个“持续”安抚市场对政策是否可持续的担忧，后续更多扩大内需政策释出的想象空间可能已经打开，市场的风险偏好或将边际提升。对于债市，我们认为应该警惕政策和基本面的预期差，追高需谨慎，建议更多转向防守。

风险提示：货币政策变化超预期，疫情再次扩散超预期。

【固定收益】政治局会议没有提到的内容和重点内容——2023 年 4 月政治局会议点评-20230429

陈曦（分析师）证书编号：S0790521100002 | 张鑫楠（联系人）证书编号：S0790122030068

核心观点

1. 没有提到的内容：

(1) 没有提到所谓的“大国博弈”、“地缘政治”，这也和我们之前的观点一致。4 月政治局会议历来都是讲经济工作的，提及地缘政治的可能性较低。

(2) “安全”的词频下降。2022 年以来，“安全”成为政治局会议的高频词汇。2022 年 4 月、2022 年 7 月、2022 年 12 月政治局会议，“安全”分别出现：3 次、6 次、6 次。此次“安全”仅仅出现 2 次：一次是第二段的回顾中提到“更好统筹发展和安全”，一次是最后一段提到“持续抓好安全生产”。在部署工作部分，没有提到“安全”。

(3) 没有提“供给侧结构性改革”。2016 年提出“供给侧结构性改革”之后，几乎历次政治局会议均有“供给侧结构性改革”，特别是十九大时期，均强调“以供给侧结构性改革为主线”。2022 年 10 月“二十大”改为“把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来”，12 月政治局会议沿用这一提法；然而，此次政治局会议没有再提“供给侧结构性改革”。

2. 此次的重点：

(1) 此次政治局会议强调“需求侧”。“恢复和扩大需求是当前经济持续回升向好的关键所在”，与会议对当前形势判断“当前我国经济运行好转主要是恢复性的，内生动力还不强，需求仍然不足”一脉相承。历史上看，政策重心持续放在“扩大内需”的时期，仅有：2020 年、2012 年、2009 年。

(2) 此次政治局会议强调“持续性”。我们曾提示，关注总理提出的“推动经济运行持续整体好转”，此次政治局会议基本确认了该提法。2022 年 12 月政治局会议提出“推动经济运行整体好转”，3 月以来，总理将其增加了“持续”二字——“推动经济运行持续整体好转”。此次政治局会议，提出了“4 个持续”：“推动经济运行持续好转、内生动力持续增强、社会预期持续改善、风险隐患持续化解”，前三个讲的都在强调发展经济。

(3) 此次政治局会议强调“改革开放”。市场认为政策或将“从刺激转向改革”，市场理解为“政策转向”。但实际上，此次会议确实强调“改革”，但讲的是“改革开放”的“改革”，目的是“把发挥政策效力和激发经营主体活力结合起来，形成推动高质量发展的强大动力”，还是在讲发展经济。

(4) 此次政治局会议强调“防风险”。此次会议将“防风险”专门列为一节，唯一先例是 2022 年 4 月政治局会议。两次会议的“防风险”，首先讲的均是房地产。需要特别注意，2022 年以来，房地产的防风险是防止房地产的传染风险，具体措施是“支持刚性和改善性住房需求，做好保交楼、保民生、保稳定工作”，这与 2020 年 8 月“三道红线”开始的房地产调控，对经济的影响是相反的。另外，此次会议的防风险中加入了地方政府债务，但其表态比 2022 年 12 月中央经济工作会议有所弱化。当时的表述是“要防范化解地方政府债务风险，坚决遏制增量、化解存量”，而此次改为了“要加强地方政府债务管理，严控新增隐性债务”，没有了“化解存量”。在 2021 年中央经济工作会议的“要正确认识和把握防范化解重大风险”部分提出“化解风险要有充足资源”，目前的资源用于“扩

大内需”比“化解存量”更为重要。因此，与2022年4月类似，尽管“防风险”专门列为一章，但实际上并非对经济是负面作用。2022年4月之后，经济是明显上行的。

3.股市和转债：政治局强调发展经济，利好股市，因此相关转债或将收益，尤其是内需相关板块。市场担忧，当经济好转，政策会出现转向，而此次会议有助于打消疑虑。一方面，强调“内生动力不强、需求不足”，另一方面，强调“扩大内需”，同时还强调“持续性”。市场已经按照“弱反弹+不可持续”定价，但实际可能是“弱复苏+可持续”，且随着复苏持续、内循环建立、信心滞后性回升，经济还存在“由弱转强”的可能。

4.纯债：纯债市场情况比较复杂。市场上有观点认为“资产荒”类似2021年，但实际区别很大。2021年：估值偏低（与MLF利差大）+内需下行+经济预期较强（预期差角度），三个因素均指向收益率下行，因此当时我们看多债市。2023年：估值偏低（收益率应当下）+内需回升（收益率应当上）+预期复杂（前期强预期，收益率应当下，但现在预期已经转弱）。随着债市的估值修复，追高债市的已经意义不大，维持中性久期即可。如果以下因素发生变化，则建议谨慎：一是拥挤程度；二是资金面变化；三是股市变化（居民风险偏好）。

风险提示：政策变化超预期；疫情变化超预期。

【固定收益】债市杠杆率上升——3月债市托管量数据点评-20230428

陈曦（分析师）证书编号：S0790521100002 | 张鑫楠（联系人）证书编号：S0790122030068

核心观点

1. 3月，中债登托管量环比增加8220亿（前值增加9783亿，下同），截至3月末中债托管量为98.4万亿（97.6万亿）；上清所债券托管量环比增加1603亿（增加4718亿），截至3月末上清所托管量为31.7万亿（31.5万亿）。

2. 整体：3月，中债登+上清所托管量合计为130.5万亿（129.1万亿），环比增加9823亿（9757亿），增量主要为利率债，环比增加9632亿（10075亿）。中债登增量主要为地方政府债和政金债：地方政府债环比增加4604亿（6772亿），政金债环比增加3609亿（1938亿）。上清所增量主要为金融债和超短融：金融债环比增加2375亿（740亿），超短融环比增加897亿（1378亿）。

3.分项：

（1）券种：

利率债：3月发行量为24,861亿（18261亿），净融资11,574亿（8446亿），托管量环比增加9632亿（10076亿），国债、地方债和政金债托管量分别环比增加1,419亿（1366亿）、4,604亿（6772亿）和3,609亿（1938亿）。

信用债：3月发行量为17573亿（9766亿），净融资额1521亿（2680亿），托管量环比增加613亿（1993亿）。其中，企业债环比减少469亿（-82亿）、中票环比增加156亿（627亿）、短融环比增加20亿（165亿）、超短融环比增加897亿（1378亿）、其他信用债券环比减少57亿（-164亿）。

同业存单：3月发行量为24536亿（24832亿），净融资额为-2407亿（2217亿）。托管规模环比减少1,854亿（1903亿）。

（2）机构：

商业银行：利率债环比增加4214亿（11136亿），其中，国债环比增加690亿（2396亿）、地方债环比增加2912亿（5551亿）、政金债环比增加613亿（3190亿）。信用债环比增加1679亿（867亿），同业存单环比增加1566亿（2143亿）。

保险：利率债环比增加775亿（31亿），其中国债环比增加201亿（2.3亿）、地方债环比增加328亿（280亿）、政金债环比增加246亿（-251亿）。信用债环比增加316亿（173亿）。同业存单环比增加55亿（38亿）。

券商：利率债环比增加1,658亿（-32亿），其中，国债环比增加657亿（-150亿）、地方债环比增加374亿（27

亿)、政金债环比增加 627 亿 (91 亿)。信用债环比增加 336 亿 (380 亿)。同业存单环比增加 41 亿 (388 亿)。

广义基金：利率债环比增加 3,100 亿 (-894 亿)，其中，国债环比增加 151 亿、地方债环比增加 754 亿元、政金债环比增加 2,196 亿元。信用债环比增加 768 亿 (890 亿)。同业存单环比减少 4,365 亿 (-1499 亿)。

外资：利率债环比减少 275 亿 (-828 亿)，其中，国债环比减少 278 亿 (-657 亿)、地方债环比减少 0.4 亿 (4.7 亿)、政金债环比增加 3.4 亿 (-176 亿)。信用债环比减少 75 亿 (12 亿)。同业存单环比增加 420 亿 (82 亿)

(3) 杠杆率：3 月末债市杠杆率测算为 108.2% (106.9%)。

风险提示：政策变化超预期；价格变化超预期；疫情变化超预期。

【固定收益】利润率弱于季节性后续或将恢复——2023 年 3 月工业企业利润点评-20230428

陈曦 (分析师) 证书编号：S0790521100002 | 张鑫楠 (联系人) 证书编号：S0790122030068

核心观点

1. 3 月：全国规模以上工业企业营收同比-0.8% (前值-1.3%，下同)，利润同比-19.2% (-22.9%)，利润率 5.3% (4.6%)。

2. 整体：工业企业利润继续大幅下滑，但在 2022 年同期基数回升的情况下降幅出现收窄，或证明 3 月工业企业利润正在边际恢复。PMI 端显示的是环比变化，也证明了制造业的景气程度正在连续边际回升。从量价率来看，1-3 月工业增加值同比+3.9% (+2.4%)，PPI 同比-2.5% (-1.1%)，与营收同比幅度降幅收窄保持一致。但利润的下降导致利润率同比仍在大幅下滑，为-19.2% (-22.9%)，并且利润率在 2022 年 12 月后开始大幅弱于季节性。

3. 后续：首先，在年初出现利润大幅下降的异常情况在 2019 年初、2020 年一季度同样出现过，但在之后都是销售回升、库存释放、成本下降，对利润形成支撑。因此，后续利润或同样会出现修复回到正常状态。其次，我国对工业支持力度较强，尤其是如信息技术、人工智能等新兴产业的投资力度、支持优质煤炭的增储上产等。国常会提出延续符合条件行业企业减税降费政策等。综上，我们预计后续随着生产和需求持续恢复，企业营收出现回升，利润率的拖累减缓。再次，企业负债率持续上升，证明企业负债意愿回升，以支持生产投资，我们认为随着销售逐步恢复，库存得到释放，被动补库情况或不会加深。随着边际修复和基数的降低，后续或将对利润形成支撑。

4. 债市：目前债券市场对经济和政策的预期已经处于较低状态，无论是利率债、信用利差和国债期货均已接近历史极值，赔率下降，性价比较低，另外也需警惕基本面超预期对债市形成压制的可能性。战略性看好与内需相关的转债。

5. 分项：

(1) 库存：1-3 月，工业企业营收同比-0.5% (-1.3%)、产成品库存同比+9.1% (+10.7%)。企业营收降幅收窄，产成品库存涨幅收窄，或证明工业企业被动补库程度正在好转。企业资产负债率为 57.1% (56.8%)，连续 3 月出现上行，或证明企业为促进生产投资，负债意愿正在恢复。

(2) 结构：1-3 月，总体呈现采矿业利润占比下降而制造业中游设备类占比上升。采矿业和制造业上游加总的利润占比下降，为 45.6% (47%)，其中，采矿业利润占比下降至 23.8% (26.4%)，而制造业上游的利润占比回升至 21.8% (20.5%)。中游设备制造业利润占比上升至 25.8% (22.1%)、下游消费品利润占比大幅下降至 19.5% (23.1%)、公用事业利润占比上升至 7.2% (6.4%)。我们认为主要原因或由于下游消费品仍有上升空间，导致对上游原材料需求仍不足，PPI 仍同比下降或可作证。

(3) 景气：1-3 月，累计同比增速靠前的行业是运输设备、公用事业、电气机械及器材、有色采选和酒茶，分布在除制造业上游的其他大类。累计同比降速居前的行业是黑色加工、其他采矿业、燃料加工、化学纤维和废弃资源利用，降速居前的多数为制造业上游行业，对整体企业利润形成较为严重的拖累。下游消费品中，只有烟酒行业

利润同比正增。

(4) 企业：1-2月，所有企业类型利润均出现下降，但国企和外资企业降幅收窄，政策对稳外资外贸力度较大。其中国有企业利润同比-16.9% (-17.5%)、股份制企业利润同比-20.6% (-19.4%)、私营企业利润同比-23% (-19.9%)、外资企业利润同比-24.9% (-35.7%)。

风险提示：政策变化超预期；价格变化超预期；疫情变化超预期。

【金融工程】资产配置月报（2023年5月）——金融工程定期-20230501

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 张翔（分析师）证书编号：S0790520110001

股债配置观点：权益风险预算不变，股票仓位保持中配

开源金工将风险平价模型与主动信号结合构建主动风险预算模型，每月从股债横向比价、股票纵向估值水平、市场流动性三个维度构建主动风险预算指标，进而计算出股票与债券的配置权重，为投资者提供稳健的战术资产配置建议。

我们以中证 800 (000906.SH) 和中债总财富 (CBA00301.CS) 这两大宽基指数作为标的配置，在全样本区间内，股债组合年化收益率 6.50%，最大回撤 4.89%，收益波动比 1.63，收益回撤比 1.33。

回顾 4 月股债配置，股权风险溢价 ERP、历史估值分位数为中性，流动性信号看多，配置股票仓位为 12.36%，债券仓位为 87.64%，4 月组合收益 0.41%。展望 5 月股债配置，股权风险溢价 ERP、历史估值分位数维持中性，流动性信号继续看多，股票仓位为 12.89%，债券仓位为 87.11%。

行业轮动观点：5 月看多传媒、建筑装饰、机械设备等

开源金工从交易行为、资金面、基本面三个维度出发，分别构建 6 个行业轮动子模型，对一级行业指数进行打分，每月选择分数最高的前三分之一行业作为多头组合，基准组合为全行业等权组合。

5 月风格板块判断：成长组得分显著高于价值组，推荐配置成长风格；板块上看多大科技、大金融板块。

4 月份行业组合回顾：传媒、家用电器、商贸零售、轻工制造、银行、环保、电子、社会服务、食品饮料、石油石化，组合平均收益率为-0.93%，基准组合收益率为-1.43%，超额收益率为 0.50%。

5 月份行业配置推荐：传媒、建筑装饰、机械设备、非银金融、美容护理、计算机、食品饮料、医药生物、通信、交通运输。

4 月行业 ETF 组合回顾：传媒、家用电器、银行、电子、食品饮料、医药生物，组合收益率为 0.78%，有 ETF 跟踪的行业平均收益率为-1.54%，超额收益率为 2.32%。

5 月行业 ETF 组合配置：传媒、机械设备、非银、计算机、食品饮料、医药生物。

“配置+选基” FOF 组合：4 月组合收益-1.97%，相对主动股基超额 1.19%

通过因子择时进行基金策略配置，并结合分域选因子增强构建“配置+选基” FOF 组合。截至 2023 年 4 月 28 日，4 月开源“配置+选基” FOF 组合收益率为-1.97%，主动股基指数收益率为-3.15%，组合超额收益为 1.19%。2023 年 5 月，我们同时看多高成长、低估值、高质量风格驱动的基金策略，相应的低配偏小票风格的基金。

风险提示：本报告模型及结果通过历史数据统计、建模和测算完成，在市场波动不确定性下可能存在失效风险；历史数据不代表未来业绩。基金投资策略分类基于对公开的历史数据的定量测算与统计，对基金产品和基金管理人的研究分析结论不能保证未来的可持续性，不构成对该产品的推荐投资建议。

【中小盘】询价转让规模迅速增长，长期投资者有序“接力”——中小盘策略专题-20230501

孙金钜（分析师）证书编号：S0790519110002 | 任浪（分析师）证书编号：S0790519100001 | 钱灵丰（联系人）证书编号：S0790122050018

询价转让应注册制而生，以高折价与高效流程为优势

询价转让制度为注册制下科创板的创新性制度安排。上交所于2020年7月发布实施《科创板上市公司股东以向特定机构投资者询价转让和配售方式减持股份实施细则》，并于2022年10月对《实施细则》进一步修订完善，旨在更好地实现股东减持诉求和中小投资者利益保护之间的平衡，缓解解禁对二级市场的冲击。询价转让以高折价与高效流程为优势。询价转让为存量股份发行，询价与认购流程基本可在一个月内完成，且不稀释原股东股权。对转让方而言，询价转让单次转让股份不得低于科创公司股份总数的1%，可减持股份的上限更高。对受让方而言，询价转让的底价折扣可达70%，较定增更高。

询价转让以大市值龙头为主，转让规模随大非解禁增长

科创板上市公司首发前股份自上市第一、三年起大规模解禁。对比科创板首发前限售股份解禁节奏与询价转让规模，我们发现询价转让与科创板首发前限售股份解禁节奏密切相关，转让规模随大非解禁增长。以2022年8-12月为例，随着科创板大非大规模解禁，询价转让项目迅速增长。期间共实施询价转让27起，同比增长440%；转让规模120亿元，同比增长232%。截至2023年4月30日，已有共36家科创板公司的股东完成60单询价转让，总成交金额约284亿元。从转让标的看，询价转让以市值较大的龙头公司股票为主。从折价分布看，项目实际折价率仍高于80%，高折价多发生于转让规模中等偏小的项目。

私募与公募基金竞相出手，长期投资者有序“接力”

从询价转让受让方看，私募与公募基金为主要接力者。私募基金与公募基金的认购次数最多，分别为178次和107次；QFII与证券公司的认购次数次之，分别为71次和50次，实现了早期投资人和长期投资者的有序“接力”。询价转让整体收益表现佳，参与小市值公司、折价收益高的项目整体收益最优。截至2023年4月30日，询价转让项目的平均折价收益为11.11%，平均持有收益为13.02%，整体收益表现佳。从市值分布看，市值越小的科创公司询价转让项目收益越佳，市值小于50亿的公司持有收益为34%。从折价分布看，折价80-90%的询价转让项目收益最佳，持有收益为25%。分行业看，高端制造、科技、医药和化工等行业收益表现较优。

询价转让制度实现了上市公司股东、受让投资机构和二级市场投资者的共赢。对减持方而言，询价转让较集中竞价和大宗交易减持节奏更快，且允许多方共同转让或受让，整体减持效率更高。对受让方而言，询价转让70%的折扣底价较定增更高，且单次转让份额大，可较快完成建仓。对二级市场投资者而言，询价可减少减持对公司股价、指数的冲击，6个月锁定期可引导长期投资者进入。另外，询价转让高水平信息披露可有效维护中小投资者利益和市场公平。

风险提示：询价转让相关法规和制度发生变化。

行业公司

【中小盘】换电产业链长坡厚雪，2025年有望超过千亿规模——中小盘周报-20230503

任浪（分析师）证书编号：S0790519100001 | 李俊逸（联系人）证书编号：S0790122080014

本周市场表现及要闻：中共中央政治局：扩大新能源车优势，重视AI发展

市场表现：本周（2023.4.24-2023.4.28，下同）上证综指收于3323点，上涨0.67%；深证成指收于11339点，下跌0.98%；创业板指收于2325点，下跌0.70%。大小盘风格方面，本周大盘指数上涨0.15%，小盘指数下跌0.46%。2022年以来大盘指数累计下跌19.61%，小盘指数累计下跌13.88%，小盘/大盘比值为1.37。杭可科技、三只松鼠、均胜电子本周涨幅居前。

本周要闻：腾讯云联合发布5G远程驾驶云；长安汽车：首批全系迭代华为高阶智驾系统ADS2.0；阿里云正

实验将千问大模型接入工业机器人；中共中央政治局：要巩固和扩大新能源汽车发展优势，重视通用人工智能发展；工信部副部长辛国斌：开展车用芯片、固态电池等技术攻关，制定加快充换电建设等支持政策。

本周重大事项：4月26日，中微半导体发布第二类股票激励计划，其业绩指标：2023、2024、2025年目标营收为11、15、20亿元，毛利润为2.2、4.0、7.0亿元。

本周专题：换电产业链长坡厚雪，2025年有望超过千亿规模

换电模式在补能时间、降低购车成本、延长电池寿命、缓解电网压力、土地坪效等方面存在诸多优势。我们预计2025年我国换电产业链市场规模有望达到1334.0亿元，其中换电站设备、动力电池、运营环节市场规模分别为164.4亿、255.5亿、914.1亿，2021-2025年CAGR分别为70.7%/94.5%/91.0%，换电产业链各环节有望实现高速增长。

商用车方面，换电重卡的商业模式经历了市场考验，经济性可与传统燃油车竞争。2022年换电重卡已占新能源重卡50%份额，欧阳明高院士指出，2023年国内电动重卡销量有望增长100%至5万辆，换电重卡占比达到70%，至2025年换电重卡份额有望占到80%以上。包括启源芯动力、宁普时代、阳光茗岛、玖行能源等已在重卡换电领域积极布局。乘用车方面，蔚来汽车是换电模式的先行者，换电站数量国内领先。基于换电模式的多种优势，2021年以来，包括上汽、吉利、宁德时代和协鑫能科等产业巨头相继加入换电大潮，有望加速换电行业发展。

换电有望成为重要补能形式之一，2023年捷能智电（上汽）规划建站300座，蔚来规划建站1000座，宁德时代、协鑫能科、吉利、北汽蓝谷等行业龙头正在加速布局。我们认为当前换电站存量与2025年各企业规划建站数量仍有较大差距，换电重卡商业模式清晰，乘用车换电正处在由政策支撑向市场驱动转变的临界点。拥有客户优势、产能优势、产品优势的换电站设备企业，有望充分受益。

重点推荐主题和个股

智能汽车主题（华测导航、长光华芯、经纬恒润-W、炬光科技、中科创达、美格智能、均胜电子、华阳集团、北京君正、晶晨股份、联创电子、德赛西威、瀚川智能、源杰科技）；高端制造主题（凌云光、观典防务、杭可科技、奥普特、埃斯顿、矩子科技、青鸟消防、莱特光电、乾景园林、台华新材）；休闲零食主题（良品铺子、三只松鼠、盐津铺子）；宠物和早餐主题（佩蒂股份、巴比食品）。

风险提示：下游需求不及预期、市场竞争激烈、产品研发进度不及预期。

【汽车】特斯拉上调售价，或为价格战降温，有望刺激需求回暖——行业点评报告-20230503

邓健全（分析师）证书编号：S0790521040001 | 赵悦媛（分析师）证书编号：S0790522070005

事件：在经历了全球范围的多次降价之后，特斯拉上调多个主要市场售价

2023年5月2日，据特斯拉官网，在经历了全球范围的多次降价之后，特斯拉上调了美国、中国、日本、加拿大等主要市场几款车型的售价。其中，中国地区涨幅最高，Model3和ModelY全系在中国的价格上调了2000元。涨价后，特斯拉Model3的起售价为23.19万元，ModelY的起售价为26.39万元。此外，特斯拉对美国Model3和ModelY的价格上调250美元，并对日本市场Model3和ModelY涨价3.7万日元，对加拿大市场高性能版Model3和ModelY价格上调222美元。特斯拉首席执行官马斯克表示，公司目前将优先考虑销量而非盈利能力，但仍希望在可能的情况下上调售价，以使得交付量与产量相匹配。此前降价潮下，2023Q1特斯拉全球共交付新车42.3万辆，同比+36.4%，环比+4.3%，而受新工厂产能利用不足等因素影响公司盈利能力有所下滑，2023Q1毛利率为19.3%，同比-9.8pcts，环比-4.5pcts。

新能源汽车的定价模式逐步向实时定价模式演进

新能源汽车的定价体系在发生变化。2023年以来，特斯拉在美国已进行七次调价，在中国也进行了四次调价。传统燃油车的定价模式相对固定，大众商品属性较高。而新能源汽车的定价模式逐步向实时定价模式演进，即时时

综合考虑成本、需求、产量、单车盈利目标等因素进行定价，因而价格将上下波动。如特斯拉指出其近期的定价策略将长期单车盈利能力考虑在内，即包括车辆在自动驾驶、超级充电、移动服务连接和售后服务方面的潜在价值。定价模式的变化可在一定程度上解释主机厂中长期的估值中枢的上行。

此轮涨价或为价格战降温，有望刺激需求回暖

特斯拉此轮涨价或为价格战降温，有望刺激需求回暖。特斯拉降价带动的国内汽车价格战叠加各地补贴幅度、时限的不一，导致了终端消费者的观望意愿较大。2023Q1 中国乘用车销量为 513.8 万辆，同比-7.3%，新能源乘用车销量则为 120.7 万辆，同比+25.2%，但增速有所放缓。特斯拉是本轮价格战中首个降价的主机厂，对新能源车市场的定价有一定程度的影响力。此轮涨价或在一定程度上刺激持币观望的潜在消费者转化为真实购买。

投资建议

随着价格战影响的逐步消退，新能源乘用车需求有望回暖，受益标的包括继峰股份、伯特利、银轮股份、保隆科技、贝斯特、长城汽车、吉利汽车、中国重汽、福田汽车。

风险提示：宏观经济恢复不及预期、海内外汽车需求不及预期、电动化推进不及预期等。

【商贸零售】“五一”黄金周消费恢复趋势良好，关注黄金珠宝——行业周报-20230503

黄泽鹏（分析师）证书编号：S0790519110001 | 骆峥（联系人）证书编号：S0790122040015 | 杨柏炜（联系人）证书编号：S0790122040052

“五一”黄金周社会消费恢复趋势良好，关注黄金珠宝消费

据商务部监测，2023 年“五一”假期首日（4 月 29 日），全国重点零售和餐饮企业销售额同比增长 21.4%。此次“五一”假期首日，居民出行意愿强烈，消费市场亦有所升温。分品类看，“五一”假期首日，服装/鞋帽/金银珠宝/烟酒销售额同比分别增长 20.9%/17.6%/17.4%/16.8%。从活动形式看，呈现政府搭台、商家唱戏的特征，例如 4 月 29 日，2023 国际消费季暨上海“五五购物节”启动活动在上海举行，随后，京东到家也推出了“五一一大促”活动。在诸多消费品类中，黄金珠宝行业值得关注。（1）新店开业：品牌方会将新店安排在假期集中开业，以新店开业活动的形式吸引消费者的节假日消费。以潮宏基为例，本次五一假期，全国范围内 25 家门店同时开业，门店扩张效果显著。（2）门店销售：消费者黄金珠宝购买热情高涨。以广州为例，天河城百货、广百百货等商业体中，周大福、老凤祥、中国黄金等品牌专柜客流不断。广东省黄金协会铂金专委会主任朱志刚表示，近期用于婚庆的黄金产品热销。我们认为，在黄金珠宝上市公司一季报普遍表现亮眼的背景下，五一消费延续了一季度良好的景气度趋势，未来可期。

行业关键词：AI 淘宝店、抖音小时达、阳光供应链、小红书、夜间取件

【AI 淘宝店】首家使用 ChatGPT 的 AI 淘宝店卖出首单。

【抖音小时达】抖音小时达测试范围将进一步扩大。

【阳光供应链】永辉超市发布阳光供应链准则。

【小红书】小红书杀入本地生活赛道。

【夜间取件】菜鸟全面推广夜间取件，驿站营业到 24 点。

板块行情回顾

本周（2023.4.24-2023.4.28，下同），商贸零售指数报收 2555.16 点，上涨 0.73%，跑赢上证综指（本周上涨 0.67%）0.06 个百分点，板块表现在 31 个一级行业中位居第 13 位。零售各细分板块中，本周商业物业经营板块涨幅最大，2023 年年初至今商业物业经营板块领跑。个股方面，本周小商品城（+30.8%）、焦点科技（+30.5%）、家家悦（+24.2%）

涨幅靠前。

投资建议：关注消费复苏主线下的高景气赛道优质公司

投资主线一（化妆品）：国货化妆品龙头品牌强者恒强，重点推荐珀莱雅，受益标的巨子生物等；

投资主线二（医美）：行业具备较强成长性，重点推荐区域医美机构龙头朗姿股份、医美产品龙头爱美客；

投资主线三（线下消费）：疫后消费逐步复苏，关注线下消费赛道优质公司，珠宝钻石板块重点推荐潮宏基、老凤祥、周大生和中国黄金；

投资主线四（跨境电商）：AIGC 等新技术有望带来行业降本增效和生态变革，重点推荐东南亚跨境电商龙头吉宏股份，受益标的华凯易佰、焦点科技等。

风险提示：宏观经济风险，疫情反复，行业竞争加剧等。

【计算机】周观点：继续看好 AI+行业投资机会——行业周报-20230503

陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001 | 闫宁（联系人）证书编号：S0790121050038

市场回顾：上周（2023.4.24-2023.4.28，下同），沪深 300 指数下跌 0.09%，计算机指数下跌 3.58%。

周观点：继续看好 AI+行业投资机会

（1）大模型密集发布，行业应用更值得期待

2023 年 2 月以来，国内科技巨头持续加码布局，大模型密集发布，包括百度文心一言、阿里通义、腾讯混元、华为盘古、三六零、知乎知海图、科大讯飞星火等。大模型为上层 AI 应用奠定基础，插件的应用，也进一步拓宽了大模型的能力边界（如 ChatGPT 插件支持联网搜索），AI+行业应用有望迎来发展良机。总结来看，AI 应用包括两大方向，一是通过提供 AI 功能带来的额外价值量（提升订阅用户数或 ARPU 值），二是通过 AI 赋能帮助客户实现降本增效。无论是 C 端还是 B 端，生成式 AI 都有广阔应用前景。

（2）海外 AI 应用持续落地，国内有望加速推进

海外大模型发布较早，AI 应用已在各行业加速落地，对于国内 AI 厂商具有借鉴意义，相关应用也有望加速推进。以微软为例，微软率先将 GPT-4 集成到 Bing、Edge、Microsoft 365 等自身产品中，NewBing 上线后，日活用户大幅提升；随后又通过 Azure OpenAI 服务对外输出 AI 能力，帮助客户实现降本增效。如医疗领域，微软子公司 Nuance 推出基于 GPT-4 的 DAX Express，可以根据对话起草临床笔记，减轻护理人员负担；此外微软还将探索 AI 在医学多模态模型、解码免疫系统等领域的应用。工业领域，西门子与微软合作，利用生成式 AI 辅助工厂自动化软件中代码的创建、优化和调试，提升产品设计和制造过程的效率和创意。目前仍有许多传统行业在积极探索 AI 落地场景，未来 AI 应用有望持续拓宽。

投资建议

AI 核心标的：龙头推荐科大讯飞、金山办公、三六零、同花顺等。

AI 行业应用：AI+办公受益标的金山办公、彩讯股份、福昕软件、致远互联、ST 泛微；AI+金融受益标的包括 2C 金融信息服务商同花顺、财富趋势、东方财富、指南针、大智慧等，以及 2B 行业解决方案提供商恒生电子、顶点软件、京北方、宇信科技、长亮科技等；AI+电商受益标的焦点科技；AI+教育受益标的科大讯飞、佳发教育等；AI+税务受益标的税友股份、金财互联等；AI+法律受益标的通达海；AI+资讯受益标的卓创资讯、上海钢联、国联股份、慧辰股份、零点有数等；AI+视频受益标的包括淳中科技、海康威视、大华股份、当虹科技等；其他受益标的包括拓尔思、万兴科技、格灵深瞳、云从科技等。

AI 底层算力：同时建议重视 AI 发展对底层算力需求快速增长带来的投资机会，服务器端受益标的中科曙光、

浪潮信息、紫光股份等；GPU 端受益标的寒武纪、海光信息、景嘉微等；华为昇腾生态受益标的卓易信息、神州数码（神州鲲泰）、四川长虹（华鲲振宇）、拓维信息（湘江鲲鹏）、同方股份、烽火通信（长江计算）、广电运通（广电五舟）、常山北明等。

风险提示：AI 落地不及预期；市场竞争加剧风险；公司研发不及预期风险。

【非银金融】保险一季报超预期，看好非银 2 季度景气度——行业周报-20230503

高超（分析师）证书编号：S0790520050001 | 吕晨雨（分析师）证书编号：S0790522090002 | 卢崑（联系人）证书编号：S0790122030100

周观点：一季报整体超预期，看好保险和券商 2 季度景气度

保险一季报整体超市场预期，新会计准则应用和权益市场同比改善驱动净利润同比高增，新业务价值增速如期转正，行业拐点确立，二级市场也给予了积极定价。自营驱动下券商板块一季报同比高增，经纪、投行和资管等手续费收入同比增速尚未转正，板块呈现结构性机会。同花顺、财富趋势和大智慧等金融信息服务公司 1 季度经营现金流同比增长，显现出较好景气度。保险资产和负债两端景气度有望延续，继续看好板块性机会，看好券商结构性机会。

保险：一季报新业务价值和净利润超预期，2 季度资产和负债端景气度延续

(1) 上市险企一季报整体超预期。储蓄型产品供需两旺，驱动 NBV 增速转正，中国太保+16.6%>中国平安+8.8%>中国人寿+7.7%，中国平安和中国人寿略超市场预期；新会计准则应用及权益市场同比改善带动净利润高增，归母净利润同比增速分别为中国人保+230%>新华保险+115%>中国人寿+78%>中国平安+49%>中国太保+27%，净利润增速超我们预期。新保险合同准则优化了上市险企财报列示，我们估算上市险企 2023Q1 承保利润(死差和费差)占比排序为中国平安 58.5%>中国太保 54.8%>中国人保 51.0%>新华保险 50.0%>中国人寿 45.4%。(2) 4 月 28 日政治局会议定调稳增长，展望 2 季度，保险资产和负债端景气度有望延续，政策面偏暖，一季报净利润增速超预期催化短期行情，而高盈利弹性和较低的机构持仓将继续利好保险板块。推荐中国太保、中国平安、中国人寿，受益标的新华保险和中国人保，港股推荐友邦保险、众安在线和中国财险。

券商：4 月基金新发超预期，自营驱动一季报净利润同比高增

(1) 4 月日均股基成交额 1.26 万亿，环比+21.6%；4 月新发偏股/非货基金 249/763 亿，同比+76%/-9%，基金新发超预期，偏股基金连续 3 个月同比改善。(2) 40 家上市券商（不含财达、信达、首创）2022 年/23Q1 归母净利润 1252/424 亿，同比-34%/+86%，年化 ROE 为 5.72%/7.35%，同比-3.8/+3.0pct，一季报净利润增速符合我们预期，超市场预期。2023Q1 投资收益同比扭亏驱动业绩高增（2022Q1 投资收益亏损 6 亿，2023Q1 盈利 516 亿），经纪/投行/资管/利息净收入分别同比-17%/-25%/-2%/-18%。(3) 3 月和 4 月基金新发明明显改善，4 月交易量环比+22%，居民储蓄向投资迁移趋势或已开启，当下券商板块估值和机构配置仍在低位，看好板块机会。盈利高弹性、大财富管理和金融科技类标的有望领跑，受益标的：兴业证券，东方财富，东方证券，财通证券，同花顺，指南针，广发证券。

受益标的组合

保险：中国太保，中国平安，中国人寿，新华保险，中国人保，友邦保险，众安在线，中国财险。

券商&多元金融：兴业证券，东方财富，东方证券，财通证券，同花顺，指南针，广发证券；江苏金租，中航产融，中粮资本。

风险提示：股市波动对券商和保险盈利带来不确定影响；保险负债端增长不及预期；券商财富管理和资产管理利润增长不及预期。

【食品饮料】季报业绩回暖，假期消费强劲——行业周报-20230503

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003 | 叶松霖（分析师）证书编号：S0790521060001 | 逢晓娟（分析师）证书编号：S0790521060002

核心观点：一季度业绩环比加速，假期场景推动消费复苏

4月24日-4月28日，食品饮料指数涨幅为1.5%，一级子行业排名第7，跑赢沪深300约1.6pct，子行业中预加工食品（+8.2%）、软饮料（+6.6%）、保健品（+4.7%）表现相对领先。一季报已披露完成，2023Q1食品饮料行业表现出明显的复苏特征。在消费回暖的背景下，一季度食品饮料上市公司整体增速环比回升。其中白酒表现相对平稳，由于渠道库存承担部分蓄水池功能，白酒过去四个季度营收均未有太大波动。但一季度白酒公司有结构性分化；高端酒与地产酒整体表现较好，分别对应了居民春节期间礼赠与宴席场景恢复；次高端白酒相对增速偏慢，与商务消费场景未能在一季度完全体现有关。啤酒在同期低基数效应下，一季度营收明显加速增长。多数大众品行业在2023Q1均表现出较好的回暖特性。

中国旅游研究院预测五一期间出行人数将超过2019年水平，再次验证消费复苏势头不减。餐饮业也迎来需求短期放量，相关子行业也会受益。五一消费的火热背后体现出场景恢复对于消费复苏的支撑作用较为明显。结合春节旺销情况，我们认为后续端午、中秋等节日消费均值得期待。市场对行业当前复苏的状态有较为清晰的认知，对于消费力以及消费场景尚未完全恢复也有足够耐心。上半年是量强价弱，原因在于部分消费场景恢复对量有支撑，但消费升级未能完全体现。往下半年展望可能会迎来商务场景恢复以及消费力提升的双重刺激，预计全年消费复苏趋势应是前低后高。

推荐组合：泸州老窖、贵州茅台、山西汾酒、甘源食品

(1) 泸州老窖：2023Q1业绩向好，激励机制完善后公司动能提升，2023年底度国窖与腰部产品放量，全年业绩确定性较强，(2) 贵州茅台：2022年目标圆满完成，2023Q1略超预期。公司以i茅台作为营销体制、价格体系和产品体系改革的枢纽，未来将深化改革进程，公司此轮周期积蓄的潜力进入释放期。(3) 山西汾酒：公司市场基础健康，一季度动销、库存处于良好水平，在高基数上实现了高增长，公司内部运营和外部销售处于有序推进状态。(4) 甘源食品：零食专卖店、会员店、电商等渠道拓展预期放量，叠加棕榈油价格同比回落，预计年内业绩弹性较大。

市场表现：食品饮料跑赢大盘

4月24日-4月28日，食品饮料指数涨幅为1.5%，一级子行业排名第7，跑赢沪深300约1.6pct，子行业中预加工食品（+8.2%）、软饮料（+6.6%）、保健品（+4.7%）表现相对领先。个股方面，西麦食品、欢乐家、养元饮品涨幅领先；华宝股份、嘉必优、麦趣尔跌幅居前。

风险提示：经济下行、食品安全、原料价格波动、消费需求复苏低于预期等。

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