

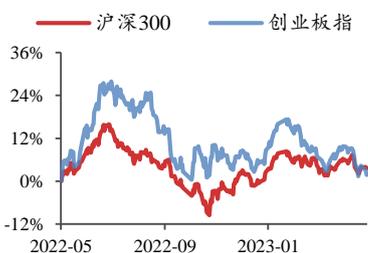
2023年05月08日

开源晨会 0508

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(%)
房地产	2.875
银行	1.179
非银金融	0.915
食品饮料	0.490
社会服务	0.222

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
传媒	-2.180
家用电器	-2.122
通信	-1.897
有色金属	-1.872
医药生物	-1.715

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】偏强就业可能促使市场预期修正——美国4月非农就业数据点评——宏观经济点评-20230506

【宏观经济】基于“一利五率”的国央企投资思路——宏观深度报告-20230505

【策略】2019年金融行情的比较分析与启示——投资策略周报-20230507

【固定收益】多家中小银行下调存款利率，美联储加息25个基点——利率债周报-20230507

【固定收益】部分消费指标出现回落——高频数据周报-20230507

【金融工程】4月主动股基弱于大盘宽基，选因子20组合4月超额0.8%——基金产品月报（2023年4月）-20230507

【金融工程】港股通量化30组合月报：4月组合超额收益3.2%，5月持仓均衡——金融工程定期-20230505

【中小盘】次新股说：本批埃科光电等值得重点跟踪（2023批次17、18、19）——中小盘IPO专题-20230507

【中小盘】他山之石——从德日经验看“专精特新”中小企业发展——中小盘周报-20230507

行业公司

【食品饮料】消费复苏贯穿全年，结构分化择机布局——食品饮料行业2023年中期投资策略-20230507

【非银金融】关注中特估对非银板块的定价，基金新发超预期——行业周报-20230507

【建材】保交楼有望加速落地，看好后周期建材配置价值——行业周报-20230507

【化工】周期与国产替代共振，化工新材料大有可为——新材料行业2023年中期投资策略-20230507

【商贸零售】十一部门联合印发《关于进一步加强医疗美容行业监管工作的指导意见》，关注合规医美龙头企业——行业周报-20230507

【非银金融】上市险企一季报超预期，重申保险板块年度机会——上市险企2023年一季报综述-20230507

【煤炭开采】高分红及Q1强业绩，煤炭股高胜率 and 安全性兼备——行业周报-20230507

【农林牧渔】生猪短期或仍供大于求，低猪价持续消耗养殖户现金流——行业周报-20230507

【汽车】4月份重卡销量8万，同比大幅增长——行业点评报告-20230505

【海外】低位布局港股科技，拥抱AI新时代——海外市场2023年中期投资策略-20230506

研报摘要

总量研究

【宏观经济】偏强就业可能促使市场预期修正——美国4月非农就业数据点评——宏观经济点评-20230506

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

美国就业市场依旧偏强，但紧张程度继续下降

1. 新增非农就业逆势上升，就业市场依旧偏强

4月新增非农就业25.3万人，较3月份逆势上升，前3个月平均新增就业22.2万人，就业市场依旧偏强。结构上看，服务业仍是当前新增就业的主要构成。此外当前美国银行业风险仍在演绎，后续金融业存在补降的可能性。往后看，随着高利率水平逐渐对经济活动产生更明显的影响，新增就业趋势性下降仍是大趋势，不过离美联储的合意水平尚有距离。

2. 失业率续创新低，劳动参与率未再改善

失业率方面，4月失业率录得3.4%，显示当前美国整体就业处在较为强劲状态。事实上，低失业率是疫情以来美国劳动力市场的重要特征，也是通胀维持韧性以及美联储货币政策“易紧难松”的关键所在。劳动参与率方面，4月劳动参与率录得62.6%，未再继续改善，当前美国劳动力供给改善可能有限，后续需要观察移民政策的进一步进展。

3. 薪资增长再度提速

4月美国非农就业时薪录得33.36美金，同比上升4.5%，环比上升0.5%，均超过市场预期，且再度提速。总的来看，当前薪资增速主要由服务业薪资增速提升所致，考虑到服务业就业在后续可能仍是就业的主要部分，叠加劳动力供给改善有限，因此整体的薪资增长虽然可能会放缓，但是下降的速度可能会比较慢。

4. 劳动力市场总体紧张程度继续下降

从3月份的LOJTS数据来看，职位空缺数与职位空缺率均持续下行，服务业离职率也出现下行，且美国总体就业缺口亦收窄至370万，当前美国就业市场的紧张态势持续缓解。不过我们需要看到，4月份新增就业仍较高，各族裔失业率均有所改善，薪资增速仍有黏性，当前美国劳动力市场放缓的速度可能依旧偏慢。

市场对美联储降息的预期或将面临修正

在5月美联储FOMC会议的点评中，我们认为5月份可能是美联储本轮最后一次加息，但是降息还较遥远。从4月份的就业数据来看，就业市场整体偏强，薪资增速粘性仍足，核心通胀或将较为坚挺，相关的通胀反弹风险或有所上升。不过美联储在6月份再度加息的可能性也并不高。

但当前市场对美联储降息时间点的预期差可能将会持续面临修正的压力，当前市场预计后续美联储可能最早将于9月份降息。但从美国银行业风险的演化来看，其发展成金融危机的可能性较低，而劳动力市场又将对美国经济产生支撑，因此美联储短期内降息的可能性进一步降低，市场的预期或将会持续修正。数据发布后，CME期货显示6月份维持当前利率水平的概率为91.5%。

风险提示：国际局势紧张引发通胀超预期，新冠疫情形势大幅恶化。

【宏观经济】基于“一利五率”的国央企投资思路——宏观深度报告-20230505

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002

股息率是国央企择优的一个简洁有效的单因子，但存在价值陷阱和风险控制不佳的弊端；本文我们探索了“市
请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

场”——这个最大的投票机器如何定价和审视国央企，以此构建了基于随机森林的国央企多因子打分模型，并针对策略有效性边界，通过价值和成长风格轮动四象限框架实现较好的回撤控制效果。

α 收益优化：股息率单因子

2023年3月12日中国移动、中国电信发布加大派息公告，市场重新审视股息率策略。2022年央企、中证国企、万得全A年度股息率为5.1%、4.3%、2.4%，国央企在建筑材料、电子、通信、汽车、煤炭等行业存在“超额股息率”。我们简单编制测试了国央企高股息50：2010年1月1日至2023年3月31日，年化收益率为7.4%，高于万得全A、红利全收益的4.3%、4.5%，超额收益主要来自于两个阶段：(1)2016-2018年，棚改货币化推升新一轮地产周期，叠加供给侧改革化解过剩产能；(2)2021-2022年，疫后供需错配、海外央行“大放水”、国内能耗双控、俄乌冲突等多重要素交织下，能源股迎来牛市。综合来看，国央企的股息率单因子提升了收益率，但在降低波动率和回撤方面尚有不足。

股息率=分红率/PE，高股息既可能来自于高分红也可能来自于低PE，而后者隐含了价值陷阱，即盈利能力偏弱而缺乏持续的利润增长，高股息因子需要结合其他因子进一步优化。

α 收益优化：随机森林多因子

多因子打分模型的弊端在于，指标选择和权重设置上存在较大的人为干预空间，反复调试因子和打分模型而导致泛化能力可能不足。我们构建了随机森林模型来探索“市场”——这个最大的投票机器如何定价和审视国央企？特征重要性评分显示，2014至2022年市场对国央企的定价要素top5分别为净利润增速、市值、pb、股息率、研发强度，市场对国央企的定价明显异化，盈利因子（利润增速、ROE）的重要性在不断上升，市值、pb的重要性下降，2016年以来市场高度关注国央企的研发支出。自上而下的国央企经营考核体系和自下而上的市场定价表现出一定的共性。回测结果显示，多因子50年化收益率为13.5%，较高股息50、万得全A分别提高了6.1、9.2个百分点。

β 收益优化：价值-成长风格轮动

(1)策略往往存在有效性边界，DDM模型简化来看，分母对应美债利率（全球资产机会成本之锚）、分子对应实际需求（国内利率），我们在国央企择优的基础上，基于中美利率周期构造价值-成长风格轮动。高股息50和多因子50在结合风格轮动后，年化收益率分别提高了6.7、2.3个百分点至14.2%、15.8%，夏普比率显著改善至85.3%、93.3%，较好控制了三轮回撤，分别是2015年股市回调、2018年中美贸易摩擦、2022年美联储加息资本外流，但2022年满仓国债损失了大量的能源股收益。

(2)风格轮动在回测的优异表现往往在实盘难以奏效，一个重要原因在于使用到了未来数据，我们尝试单边HP滤波来予以规避，其在每一个时间点的过滤仅使用该时间点可获取信息，因此对趋势、拐点的识别存在一定的滞后性，我们容许一定的滞后期（比如1-2个月）来确认利率趋势项出现实质性拐点，调仓时点相应延后，损失一部分收益但符合策略要求。

全天候策略表现优异，2023Q2关注海外滞胀风险

首先，股息率是一个简洁而有效的单因子，但存在价值陷阱和风险控制不佳的弊端；2014年以来市场对国央企的定价明显异化，高度关注其盈利因子和创新因子，与国央企考核体系的演变具有共性，我们以此将股息率单因子优化为随机森林多因子模型、大幅增厚收益；其次，针对策略有效性边界，通过价值-成长风格轮动有效控制了回撤，整体来看具备了“固收+”属性。2023Q2可能为美债下行、中债上行的宏观组合，我们提示海外阶段性滞胀风险或在积聚，价值、红利资产的防御属性有望凸显。

风险提示：疫情扩散超预期，国内政策执行力度不及预期。

【策略】2019年金融行情的比较分析与启示——投资策略周报-20230507

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

2019 年金融风格行情及影响因子探究

2019 年经济处于下行期末期，具体而言：一方面，从 PMI、工业用电、CPI、PPI 等数据来看，年初经济基本面下行压力增大，通胀总体平稳，2019H2 前后多数经济数据开始修复。另一方面，“M1-短融”、中长期企业贷款增速累计同比反映出流动性自年初即开始回升，同时 ERP 快速回落反映风险偏好快速回升。

2019 年金融板块的上涨行情主要集中于年初快速上行阶段，2019 年 1 月 3 日至 2019 年 4 月 4 日，金融风格累计上涨 37%，同期跑赢上证指数 5.3pct；银行/证券/保险分别上涨 24.3%/60.6%/43.9%。而金融板块本轮行情主要由估值回升驱动：在 2019 年初，金融板块市盈率处于历史 12.3%分位的较低水平，本轮上涨中金融板块市盈率提升 32.4%，其中证券估值拔升 96.1%。全年来看，金融风格涨幅小幅下降，但超额收益上升：纵观 2019 年 1 月 3 日至年底，金融风格涨幅 36.4%，跑赢上证指数/万得全 A12.7%/2.1%；银行/证券/保险分别上涨 25%/46.6%/51.6%。自上涨行情于 4 月结束之后，估值贡献回落而盈利贡献回升：2019 年 1 月 3 日至年底而言，金融板块市盈率提升幅度降至 16.7%，其中银行/证券/保险市盈率提升幅度为 19%/22.3%/-3.5%。

综合而言，2019 年金融板块行情主要驱动因素在于：（1）市场风险偏好回升，股票市场估值修复。（2）衰退末期带来盈利修复预期和业绩实际向好。全年综合而言，金融板块行情从由估值驱动，到实现“戴维斯双击”，其中保险行业更是回归单一盈利驱动，反映出流动性回升带动业绩改善预期到预期实现的过程。

当前金融板块行情与 2019 年行情共性分析

当前的宏观背景、风险偏好、流动性趋势和金融板块微观业绩均呈现出和 2019 年相似的特点，具体表现为：（1）经济数据呈现向好态势但仍有所反复，年初通胀处于较低水平，PPI 尚未确立上行趋势。（2）流动性稳中向好，风险偏好趋势回升。（3）估值处于较低水平，性价比较高。（4）微观业绩开始改善。随着复苏大概率逐步兑现，2023 年金融板块或有望重演 2019 年的“估值先行，落地盈利”的行情。

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）关注央企国企提估值逻辑，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；历史经验具有一定局限性，未来可能存在变化。

【固定收益】多家中小银行下调存款利率，美联储加息 25 个基点——利率债周报-20230507

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

多家中小银行下调存款利率，美联储加息 25 个基点

本周浙商、渤海等银行先后宣布下调人民币存款利率，事实上，4 月以来，已有至少 20 多家中小银行（含农信社）下调人民币存款利率，调降幅度不一；5 月 5 日国务院常务会议中审议通过关于加快发展先进制造业集群的意见，强调部署加快建设充电基础设施，更好支持新能源汽车下乡和乡村振兴；5 月 5 日财经委员会第一次会议中强调加快建设以实体经济为支撑的现代化产业体系、完善新发展阶段的产业政策，维护产业安全、增强产业协同性，把扩大内需战略和创新驱动发展战略有机结合；4 月美国非农就业人数增加 25.3 万，失业率为 3.5%，降至数十年低点，平均时薪同比增长 4.4%，高于 4.2%的预期；周三，美联储加息 25 个基点，此次加息是自 2022 年 3 月以来第 10 次加息，预计本轮加息周期进入尾声。

市场流动性情况监测：同业存单收益率持续下降，月初资金面较为宽松

央行本周（2023 年 5 月 4 日-5 月 5 日）公开市场操作净投放-6910 亿元，其中开展 7 天逆回购 360 亿元，到

期 7270 亿元，执行利率为 2.0%。下周预计回笼资金 360 亿元，其中 7 天逆回购到期 360 亿元。

货币市场层面，本周同业存单收益率持续下降，逆回购集中到期对月初资金面影响不大。本周商业银行同业存单发行规模环比小幅增加，发行量 4665.70 亿元，较上周增加 350.20 亿元，到期 537.10 亿元，净融资 4128.60 亿元。跨月后，资金面压力缓和，本周银行间质押式回购日均成交额大幅上升，增加至 7.21 万亿，环比上升 1.22 万亿。截至本周五收盘，1M、3M、6M、1Y 期同业存单收益率分别为 2.08%、2.38%、2.44%、2.56%，较上周五收盘分别变化-16bp、-3bp、-2bp、-2bp；月初流动性转松，资金供给充裕，质押式回购利率大幅回落至低位。5 月 5 日 DR001、DR007、DR014 分别报收 1.22%、1.78%、1.83%，较上周收盘分别变化-91p、-54bp、-49p。

利率债市场跟踪：新发利率债净融资额环比小幅下降，国债收益率单边下行

本周共发行利率债 11 只，利率债发行总额 1620.80 亿元，较上周环比减少 3267.49 亿元。本周到期利率债 433.18 亿元，净融资额 1187.62 亿元，较上周小幅下降 265.45 亿元。后续等待发行利率债 30 只，其中国债 1700 亿元，地方政府债 697.30 亿元，政策银行债 250 亿元，等待发行总额 2647.30 亿元。

本周国债收益率继续单边下行。截至 5 月 5 日收盘，1Y、2Y、5Y 及 10Y 期国债分别报收 2.13%、2.30%、2.56%、2.73%，较上周收盘变化-1.98bp、-5.23bp、-4.85bp、-4.50bp。本周国债期限利差小幅震荡，10Y 期与 1Y 期国债利差变化-0.3bp，10Y 期与 2Y 期国债利差变化 0.1bp。国债期货价格环比上周收盘全线显著上涨，2Y、5Y、10Y 期国债期货价格较上周五收盘分别变动 0.13%、0.27% 及 0.41%。

海外债市跟踪：短端美债收益率显著下行，中美利差倒挂幅度有所分化

本周（2023.5.1-2023.5.5，下同）美国短端国债收益率显著下行。5 月 5 日美国 1Y、2Y、5Y 及 10Y 期国债收益率报收 4.73%、3.92%、3.41%、3.44%，较上周收盘分别变化-7bp、-12bp、-10p、0bp。受短端收益率显著下行影响，本周美债 10Y 期与 5Y 期利差转正，10Y 期与 2Y 期利差延续倒挂趋势，倒挂幅度大幅收敛。10Y 与 2Y 期美债利差-48bp，前值-60bp；10Y 与 5Y 期利差 3bp，前值-7bp。本周中美利差倒挂持续，但倒挂幅度有所分化，其中 2Y 期中美国债利差-162bp，前值-169bp，较上周缩小 7bp；10Y 期中美国债利差-71bp，前值-66bp，较上周扩大 5bp。

风险提示：疫情扩散超预期；政策变化超预期。

【固定收益】部分消费指标出现回落——高频数据周报-20230507

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，7 个指标与上周（第 19 周，下同）保持一致，2 个指标下降，1 个指标上升，多数处于中位以下位置。钢材，高炉开工率从近五年次高下降到近五年次低、唐山钢厂产能利用率保持近五年最高。汽车，全钢胎开工率从近五年中位下降到近五年次低、半钢胎开工率从近五年次低上升到次高。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。

【金融工程】4月主动股基弱于大盘宽基，选因子20组合4月超额0.8%——基金产品月报（2023年4月）-20230507

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 傅开波（分析师）证书编号：S0790520090003

全球市场概述：全球股市多数收涨，A股市场传媒、中特估、金融涨幅居前

全球：4月全球主要股票市场多数收涨，其中印度 SENSEX30、英国富时 100 和 日经 225 分别上涨 3.2%、3.1% 和 2.9%。

内地：4月份多数宽基指数下跌，其中涨幅最高的主要宽基指数为上证综指、上证 50 和 科创 50，收益率分别为 1.5%、0.6% 和 0.6%。从一级分行业来看，传媒、中特估、金融板块的涨幅居前，消费和科技板块涨幅落后。

主动型基金：4月金融周期类基金收益较高

主动权益型基金：从整体业绩来看，4月份主动权益基金整体收益中位数为-2.4%，回撤为 6.7%，收益弱于除了创业板指外的主流宽基指数。分板块来看，金融周期板块基金收益高。

固收+基金：4月份固收+基金整体收益为正，收益率中位数为 0.13%，回撤中位数为 1.12%。从权益仓位测算来看，4月份整体的权益仓位继续上升。

FOF基金：本月 FOF 基金的整体收益为负(-1.24%)。高中低三种风险的 FOF 基金，其收益中位数分别为-2.6%、-1.3% 和 -0.4%，高风险 FOF 基金收益中位数低于主动股基中位数。

新发基金：4月主动股基、固收+基金和 FOF 基金分别成立了 23 只、13 只和 7 只（统计范围为初始基金），发行总份额分别为 161.8 亿份、110.5 亿份和 14.1 亿份。

被动权益型基金：资金偏好行业主题 ETF

收益风险：4月份，从收益回撤分布来看，行业主题类型股票 ETF 收益回撤分布较分散，投资机会较多。

成交活跃度：4月，行业主题 ETF 的日均成交金额较近三月、近一年有所提升，宽基和 SmartBeta 类型 ETF 的日均成交金额较近三月、近一年基本持平。

资金流向：4月份，行业主题类型 ETF 和 SmartBeta 类 ETF 的资金呈净流入，宽基指数 ETF 类 ETF 的资金呈净流出，资金主要流入医药板块行业主题 ETF。

新发基金：4月份，被动权益基金新发数量和份额稍有回落。

选因子 20 组合：4 月超额收益为 0.8%

历史复盘：上期（2023.4.1~2023.4.28）选因子 20 组合整体收益为-1.8%，超额收益为 0.8%。

5 月持仓：本期（2023.5.1~2023.5.31）组合包括中欧瑾和 A、新华策略精选和西部利得景瑞 A 等主动股基，整体精选组合增加了在大制造上的配置，超配汽车（4.1%）、机械设备（2.2%）和电力设备（1.9%）。

风险提示：分析结果基于历史数据统计和测算得到，过去业绩不代表未来表现。

【金融工程】港股通量化 30 组合月报：4 月组合超额收益 3.2%，5 月持仓均衡——金融工程定期-20230505

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 傅开波（分析师）证书编号：S0790520090003

港股市场 4 月概览：港股市场震荡下行，交易活跃度重回年内低点

4 月港股市场震荡下行。恒生指数与恒生科技指数的收益率分别为-2.48%和-9.35%。

美元兑港币持续升值。2022 年以来，受到美元加息影响，新兴市场货币普遍存在大幅贬值现象。截至 4 月 30 日汇率已达到 7.85 关口。

港股市场成交活跃度有所回落。4 月港股日均成交额 851 亿港元，较 3 月日均成交额 984 亿港元下降了 13.5%，港股通成分股日均成交额 742 亿港元，较 3 月日均成交额 830 亿港元下降了 10.6%。

港股通成分股资金流分析：4 月南下资金净流入有所回落

4 月两市港股通净流入金额较 3 月有所回落，4 月总计净流入 312.8 亿港元。

南下资金：净流入占比较高的行业为有色金属、传媒、石油石化、计算机、电力设备，净流出占比较高的行业为汽车、社会服务、美容护理、食品饮料、银行。

银行系：净流入占比较高的行业为商贸零售、煤炭、国防军工、家用电器、电力设备，净流出占比较高的行业为传媒、计算机、石油石化、综合、有色金属。

券商系：净流入占比较高的行业为农林牧渔、综合、传媒、计算机、食品饮料，净流出占比较高的行业为有色金属、国防军工、通信、钢铁、石油石化。

南下资金净流入占比居前的十只个股平均收益率-0.79%，银行系经纪商净流入占比居前的十只个股平均收益率 1.60%，券商系经纪商净流入占比居前的十只个股平均收益率-7.63%。

港股通量化 30 组合的 4 月绩效：组合超额收益率 3.2%

在前期报告《港股优选：技术面、资金面、基本面》中，我们详细介绍了在港股通样本股中适用的各个因子，从结果上看在港股通成分中分组表现优异。为了跟踪多头组合的月度表现，我们在每月底对分数最高的前 30 只个股按照等权的方式构建港股通量化 30 组合。

2023 年 4 月，港股通量化 30 组合的收益率为-2.70%，恒生指数的收益率为-2.48%，恒生科技指数的收益率为-9.34%，组合超额收益率 3.21%。

从全区间来看（2015.1~2023.4），港股通量化 30 组合的年化收益率 8.7%（基准为 0.8%），收益波动比 0.40（基准为 0.03）。

港股通量化 30 组合的 5 月持仓

2023 年 5 月的港股通量化 30 组合见下表 3 所示，整体在行业和风格上较为均衡。

风险提示：模型测试基于历史数据，市场未来可能发生变化。

【中小盘】次新股说：本批埃科光电等值得重点跟踪（2023 批次 17、18、19）——中小盘 IPO 专题-20230507

任浪（分析师）证书编号：S0790519100001 | 周佳（联系人）证书编号：S0790121080046

本批科创板和创业板注册 22 家，其中埃科光电值得重点跟踪

本批科创板和创业板注册 22 家。科创板：时创能源、天承科技、埃科光电、华丰科技、新通药物、中邮科技、西山科技、智翔金泰、莱斯信息、西高院、二元科技。创业板：溯联股份、海看股份、仁信新材、金杨股份、锡南科技、致欧科技、恒工精密、豪江智能、朗坤环境、昊帆生物、美硕科技。其中埃科光电值得重点跟踪。

公司主要从事工业机器视觉成像部件产品的设计、研发、生产和销售，凭借先进技术、丰富产品矩阵以及优质客户资源，已成为国内机器视觉核心部件领域龙头企业。技术层面，公司成功打破国外厂商长期垄断我国中高端工业相机和采集卡市场的局面。具体而言，线扫描相机领域，公司线扫描相机产品分辨率覆盖 0.5-16K，最高扫描行频高达 250kHz。面扫描相机领域，公司产品分辨率覆盖 110 万像素到 13.5 亿像素，其中高速工业面扫描相机产品最高帧率达 4000fps 以上，可用于汽车安全、军工、3D 检测等领域检测。图像采集卡领域，公司高速图像采集卡产品的开发严格遵循行业标准，公司总经理表示其是截至 2022 年 1 月 17 日唯一的国产产品。产品层面，公司提供工业相机及图像采集卡两大类工业机器视觉核心部件，批量应用于 PCB、新型显示、锂电、光伏、半导体等行业。客户层面，公司已与深南电路、景旺电子、京东方、华星光电、宁德时代、国轩高科等多家知名终端厂商实现深度合作。随着电子、新型显示、锂电、半导体、光伏等行业快速发展，机器视觉应用场景日趋多元并且渗透率持续提升，相应零部件需求有望持续增长。同时，随着国内机器视觉企业技术水平的持续提升，国产品牌机器视觉零部件企业在高速高分辨率相机和高速图像采集卡等高端机器视觉市场有望获得更广阔发展空间。公司作为国内机器视觉核心部件龙头，有望充分受益行业持续扩容和高端产品国产替代。

本期科创板和创业板上会 20 家，主板上会 22 家

本期科创板和创业板上会 20 家，过会率为 90.00%。主板上会 22 家，过会率 100.00%。本期科创板与创业板平均募资约 15.49 亿元，主板平均募资额约 5.61 亿元。新股涨幅方面，科创板 7 家新股上市，上市首日平均涨幅 17.23%，低于上期的 72.98%；创业板 6 家新股上市，上市首日平均涨幅 13.67%，高于上期的 2.29%。

开源中小盘次新股重点跟踪组合

裕太微（国内以太网物理层芯片龙头，受益于车载以太网芯片的快速放量）、茂莱光学（工业级精密光学“小巨人”，受益于半导体国产替代和 AR/VR、激光雷达的放量）、源杰科技（本土高速激光芯片空头，新产品逐步放量打开成长空间）、伟测科技（国内独立第三方芯片测试龙头，实施高端化战略引领国产替代）、富创精密（国内半导体设备零部件龙头，充分受益于行业国产替代）。

风险提示：宏观经济风险、新股发行制度变化。

【中小盘】他山之石——从德日经验看“专精特新”中小企业发展——中小盘周报-20230507

任浪（分析师）证书编号：S0790519100001 | 周佳（联系人）证书编号：S0790121080046

本周市场表现及要闻：国常会：加快建设充电基础设施，支持新能源车下乡

市场表现：本周（指 5 月 1 日至 5 月 5 日，下同）上证综指收于 3335 点，上涨 0.34%；深证成指收于 11181 点，下跌 1.39%；创业板指收于 2268 点，下跌 2.46%。大小盘风格方面，本周大盘指数下跌 0.18%，小盘指数下跌 0.65%。2022 年以来大盘指数累计下跌 19.76%，小盘指数累计下跌 14.44%，小盘/大盘比值为 1.36。乾景园林、埃斯顿、三只松鼠本周涨幅居前。

本周要闻：蔚来汽车：五一假期全国换电累计达 43.2 万次；金刚光伏：拟定增募资不超过 20 亿元，用于年产 4.8GW 高效 HJT 电池及 1.2GW 组件生产线项目等；国常会：部署加快建设充电基础设施，更好支持新能源汽车下乡和乡村振兴。

本周重大事项：4月29日，德明利发布第一类限制性股票激励计划，其业绩指标：以2022年营收为基数，2023、2024、2025年营收增长率达10%、25%、45%。

本周专题：他山之石——从德日经验看“专精特新”中小企业发展

德国通过政府、协会、金融体系三大外部力量支持“隐形冠军”企业发展，叠加企业自身实施的业务聚焦与全球化布局战略，最终将“隐形冠军”企业的数量做到全球第一。从外部力量看，政府层面推出“从想法到市场”的企业全生命周期支持政策，协会层面设立弗劳恩霍夫协会为企业提供有商业价值的解决方案，金融体系层面推出“新初创时代”计划为企业提供从孵化到持续成长的全生命周期的资金支持。从内部战略看，德国“隐形冠军”企业聚焦市场，实施全球化经营，注重为客户创造价值，同时，在资本市场的助力下，德国“隐形冠军”企业迎来快速发展。德国“隐形冠军”企业指数自发布以来长期跑赢德国DAX指数，商务软件公司SAP更是由“隐形冠军”企业发展为“大冠军”企业。

日本则从政策、资金、表彰三方面发力培育高利基企业，叠加企业在细分市场、核心技术和国际产业链上的布局，最终显著强化日本企业的国际竞争力外部支持方面，建立由经济产业省中小企业厅负责规划、协调，国家级执行机构、地方政府政策执行机构、社会层面政策执行机构负责执行的完备中小企业政策执行机构体系；提供技术开发补助金以扶持有潜力的中小企业；表彰全球高利基企业以提高其国内外知名度并将其树立为中小企业的标杆。内部发展方面，日本全球高利基企业通过在细分市场精益求精、对关键技术极致追求和在海外市场不断扩张而不断发展壮大，高利基企业指数整体跑赢东交所TPX指数，NITTOKU株式会社在资本市场的培育下两次入选全球高利基企业，上市以来业绩和股价表现良好。

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：经济大幅下滑；资本市场改革政策大变动；行业景气度低于预期。

行业公司

【食品饮料】消费复苏贯穿全年，结构分化择机布局——食品饮料行业2023年中期投资策略-20230507

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003

1.市场表现：食品饮料跑输市场，软饮料板块表现较好

食品饮料涨幅跑输大盘，软饮料板块表现突出。2023年1-4月食品饮料板块下跌1.1%，跑输沪深300约13.1pct，在一级子行业中排名靠后（第二十四）。分子行业看，软饮料板块表现突出（+7.2%），啤酒（+5.8%）也获得明显超额收益。调味品（-8.5%）、熟食（-25.8%）跑输食品饮料板块。软饮料板块表现较好，主要是香飘飘（+40.3%）由于新品推广逻辑涨幅较多。

2.基金持仓：一季度末食品饮料重仓比例环比回升

从基金重仓持股情况来看，2023Q1食品饮料配置比例（持股市值占股票总市值比例）由2022Q4的15.26%略回升至15.42%水平，环比提升0.16pct。一季度期间食品饮料股价跑输大盘：1-2月仍处于消费回暖阶段，股价表现领先；3月呈现弱复苏状态，股价随之回落。

3.总量判断：消费弱复苏

从宏观层面来看，2022年底消费开始缓慢复苏，2023年春节旺销也验证消费回暖表现。观察经济数据，2023

年一季度 GDP 增 4.5%，是 2022 年一季度以后的增速高点。同时 3 月社零数据也有向好表现（10.6%）。从微观层面来看产业表现，呈现弱复苏趋势：食品制造企业 2023 年 1-3 月营收增速 1.2%，增速略回暖；利润总额同比下滑 4.6%，下滑幅度收窄，也表明产业正在缓慢复苏。

4.投资机会：消费复苏贯穿全年，寻找确定性标的

板块中白酒首选，建议配置高端与地产酒，次高端可低位布局。当前白酒估值处于近年偏低水平。建议按照业绩确定性原则布局，一方面可配置高端白酒与地产酒，业绩稳健，如泸州老窖、五粮液、洋河股份、古井贡酒等，受益标的今世缘；另一方面随着后续商务场景增加，经济活跃度提升可能给次高端白酒带来弹性机会，如山西汾酒、舍得酒业等。

大众品仍处回暖过程，自上而下配置复苏行业，自下而上寻找弹性标的。全年维度大众品配置两条思路，一是餐饮较快复苏，配置餐饮链条：啤酒、调味品、餐饮供应链，建议关注青岛啤酒、中炬高新、海天味业等；二是出行恢复后客流量增多，配置连锁店模式相关企业。虽然短期市场博弈气氛较浓，但全年维度来看食品饮料还是好选择。可选择弹性大的看长小标的，如零食行业甘源食品等。

风险提示：宏观经济波动风险、消费复苏进度低于预期风险、原材料价格波动风险等。

【非银金融】关注中特估对非银板块的定价，基金新发超预期——行业周报-20230507

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

本周（2023.5.4-2023.5.5，下同）观点：关注中特估对非银板块的定价，基金新发超预期

从近两周板块表现看，除了一季报的影响外，国企改革和中特估对非银板块的定价影响在明显增强。2022 年 11 月 22 日至 2023 年 5 月 4 日，非银金融行业所有标的算数平均涨幅 13%，其中央企公司上涨 20%，央企标的“中字头”标的平均上涨 29%。我们看好非银板块中“中特估”主线的机会：（1）央国企金融上市公司受益于国企改革，ROE 和分红率提升、永续经营带来的估值溢价，均有望带来估值重塑，中字头、基本面明显改善、高股息率标的受益；（2）优质央国企上市和资产整合有望为产业投资和投行业务带来新机遇，产融协同优势明显的央企金控类标的受益。（3）非银公司的权益持仓有望较大程度受益于国央企大盘蓝筹大盘股的分红提升和资产增值，保险公司具有高杠杆经营、权益头寸比重扩大等优势，更加受益于中特估。

保险：中特估提升保险股弹性，2 季度资产和负债端景气度或延续

（1）保险股连续两周体现出明显的超额收益，一方面我们认为与一季报净利润超预期、NBV 确立复苏趋势有关，另一方面，我们认为中特估的主线机会在非银金融领域逐步扩展，保险股尤其是央企保险股受益于国企改革和中特估，除了自身作为央企有重估的影响外，保险的投资业务具有极强的权益弹性，央国企大盘蓝筹股的上涨或分红增加会直接带动保险投资回报率提升。而会计准则调整后，利率对净利润的影响发生变化，权益影响加大，2 季度保险投资端或仍有较好表现。（2）保险负债端有望延续复苏趋势，2 季度保险资产和负债端景气度有望延续，政策面偏暖，中特估带来新机会，继续看好保险板块性机会。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：5 月基金新发或延续改善趋势，券商板块明显滞涨，关注板块机会

（1）本周日均股基成交额 1.23 万亿，环比+0.1%，同比+34%；本周新发偏股/非货币基金 92/95 亿，同比+289%/-68%，5 月偏股基金新发开门红，偏股基金连续 3 个月同比改善，重视居民储蓄向基金产品迁移趋势。（2）券商一季报同比高增主要受益于自营投资改善，在经纪、投行和资管等业务复苏较弱(同比下降)的数据下，市场对一季报定价相对克制。从 4 月数据看，交易量、基金新发和 IPO 均明显改善，居民储蓄向投资迁移或已开启，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

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。

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。

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。

【建材】保交楼有望加速落地，看好后周期建材配置价值——行业周报-20230507

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003 | 朱思敏（联系人）证书编号：S0790122050026

保交楼有望加速落地，看好后周期建材配置价值

4月28日中共中央政治局召开会议，强调“房住不炒”定位不变，“保交楼、保民生、保稳定”仍是2023年地产主基调。从短期来看，保交楼政策有望加速落地，地产竣工端有望先于开工端回暖；从长期来看，存量房翻新需求或将逐步释放，C端消费建材业绩增速或将明显高于B端。受五一假期以及降雨的影响，短期玻璃产销表现走弱，本报告期库存小幅增长，环比增长3.04%；现货厂家延续提价趋势，价格突破2200元/吨，环比增长5.13%。Q2是上半年传统施工旺季，且地产项目复工进展整体呈现逐步修复态势，玻璃基本面有望延续修复态，短期内玻璃价格仍具备上涨动力。中长期来看，随着2023年6-9月500万吨天然碱、300万吨联氨碱陆续投产，盈利弹性有望加速释放，但需持续关注下半年需求释放弹性以及玻璃生产商复产节奏。受益标的：信义玻璃、旗滨集团。受年报季报披露的情绪扰动，近期消费建材板块回调明显。家装需求具有时滞性，受益于2023Q1地产新房、二手房销售超预期修复，2023Q2消费建材C端业务有望实现高速增长，优先推荐布局零售业务的消费建材企业。消费建材板块，受益标的：（1）业绩修复弹性较大的东方雨虹和三棵树，受益地产销售回暖以及渠道布局完善，零售业绩兑现预期较强，在节后未出现疫情高峰的背景下，业绩有望超预期。（2）经营稳健的伟星新材，深耕零售业务，地产下行周期背景下业绩呈现较强韧性。受益于财政前置，2023Q1基建投资（不含电力）持续高速增长，2023Q1同比增速达8.8%；其中水利管理投资同比增长10.3%。国家将“优先支持在建项目、尽快形成实物工作量”作为主要目标，基建项目有望加速落地，进一步带动水泥、管材、防水需求。受益标的：上峰水泥、华新水泥、海螺水泥、东方雨虹、科顺股份、伟星新材。“双碳”时代下，风电、光伏成为能源低碳转型的重要途径，受益于政策红利以及产业技术迭代，产业链景气度有望显著提升。2023年或是光伏、风电装机大年，碳纤维、光伏玻璃、玻纤将会持续受益需求的增长。受益标的：光威复材、中复神鹰、旗滨集团、福莱特、中国巨石、中材科技、金晶科技、耀皮玻璃。

行情回顾

本报告期（2023.5.4-2023.5.5，下同）建筑材料指数下跌0.08%，沪深300指数下跌0.30%，建筑材料指数跑赢沪深300指数0.22个百分点。近三个月来，沪深300指数下跌1.45%，建筑材料指数下跌8.82%，建材板块跑输沪深300指数7.37个百分点。近一年来，沪深300指数上涨2.47%，建筑材料指数下跌14.36%，建材板块跑输沪深300指数16.83个百分点。

板块数据跟踪

水泥：截至2023年5月6日，全国P.O42.5散装水泥平均价为374.54元/吨，环比微跌0.26%；水泥-煤炭价差为235.11元/吨，环比上涨0.42%；全国熟料库容比66.49%，环比下降0.74pct。

玻璃：截至5月6日，全国浮法玻璃现货均价为2244.61元/吨，环比上涨109.55元/吨，涨幅为5.13%；光伏玻璃均价为162.50元/重量箱，环比持平。浮法玻璃-纯碱-石油焦价差为159.38元/重量箱，环比上升0.96%；浮法玻璃-纯碱-重油价差为40.98元/重量箱，环比上升16.49%；浮法玻璃-纯碱-天然气价差为43.40元/重量箱，环比上升13.80%；光伏玻璃-纯碱-天然气价差为93.18元/重量箱，环比上升0.66%。

玻璃纤维：截至5月6日，无碱2400号缠绕直接纱主流出厂价为3800-4100元/吨不等，SMC合股纱2400tex主流价为4600-5200元/吨，喷射合股纱2400tex主流价为6600-7600元/吨。

风险提示：经济增速下行风险；疫情反复风险；原材料价格上涨风险；房地产销售回暖进展不及预期风险；国内保交楼进展不及预期；房企流动性风险蔓延压力；基建落地进展不及预期风险。

【化工】周期与国产替代共振，化工新材料大有可为——新材料行业2023年中期投资策略-20230507

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 徐正凤（联系人）证书编号：S0790122070041 | 蒋跨越（联系人）证书编号：S0790122010041

半导体周期见底+AI产业浪潮兴起，化工新材料大有可为

根据群智咨询数据，全球主要晶圆厂稼动率在2022Q2-Q4出现逐季下滑，预计在2023Q2行业稼动率将触底，随着下游需求回暖，2023H2开始晶圆厂稼动率有望缓慢修复；随着消费电子品牌在2023Q2库存回归健康，预测2023H2开始消费电子市场将温和复苏。自2022年12月OpenAI发布ChatGPT起，全球科技巨头密集发布相关产品，AI产业链基本分为基础层、技术层和应用层三个层面，随着AI产业浪潮兴起，产业链迎来新的发展机遇。半导体周期见底复苏在即与“卡脖子”材料国产替代浪潮双击之下，化工新材料大有可为。

（1）冷却液：算力提升驱动液冷技术发展，冷却液前景可期

AI应用更迭和通用大模型的训练与推理对算力设备和承载算力的数据中心均提出更高要求，伴随算力密度的提高，算力设备、数据中心机柜的热密度都将显著提高，液冷技术凭借优良的制冷效果和能效在数据中心散热和算力设备散热的全链条导入将加快，氟化物则是最具前途的电子设备液体冷却剂之一。受益标的：巨化股份、新宙邦等。

（2）半导体材料：AI芯片需求持续提升，半导体材料需求广阔

半导体材料和设备是AI芯片产业的基石，全球半导体产业东进+“自主可控”驱动半导体材料需求提升。半导体材料主要分为基体材料、晶圆制造材料、封装材料和关键元器件材料等，晶圆制造材料包括硅片、光掩模版、光刻胶、光刻胶辅助材料、工艺化学品、电子特气、靶材、CMP抛光材料及其他材料等。受益标的：硅片（沪硅产业、TCL中环、立昂微、中欣晶圆）、电子特气（华特气体、金宏气体、凯美特气、和远气体、昊华科技、中船特气等）、掩模版（清溢光电、路维光电等）、光刻胶（圣泉集团、万润股份、瑞联新材、强力新材、彤程新材、飞凯材料、雅克科技等）、湿电子化学品（格林达、中巨芯、润玛股份、飞凯材料、兴发集团、新宙邦等）、CMP材料（鼎龙股份、安集科技）、封装材料（国瓷材料、德邦科技、联瑞新材、雅克科技等）等。

（3）PCB材料：覆铜板向高频高速演进，材料体系更迭出新

PCB产业东进带动“电子树脂-覆铜板”国产化，覆铜板主要由铜箔、树脂、玻纤布三大原材料组成，目前高频高速覆铜板是覆铜板产业增长最快的领域，苯并噁嗪树脂、马来酰亚胺树脂、官能化聚苯醚树脂等新型电子树脂是具备优异介电性能和PCB加工可靠性的材料，球形硅微粉则更适合高端覆铜板、芯片封装用环氧塑封料，PI材料可用于FPC基材、覆盖膜及补强中。受益标的：电子树脂（东材科技、中化国际、圣泉集团、同宇新材等）、硅微粉（联瑞新材、雅克科技等）、PI材料（瑞华泰、万润股份、瑞联新材等）。

（4）显示材料：AI应用方兴未艾，显示材料百花齐放

应用层是AI产业的延伸，以5G为代表的先进通讯技术、人工智能技术、智能交互技术、传感器技术、先进软件算法等技术，和智能硬件进一步融合，创造出大量新型应用场景和产品需求，推动虚拟/增强现实、智能无线耳机、智能可穿戴、智能家居等新兴智能硬件产品的持续发展，光学膜、OLED材料、液晶材料、COC/COP等显示材料显现出未来应用空间和市场潜力。受益标的：COC/COP（阿科力）、光学基膜（东材科技、长阳科技、洁美科技、皖维高新等）、OLED材料（莱特光电、瑞联新材、万润股份、奥来德、濮阳惠成等）、液晶材料（瑞联

新材、万润股份、八亿时空等)。

风险提示：技术发展及商业化不及预期、行业竞争加剧、行业监管政策变化、需求复苏不及预期等。

【商贸零售】十一部门联合印发《关于进一步加强医疗美容行业监管工作的指导意见》，关注合规医美龙头企业——行业周报-20230507

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

十一部门联合发文，关注合规医美产品龙头、医美机构龙头

本周（2023.5.4-2023.5.5，下同），市场监管总局等十一个部门联合印发《关于进一步加强医疗美容行业监管工作的指导意见》。新监管政策主要通过准入及日常监管中采取公开公示以及多部门协同的方式、明确禁止违法医美“导购”行为、对生活美容和医疗美容的边界进一步划分等发力点，进一步打通以往医美行业中的监管盲区，有力推动解决医疗美容行业的突出问题。受益于线下消费场景恢复，2023Q1 医美行业整体回暖，行业基本面已企稳回升；长期看，医美行业渗透率、国产化率、合规化程度等多维提升逻辑未变。此外，监管部门近年来先后发布覆盖产品、机构、广告营销等多方面的系列规范，此次十一部门联合发文更是验证严监管势头不改，长期利好具备合法合规资质的医美产品和医美机构龙头，我们看好旗下有丰富合规产品及布局管线的医美产品龙头爱美客，以及医美业务有望迎来“内生+外延”双重复苏的朗姿股份。

行业关键词：现场个性化服务、Kenvue、蓝绷带 2.0、多酸冻膜、Sculptra

【现场个性化服务】欧莱雅获全国首张“现场个性化服务”化妆品生产许可证。

【Kenvue】强生旗下 Kenvue 公司申请在美上市。

【蓝绷带 2.0】米蓓尔推出升级新品“蓝绷带 2.0”，修复力更强，褪红力更高效。

【多酸冻膜】肌活针对毛孔粗大、痘痘反复等问题推出新品“多酸冻膜”。

【Sculptra】高德美旗下童颜针 Sculptra 获 FDA 批准新适应症。

板块行情回顾

本周，商贸零售指数报收 2539.54 点，下跌 0.61%，跑输上证综指（本周上涨 0.34%）0.95 个百分点，板块表现在 31 个一级行业中位居第 15 位。零售各细分板块中，本周多业态零售板块涨幅最大，2023 年年初至今商业物业经营板块领跑。个股方面，本周焦点科技（+21.0%）、国芳集团（+11.7%）、小商品城（+9.5%）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）：关注具备强产品力、强品牌力及强运营能力的国货美妆龙头，重点推荐珀莱雅；

投资主线二（医美）：行业具备较强成长性，关注合规龙头企业，重点推荐医美产品龙头爱美客、医美机构龙头朗姿股份；

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。

【非银金融】上市险企一季报超预期，重申保险板块年度机会——上市险企 2023 年一季报综述-20230507

高超（分析师）证书编号：S0790520050001 | 吕晨雨（分析师）证书编号：S0790522090002

上市险企一季报超预期，重申保险板块年度机会

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寿+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。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%>中国人寿 51.0%>新华保险 50.0%>中国人寿 45.4%；展望看，2023Q2 资产负债两端景气度有望延续。4月28日政治局会议定调稳增长，宏观经济政策面偏暖。同时，负债端新产品定价政策有望进一步催化居民保险产品需求释放，2023Q2 资产及负债两端有望延续景气度改善趋势。2023Q1 末机构持仓仍然较低，交易并不拥挤，重申保险板块年度机会。首推NBV 同比及转型领先的中国太保，推荐NBV 同比超预期的中国平安、中国人寿，受益标的资产端弹性较大且受益于新准则应用利润释放较大的新华保险。中国财险有望受益于财险板块持续释放利润。港股推荐友邦保险、众安在线。

新准则应用及权益市场改善带动利润高增，承保利润利于筛选险企

2023 年上市险企应用新金融工具准则与新保险合同准则，新准则下，各上市险企归母净利润及同比分别为中国人寿 273.5 亿元、同比+78.0%，中国平安 383.5 亿元、同比+48.9%，中国太保 116.3 亿元、同比+27.4%，新华保险 69.2 亿元、同比+114.8%，中国人寿 117.2 亿元、同比+230.0%。我们预计新会计准则应用以及权益市场相对2022 同期表现较好带动新准则下归母净利润高增。新保险合同准则优化了上市险企财务报表列示，利于我们测算隐含费差及死差的承保利润及其占比，承保利润占比较高的险企 PEV 估值有望得到一定估值溢价。

寿险：数据验证供需两端改善，转型有望于 2023 年企稳筑底

2023Q1NBV 多数险企高于预期，负债端迎供需双重改善且有望持续。2023Q1NBV 同比改善主要系疫后居民储蓄型产品需求释放以及供给端寿险转型逐步见效带动，预计 2023 年全年储蓄型产品需求仍能保持相对高位及改善，保障型产品需求或随居民收入预期改善而复苏。Margin 表现有所分化，预计系产品结构影响所致。2023Q1 末中国人寿个险渠道代理人规模 66.2 万人，环比-0.9%、环比降幅有所收窄，中国平安代理人规模 40.4 万人，环比-9.2%。考虑到寿险行业转型仍处筑底企稳期，预计 2023 年人力仍将有一定幅度下降。

财险：车险与非车险保持增长，综合成本率有所分化

2023Q1 上市险企财险保费及同比分别为：太保财险 575.4 亿元、同比+15.4%，人保财险 1676.4 亿元、同比+10.2%，平安财险 769.6 亿元、同比+5.4%。2023 年前 3 月乘用车累计销量同比-7.3%，有所承压，车险保费预计受保全度提升同比改善有所带动：平安财险 500.3 亿元、同比+6.2%，太保财险 259.0 亿元、同比+6.0%，人保财险 679.3 亿元、同比+6.5%。非车险方面，预计农险及意健险带动明显：太保财险同比+24.5%、人保财险同比+12.8%、平安财险同比+3.8%。新准则下，上市险企 2023Q1 财险综合成本率有所分化：中国平安上升 2.0pct 至 98.7%、中国太保下降 1.2pct 至 98.4%、中国人寿下降 0.9pct 至 95.7%。中国平安上升主要系信用保证保险受宏观经济影响赔付率上升所致。

风险提示：保险需求复苏不及预期；权益市场波动高于预期。

【煤炭开采】高分红及 Q1 强业绩，煤炭股高胜率和安全性兼备——行业周报-20230507

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

投资逻辑：高分红及 Q1 强业绩，煤炭股高胜率和安全性兼备

本周（2023.5.1-2023.5.5，下同）国内秦港 Q5500 动力煤平仓价 998 元/吨，环比持平，最低港口煤价千元支撑已得到多次验证。一季度全社会用电量同比+3.6%，其中 3 月全社会用电量同比+5.9%，而一季度水电发力不足，其中 3 月水电同比下降 15.5%，截至 5 月 6 日三峡水库出库流量 1.2 万立方米/秒，同比-36.8%，水电缺口由煤电承担，3 月火电发电量同比大增 9.1%，火电仍是我国主要能源保障，国网预计 2023 年用电需求将同比增加 6%到

8%，动力煤需求有望继续提升。宏观数据也预示经济向好，一季度 GDP 增速 4.5%，基础设施投资增长 8.8%，制造业投资增长 7.0%，经济超预期回升；社会融资规模增量为 5.38 万亿元，比 2022 年同期多 7079 亿元，刷新历史同期新高；4 月 28 日政治局会议指出我国当前“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力得到缓解，经济运行实现良好开局，综合的宏观与微观角度来看，经济走势实际上已出现拐点，我们预期持续强化的数据改善，有望扭转市场对经济悲观的预期，从而移除对顺周期板块估值上的压制。从股票投资配置而言，煤炭板块“攻守兼备”的逻辑得到验证，我们对煤炭板块仍维持高胜率与高安全边际的逻辑推荐：如果对经济悲观，当前买入煤炭股票则多数可以获得 10% 左右的股息率，从年报和一季报发布的实际情况来看，高分红与超预期的业绩表现，都得到了资本市场资金在股价层面上给予的正面回应；如果看多经济，煤炭股同样也会成为进攻品种，作为上游资源环节必然受到下游需求的拉升而反映出价格上涨，再叠加煤炭产量供给的受限，价格还有望表现出超预期上涨，反映在股票层面上可以赚到更多的资本利得或更好的超额收益。从安全性而言，我们认为煤炭股的估值已经处在历史的底部区域，PE 估值对应 2023 年业绩多为 4-5 倍，以 PB-ROE 方法分析煤炭股高 ROE 而 PB 却大幅折价。陕西和内蒙在一级市场招牌挂出让矿权均实现了高溢价（陕西溢价率 500%+，内蒙溢价率 200%+），伊泰煤炭溢价 50% 回购 H 股并港股退市，这些均证明当前煤炭企业价值被严重低估；通过煤炭股二十年复盘，盈利稳定性高且持续高分红的公司确实会提升估值，中国神华从 2021 年 11 月以来的估值提升就是强有力的证明，“中国特色估值体系”对煤炭板块的估值提升也带来催化。高分红兼具高弹性的双重受益标的（前四再叠加高成长）：山西焦煤、广汇能源、兖矿能源、潞安环能、山煤国际；经济复苏及冶金煤弹性受益标的：平煤股份、淮北矿业（含转债）、神火股份（煤铝）；稳健高分红受益标的：中国神华、陕西煤业；中特估预期差最大受益标的：中煤能源；能源转型受益标的：华阳股份、美锦能源（含转债）、电投能源、永泰能源。

煤电产业链：夏季临近电厂有望补库，现货价格底部或已探明

供给端：本周晋陕蒙 442 家煤矿开工率为 85.16%，环比微涨 0.13 个百分点；3 月份进口煤为同比增长 151%，主因之前进口煤要在 4 月 1 日重征关税而抢先通关的影响。**需求端：**截至 5 月 5 日沿海八省电厂日耗为 173.1 万吨/天，主因假期停工所致。后期判断：供给方面，煤矿安全专项整治将持续至 2023 年底，对开工率和黑煤存在制约；进口煤零关税持续至年底将弱化进口煤抢先通关。需求方面，二季度是工业企业开工和需求的旺季，尤其是非电行业（水泥、化工）需求旺季，在政策保电煤供应的大背景下，非电行业需求也更多主导了现货煤价的走势，另外临近夏季电厂也将开启补库，因此预判现货煤价仍具备更强的向上动能。

煤焦钢产业链：需求偏弱，二季度旺季有望扭转

供给端：国内供给一定程度上受到矿难影响，进口煤受到蒙古和澳洲煤有增量，3 月进口数据也受到抢先通关影响；**需求端：**焦化厂和钢厂高炉开工率维持上行趋势，钢厂开工率位于近 5 年高点；焦化厂和钢厂的炼焦煤库存持续下跌处于历史底部。后期判断：供给方面：炼焦煤国内产量并无明显增量且没有保供政策，蒙古焦煤进口受到其产量的瓶颈限制、澳洲焦煤需要比较价差。需求方面：二季度也是“煤焦钢”产业链的旺季，此外政府工作报告提出 GDP 增速为 5% 左右的目标，预计相应的稳增长政策将在二季度落实和体现。

风险提示：经济增速下行风险，疫情恢复不及预期风险，新能源加速替代风险。

【农林牧渔】生猪短期或仍供大于求，低猪价持续消耗养殖户现金流——行业周报-20230507

陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001 | 李怡然（联系人）证书编号：S0790121050058

周观察：生猪短期或仍供大于求，低猪价持续消耗养殖户现金流

猪价低位运行，生猪短期或仍供大于求。据涌益咨询，截至 2023 年 5 月 5 日，全国生猪销售均价为 14.31 元/公斤，周环比下跌 0.23 元/公斤，猪价五一节前因下游备货增加而出现短期上涨，但节后再次回落。节后监控样本日均屠宰量有所下行，但仍维持相对高位。据农业农村部数据，2022 年 7 月能繁存栏为 4298 万头，月环比+0.49%，对应 2023 年 5 月生猪供给充足，我们预计短期生猪或仍供大于求。

4 月能繁去化趋势减弱，低猪价仍持续消耗养殖户现金流。据涌益咨询，2023 年 4 月监控企业能繁母猪存栏环

比+0.04%。4月能繁去化趋势有所减弱主要系天气回暖北方猪病影响减弱及仔猪销售利润可观养殖户补栏母猪意愿提升。自2023年以来低猪价致养殖亏损，养殖户现金流持续消耗。我们预计短期猪价或仍低位运行，养殖户资金压力仍大，补栏能繁母猪资金或受限。当前各上市猪企股价仍处相对低位，具备成本优势且产能稳步扩张的猪企具备配置价值。

周观点：白羽肉鸡周期上行利润可观，猪价持续磨底成长企业占优

供需双驱白羽鸡价上行，全产业链盈利由年初展开。推荐种源优势的白羽一体化龙头企业圣农发展、白鸡屠宰龙头企业禾丰股份。

猪价持续磨底消耗现金，上市成长企业仍具发展优势。当前行业受益优先级为：成长性>规模性>投机性。推荐：巨星农牧、温氏股份、牧原股份；相关受益标的：华统股份、新希望等。

非瘟疫苗上市后有望重塑猪用疫苗市场。非瘟疫苗商业化落地后，研发、生产优势企业将在后期受益。重点推荐：普莱柯、科前生物、中牧股份等。

粮食价格高位震荡，转基因商业化东风已至。关注具备转基因技术储备优势的大北农、隆平高科；国内玉米育种龙头企业登海种业。

本周市场表现（2023.5.1-2023.5.5，下同）：农业跑输大盘 1.76 个百分点

本周上证指数上涨 0.34%，农业指数下跌 1.43%，跑输大盘 1.76 个百分点。子板块来看，种子板块领涨。个股来看，顺鑫农业（+11.94%）、中水渔业（+10.81%）、獐子岛（+10.28%）领涨。

本周价格跟踪：本周豆粕、糖价格环比上涨

生猪养殖：据博亚和讯监测，5月5日全国外三元生猪均价为 14.42 元/kg，较上周下跌 0.16 元；仔猪均价为 34.53 元/kg，较上周下跌 0.08 元/kg；白条肉均价 18.37 元/kg，较上周下跌 0.16 元/kg。5月5日猪料比价为 3.81:1。自繁自养头均利润-308 元/头，环比-8.64 元/头；外购仔猪头均利润-278 元/头，环比+27.75 元/头。

白羽肉鸡：据 Wind 数据，本周鸡苗均价 3.33 元/羽，环比-23.62%；毛鸡均价 9.79 元/公斤，环比-2.68%；毛鸡养殖利润-0.98 元/羽，环比-0.30 元/羽。

风险提示：宏观经济下行，消费持续低迷；冬季动物疫病不确定性等。

【汽车】4月份重卡销量8万，同比大幅增长——行业点评报告-20230505

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

事件：4月份重卡销量8万，同比增长83%

根据第一商用车网初步掌握的数据，2023年4月份，重卡市场销量大约8万辆（开票口径，包含出口和新能源），环比3月份下滑31%，同比2022年同期的4.4万辆增长83%。2023年1-4月份累计销量32.1万辆，同比增长17%。自2023年2月份以来，重卡市场进入连续同比正增长，我们认为4月份的销量环比回落属正常现象，并参考2017-2019年重卡4月份销量环比增速分别为-8.9%/-11.6%/-20.2%，可见行业仍在触底反弹的复苏过程中。

出口市场持续繁荣，物流修复推动行业复苏

2023年重卡出口维持高增，1-3月份重卡出口量约7.52万辆，同比增长约108%，呈现逐月递增态势，其中2、3月份的出口销量均超过100%增速，4月份同比预计增长超过60%。我们认为，这主要是因为1)我国重卡产品的竞争力持续提升，且价格相较于国外品牌较低，性价比相对高，近几年来，我国重卡企业加大研发投入力度，产品质量、性能等得到大幅提升，甚至超越了部分合资品牌；2)新能源卡车出口高增，在“双碳”政策推动下，我国重卡企业积极进行新能源转型，并推动出口向上；3)俄罗斯等出口国需求高增，自疫情放开、经济复苏以来，国外企业对重卡的需求量高增，叠加我国重卡产品的高性价比，出口到俄罗斯等国家的卡车增多。此外，物流修

复带来重卡行业需求持续复苏，随着疫情常态化，经济复苏，叠加政府的支持政策，消费复苏有望为重卡公路货运需求量带来较大增量。

投资建议

我们认为当前时间点，对商用车全年销量并未低于预期，而头部公司的一季报业绩彰显了销量回暖后的利润弹性。其中，中国重汽(A)、潍柴动力和福田汽车一季报业绩均超预期，在 Q1 行业景气快速提升的背景下，各厂商迎来销量大幅回暖，中国重汽和潍柴动力在毛利率和费用率上的优势，实现业绩弹性的释放，同比增速分别为 80.53% 和 68.29%；福田汽车在重、轻卡市占率提升的基础上，实现了业绩同比增速近 120%。建议持续关注商用车板块：中国重汽 (A)、潍柴动力、福田汽车、一汽解放、骆驼股份。

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。

【海外】低位布局港股科技，拥抱 AI 新时代——海外市场 2023 年中期投资策略-20230506

吴柳燕（分析师）证书编号：S0790521110001 | 荀月（联系人）证书编号：S07901221100036

2023Q2-Q3 为重要窗口期，港股科技板块低位入场机会值得重视

(1) 复盘：2022 年 11 月-2023 年 2 月恒生指数上行主要由分母端驱动：国内疫情防控措施优化、经济强复苏预期、以及空头平仓驱动港股估值迅速修复。2023 年 2 月-2023 年 4 月港股盘整：南向资金获利了结压力、中美关系反复、美国信贷危机担忧、中国经济预期由强复苏转为弱复苏。(2) 展望：恒生科技指数重回历史低位，恒生科技指数 PE-TTM 约为 35 倍，接近 2021 年历史低点。短期内中美关系反复、美股调整风险仍是扰动因素，重点关注二三季度低位布局机会，伴随中国经济增长动力加速、美债利率下行有望驱动港股科技板块估值上行。

推荐标的：

消费电子：重点推荐 (1) 舜宇光学科技，手机光学格局改善、海外大客户进展顺利从而驱动手机光学业务企稳回升，汽车及 AR/VR 业务驱动 2024-2025 年业绩重回快速成长。(2) 高伟电子，2024 年有望切入海外大客户后摄模组业务、同时布局 MR/激光雷达业务，有望驱动 2024-2025 年业绩高成长。

半导体：重点推荐中芯国际、华虹半导体，估值处于低位、布局半导体周期左侧型机会，晶圆代工行业有望于 2023Q4 明显复苏；受益标的 ASM Pacific，全球半导体封装设备龙头，行业景气度仍承压，但估值较低，适合底部布局。

汽车：重点推荐 (1) 小鹏汽车，公司 2023 年管理优化有望驱动经营企稳，2024 年新车矩阵及低成本 ADAS 方案再次确立产品卖点驱动预期反转。(2) 英恒科技，少有的高增长低估值标的，受益汽车半导体价值量持续提升趋势。

互联网：重点推荐美团，公司积极应对抖音在本地生活领域的竞争，到店业务持续快速增长及利润稳健兑现，有望驱动估值修复。受益标的腾讯，仍为互联网板块确定性机会，关注 AI 大模型及行业应用落地。

计算机：重点推荐 (1) 金山软件，持续受益信创+AIGC 趋势；(2) 联想集团，PC 行业龙头周期性企稳回升，同时 AI 智能服务器业务提振估值。

风险提示：宏观经济增速不及预期、海外货币政策不及预期；国际关系恶化、地缘政治风险提升；基础大模型或 AIGC 应用研发拓展不及预期；监管政策变动限制 AIGC 发展速度；产能及供应链风险。

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