

国都投资研究周报

策略周报：总量政策预期弱化，科技产业政策升温，指数缓升结构轮动

一、市场展望：总量政策预期弱化，经济复苏弹性有限，指数缓升结构轮动

1、市场脉动：内外环境边际转弱，成长与周期引领回调

3月下旬起，随着美联储会议决议公布，市场对于美元加息终点临近预期明朗且稳定（5月初大概率为本轮最后一次加息 25bp），同时欧美监管机构迅速出手并暂时舒缓了局部银行业流动性危机，提振全球风险偏好回升；同时，国内小幅降准时间点早于预期，稳货币宽信用政策总基调未变。尤其是前期陆续公布的3月PMI、信贷社融、进出口贸易等数据均好于预期，表明疫后经济温和复苏持续。

以上国内外政策预期趋稳、国内疫后经济复苏略好于预期支撑下，推动3/16-4/17全球主要股指普遍反弹6-12%，MSCI中国A股指数（人民币）、万得全A反弹3.3%，涨幅相对靠后，而恒生科技、科创50显著反弹10.0%、13.2%而居前。

然而，4/17起内外环境边际变化下，市场对于流动性边际收敛预期有所担忧，导致A股引领全球主要股指震荡回调：1）央行一季度货币政策例会公告内容措辞的边际收敛变化；4/18公布的我国一季度GDP同比增速4.5%明显好于预期、完成全年目标5%左右目标压力不大，预计继续出台刺激扩张性政策的概率降低。

2）4月底公布完毕全部A股的22年报、23一季报表明上市公司业绩增速仍在磨底期，盈利能力仍处于缓慢下行探底阶段；而4月制造业PMI环比明显回落至荣枯线下方，也表明疫后经济恢复的基础尚不牢固。

3）5/3美联储议息会议公告及会后鲍威尔的发言，使得市场对于美元降息时点的不确定性提高，需视后续美国通胀、就业及时薪等数据状况，而最新公布的4月美国非农就业数、失业率强劲，或使得美元维持高位限制性利率水平的较长时间，降息时点或延后等。

以上市场环境预期变化压力之下，叠加AI+主题板块交易拥挤度存在自峰值回落的压力释放，进一步加快市场调整节奏。4/18-5/5交易期间，美元指数保持在近一年低位101附近窄幅震荡，人民币兑美元汇率小幅贬值0.6%至6.92附近，10Y/2Y美国国债利率各-16/-26bp至3.44%/3.92%；MSCI全球、发达、新兴市场各-0.4%、-0.2%、-2.2%，其中MSCI中国A股指数、恒生指数、恒生科技领跌-3.5%、-3.5%、-8.4%。

研究员：白姣姣

电话：010-84183207

Email：baijiaojiao@guodu.com

执业证书编号：S0940519060001

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

A股主要股指普遍震荡回调1.5-8.0%，低估值高股息率的“中特估”逆势上涨下，上证指数、上证50相对抗跌，而科创50、创业板50领跌-8.0%附近；板块风格来看，期间成长(-7.0%)<周期(-5.4%)<消费(-2.3%)<金融(+3.0%)；行业普遍下跌3%以上，期间电子、有色金属、基础化工、计算机、建材、社会服务、机械、钢铁等板块以13-6.0%的跌幅居前，传媒逆势大涨14%，银行、纺织服装、非银、建筑、公用事业等板块上涨4.0-1.0%不等，食品饮料、煤炭、交运、环保、国防军工等板块跌幅在-3.0%以内相对较轻。

(以上数据来源：WIND，国都证券，下同)

2、近期市场展望：业绩尚在磨底，指数震荡缓升，风格短期收敛均衡

1) 整体业绩尚在磨底，大盘指数相对稳健，双创指数波动回落。全部A股的22年报及23一季报显示，上市公司业绩仍在底部震荡，业绩增速与盈利能力的向好拐点或待23H2。全部A股上市公司22年报、23一季报的营收各同比+6.6%、+3.8%，归母净利润各同比+0.8%、+1.4%，ROE(TTM)分别为8.9%、8.5%；剔除金融石油石化后全A的22年报、23一季报营收各同比+6.6%、+3.9%，归母净利润各同比-1.4%、-6.5%，ROE(TTM)分别为8.2%、7.6%。整体来看，22年报、23一季报的业绩增速、盈利能力均处于22Q1以来的低位震荡磨底期。主要指数的业绩表现来看，沪深300等大盘股业绩保持平稳增长，盈利能力在较高水平略有回落，22年报、23Q1的营收/净利润各同比+8.9%/+3.7%、5.0%/+6.0%，ROE(TTM)分别为10.6%、10.2%，营收增速随名义GDP增速回落而放缓(22年、23Q1名义GDP同比+5.3%、+5.0%)，但净利润增速略有反弹，ROE稳中略降。而创业板、科创板、中证500等中小盘股的业绩增速、ROE盈利能力普遍下行，具体数据方面，22年报、23Q1的创业板营收/净利润各同比+19.2%/+9.9%、11.2%/+3.0%，ROE(TTM)分别为8.0%、7.3%，科创板营收/净利润各同比+29.2%/+5.6%、+0.3%/-46.8%，ROE(TTM)分别为7.7%、6.8%，中证500营收/净利润各同比+3.7%/-18.4%、+3.3%/-9.2%，ROE(TTM)分别为6.9%、6.4%。

2) 单季度风格板块业绩表现来看，金融与消费回升明显，而成长与周期承压回落。按风格板块单季度业绩表现来看，金融、消费板块业绩增速回升明显，而成长、周期板块业绩仍承压。23Q1金融、消费的营收/净利润各同比+6.3%/+10.3%、+6.1%/+9.3%，均较22年第四季度的-5.4%/-8.8%、+2.2%/-11.3%的同比增速明显回升，ROE(TTM)环比稳中微降至8.6%、9.8%；而成长、周期板块的23Q1业绩增速、ROE均较22年报放缓，23Q1成长、周期的营收/净利润各同比+5.5%/-10.1%、-0.4%/-18.2%，均较22年第四季度的+10.2%/+51.8%、+3.4%/-30.1%的同比增速普遍明显回落，ROE(TTM)环比分别回落0.68、1.08个百分点至7.3%、9.4%。

3) 按行业板块来看，部分下游消费、计算机与传媒、非银金融等行业板块业绩已处于回升周期，而电子、汽车、机械、军工、建材、钢铁、房地产等中游制造为主的板块正处于底部企稳阶段，上游周期、电气设备、医药生物、农林牧渔等行业板块业绩位于放缓阶段。

具体来看，业绩回升显著的包括非银金融、房地产、休闲服务、计算机、传媒等，23Q1净利润同比增速较22年回升幅度高达70-600个百分点不等；业绩稳中有升的包括家电、食品饮料、建筑装饰，净利润同比增速保持12-17%较快增速，且较22年回升3-5个百分点；业绩处于底部企稳阶段的行业板块以中游制造业为主，包括电子、汽车、机械、军工、建材、钢铁、房地产等，净利润同比增速环比变化普遍在±10个百分点以内；业绩自高位明显回落的包括电气设备及新能源、农林牧渔、采掘、化工、有色金属，23Q1净利润同比增速较22年回升幅度高达20-65个百分点不等。

4) 风格短期收敛均衡。资金方面，公募基金23年一季报显示，权益类基金仓位已攀升至历史高位89%附近，且基金份额普遍呈现净赎回态势，增量发行仍较低迷，市场存量资金博弈态势持续。公募基金指数板块配置方面，呈现“由大转小”特征，1Q23基金整体减配沪深300、创业板，增配中证500、科创板。行业配置调整方面，1Q23基金减配电气设备及新能源、国防军工、银行、医药CXO等，而增配计算机、半导体、通信、传媒、食品饮料、创新药及医疗服务等。

同时，TMT交易拥挤度正由过热逐步降温，交易占比分化趋于收敛，后续若消费、金融地产基本面产生正向预期差，或继续催化资金回归均衡配置。随着TMT板块成交占比于4/6触及历史峰值50.2%后，近三周(4/7-27)呈现震荡回落至4/27的38%，期间日均值42.9%仍显著高于历史均值22.5%；期间消费、金融地产板块成交占比震荡回升至4/27的14.9%、6.3%，日均值较前期低位各回升至1.1、1.9个百分点至12.1%、5.4%（仍低于历史均值16.6%、11.5%）。以上各主要风格板块的成交额占比的边际变化，初步反应了资金对于板块配置的边际调整，并与板块表现强弱呈现了较强的相关性，期间消费、金融地产板块指数相对成长风格取得超额收益4.4、8.8个百分点。

政策方面，随着基本面温和恢复但略好于预期，货币信贷政策虽有边际小幅收敛压力（人民银行一季度例会措辞微调的反应），但三季度前PPI持续通缩下流动性有望保持合理充裕，预计板块风格逐步回归轮动均衡，低估值、低成交占比但基本面预期触底改善的金融地产、消费板块有望阶段性补涨。

5) 预期-现实强弱反向制衡下，或进一步决定短期风格轮动均衡。综合判断，短期上市公司业绩尚在磨底，同时市场在宏观经济复苏动能提速、复苏分化走向均衡前，对于经济与公司业绩回升空间相对谨慎。同时，近期市场受行业板块间的预期-现实强弱反向制衡，单一风格板块难以持续独领风骚，近期或更多呈现轮动加快、均衡收敛的特征。对TMT板块的中期预期向好，但23Q1乃至Q2业绩仍在磨底，表现为强预期弱现实；

而金融地产板块中期预期谨慎，但近期业绩整体平稳甚至反弹（非银金融），呈现为弱预期强现实；服务消费板块业绩回暖正在兑现，但股价或早已提前 Price-in。

3、中期市场风格展望：总量政策预期弱化，经济复苏弹性有限，科技成长风格仍占优。中期市场风格展望：经济总量复苏好于预期，政策或边际收敛，科技成长风格仍占优

1) 一季度经济总量复苏好于预期。一季度实际 GDP 同比 4.5%，好于市场预期值 4.0%，疫后初期经济总量复苏好于预期，恢复节奏分化明显。当前服务消费回补拉动为主，中期尚需耐用品消费回暖均衡接力，或有待就业状况、企业盈利及居民收入实质改善。

2) 总量政策预期弱化，逆周期刺激性政策出台概率较低，注重内生性恢复动力。受一季度经济总量恢复好于预期，市场对 23 年 GDP 增速预期值已连续上调至 5.6%，明显高于政府预期目标至 5% 左右，预计进一步出台刺激性政策的必要性或动力降低，即大规模放松房地产限购限贷政策、全面财税补贴居民大宗消费的刺激性政策出台的可能性进一步下降，而一以贯之坚持创新驱动高质量发展为核心目标。

4 月底中央政治局会议对下阶段宏观政策设定的总基调以稳中求进为主，总体符合预期，也印证逆周期刺激性政策出台概率较低判断。此次会议作出以下几方面的研判与部署：

一宏观形势方面，会议总体对一季度经济运行作出了较为肯定的评价，但同时指出内生动力不强需求不足。会议指出，一季度经济社会全面恢复常态化运行，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力得到缓解，经济增长好于预期，市场需求逐步恢复，经济发展呈现回升向好态势，经济运行实现良好开局。但同时指出，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，经济转型升级面临新的阻力，推动高质量发展仍需要克服不少困难挑战。

二下阶段宏观政策取向方面，坚持稳中求进，财政与货币政策取向总体不变，侧重形成扩大需求的合力。会议强调，要坚持稳中求进工作总基调，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，统筹推进经济运行持续好转、内生动力持续增强、社会预期持续改善、风险隐患持续化解，乘势而上，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

同时强调，恢复和扩大需求是当前经济持续回升向好的关键所在。积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要精准有力，形成扩大需求的合力；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；要发挥好政府投资和政策激励的引导作用，有效带动激发民间投资。

三产业政策方面，会议指出要加快建设以实体经济为支撑的现代化产业体系，加快突破短板领域，做大做强优势领域。提出要巩固和扩大新能源汽车发展优势，加快推进充电桩、储能等设施建设和配套电网改造。要重视通用人工智能发展，营造创新生态，重视防范风险。

四房地产方面，会议指出，要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，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，促进房地产市场平稳健康发展，推动建立房地产业发展新模式。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。

3) 之前人行例会已透露政策边际收敛信号。以上研判，从前期人民银行一季度例会内容的措辞边际变化，可得到初步印证。与 22 年四季度例会措辞对比来看：一宏观经济形势的判断，新增“国内经济呈现恢复向好态势”，删除了“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力；

二下阶段货币政策与工具取向方面，更侧重“跨周期调节、总量合理、节奏平稳”，替代之前三重压力下的“加大逆周期调控力度、加大实施力度”，边际上倾向收敛平衡；

三融资成本方面，由“推动降低企业综合融资成本和个人消费信贷成本”调整为“推动企业综合融资成本和个人消费信贷成本稳中有降”，降低变为稳中有降，表明降成本的紧迫性或空间下降。

4) 密集部署加快建设现代化产业体系，科技产业政策出台预期升温。4 月底以来，中央、国务院顶层决策机构密集部署加快建设现代化产业体系，预计后续配套科技产业政策的有望出台。4 月底中央政治局会议指出，要加快建设以实体经济为支撑的现代化产业体系，加快突破短板领域，做大做强优势领域，并提出：要巩固和扩大新能源汽车发展优势，加快推进充电桩、储能等设施建设和配套电网改造；要重视通用人工智能发展，营造创新生态，重视防范风险。

近日中央财经委员会会议再次研究加快建设现代化产业体系问题，提出：要把握人工智能等新科技革命浪潮，保持并增强产业体系完备和配套能力强的优势，高效集聚全球创新要素，推进产业智能化、绿色化、融合化，建设具有完整性、先进性、安全性的现代化产业体系。会议同时指出：要完善新发展阶段的产业政策，把维护产业安全作为重中之重，强化战略性领域顶层设计，增强产业政策协同性；要加强关键核心技术攻关和战略性资源支撑，从制度上落实企业科技创新主体地位；把扩大内需战略和创新驱动发展战略有机结合起来，加强产业链供应链开放合作；要大力建设世界一流企业，倍加珍惜爱护优秀企业家，大力培养大国工匠。

5) 中期科技成长风格仍占优。综合“经济温和复苏、政策预期降温”的宏观政策组合环境来看，预计年内经济复苏弹性不足，但完成政府预期目标值压力也不大，逆周期刺激性政策出台的概率下降，因而低估值、低仓位的金融地产、耐用品消费板块的向上修复空间有限；

而数字中国、补短板强链条的硬核科技安全自主创新战略下，叠加全球 AIGC 大模型竞赛驱动的算力芯片需求

爆发式释放，TMT 软硬件科技板块中期有望进入新一轮高景气；虽然年初至今 TMT 板块相对收益较为显著，但当前板块估值仍处于历史分位数安全甚至偏低水平。综合判断，中期科技成长风格仍占优。

二、宏观经济跟踪与展望：疫后经济总量温和复苏，节奏分化有待均衡

1、一季度经济恢复态势：总量温和复苏，价格连续走弱。近日国家统计局公布 1Q23 及 3 月宏观经济数据，一季度实际 GDP 同比+4.5%，好于一致预期值+4.0%，环比+2.2%，主要系 3 月消费、出口贸易及房地产销售额强于预期所致，各同比增速显著反弹至+10.6%、+14.8%、+4.1%。衡量价格变化来看，23 年一季度 GDP 平减指数环比显著下降至 0.45%，为自 4Q21 阶段见顶 4.6%后连续第六个月回落，反应一季度 CPI 同比涨幅逐月回落（1-3 月依次为 2.1%、1.0%、0.7%）、PPI 同比降幅逐月扩大的状况（1-3 月依次为-0.8%、-1.4%、-2.5%）。综合量价因素，一季度名义 GDP 同比+5.0%，为 3Q20 至今十一个季度中仅高于 2Q22、4Q22 的 3.9%、3.0%，也明显低于期间季度名义 GDP 同比平均增速 8.6%。考虑到企业营收、利润增速与名义 GDP 增速高度相关，预计 1Q23 上市公司整体业绩增速仍位于近三年低点。此前已公布的前 2 月工业企业营收、利润总体各同比-1.3%、-22.9%，均为 20 年三季度末以来低点。

2、疫后初期经济恢复节奏分化明显。从疫后初期经济恢复节奏来看，行业间甚至行业内部分化明显，一季度恢复节奏呈现出“服务业消费需求回补快、耐用品消费持续偏弱，房地产积压需求释放、但房地产投资反复低迷、基建与制造业投资稳中有降”的分化特征。

1) 服务消费需求回补较快较强。一季度疫后经济恢复初期，此前受疫情影响较大的接触型聚集型服务业回补明显，一季度服务业增加值同比增长 5.4%，环比加快 3.1 个百分点，也明显高于第一、二产业的 3.7%、3.3% 同比增速；此外，3 月全国服务业生产指数同比增速较前 2 月加快 3.7 个百分点至 9.2%，表明当前服务业消费需求仍处于较强回补中，其中住宿和餐饮业、IT 服务业，交运仓储邮政业生产指数分别增长 29.9%、12.0%、11.9%，较前 2 月各加快 18.3、2.7、7.7 个百分点。同时，接触型或社交型消费需求回补，也带动服装、化妆品、金银珠宝等消费回暖，3 月同比增速各显著回升至 17.7%、9.6%、37.4%。

疫后初期，此前被压抑的服务消费需求集中回补释放，成为拉动经济增长的主动力，一季度最终消费对经济增长的贡献率为 66.6%，比 22 年明显回升；人流物流趋于活跃，一季度货运量、客运量各同比增长 5%、26.3%，其中铁路、民航客运量均显著同比增长 68-69%。

2) 疫后初期耐用品消费持续偏弱，中期能否改善或为经济复苏持续性关键因素之一。疫后初期，与服务消费的快速回暖不同的是，前 3 月建筑装潢、家具、文化办公用品等耐用品消费持续同比负增长，年初至今持续偏弱，反映当前居民、企业收入预期改善有限。此外，3 月汽车、智能手机为主的通信器材消费增速同比转正，主要系 3 月汽车排放标准升级在即下车商大促所刺激，但考虑到 22 年购车补贴政策已透支部分需求，预计年内汽车消费回暖难以持续。疫后初期服务消费的回补较快较强，为当前经济复苏主要驱动力之一，疫后中期经济复苏的持续性，或待居民耐用品消费需求的释放回暖这一主要驱动力。

3 月居民存款同比增幅已锐降至 2000 亿元，相比 22 年月均同比多增近 7000 亿元及 23 年前 2 月的 2 万亿元，初步预示居民“少消费、少贷款、多储蓄”的缩表行为发生改变。若居民缩表行为趋势缓和，则消费全面回暖态势可期。

3) 房地产：积压需求释放、但投资反复低迷。22 年房地产销售、投资持续低迷，为拖累经济主要原因之一。22 年下半年起，针对供给端房企融资政策、需求端居民限购限贷政策均由紧转松，23 年房地产销售回暖能否持续？能否传导提振房企投资积极性？或成为 23 年经济复苏强弱的主要变量之一。

一季度来看，去年底疫情防控积压的需求，年初平稳转段后释放，推动房地产销售回暖，并在保交楼任务下房地产竣工面积连续转正；但短期销售回暖，尚未能传导至房地产投资的反弹，施工、新开工及拿地面积仍同比明显下降。

具体数据方面，前 3 月全国商品房销售面积同比-1.8%、销售额同比+4.1%，相较 22 年同比降幅持续达 20-30%，今年以来已连续显著收窄至低个位数甚至转正；前 3 月房屋竣工面积同比已转正至+14.7%；同时前 3 月房地产开发企业到位资金同比-9.0%，相比 22 年持续在-25%附近的同比降幅，今年以来降幅已连续显著收窄。然而，房屋施工面积、新开工面积各同比-5.2%、-19.2%，未见明显回暖。此外，房地产开发景气指数连续三个月环比回升，但仍位于历史低位且幅度缓慢（月均仅 0.12 个百分点），3 月为 94.7。

考虑到当前全国人口加速老龄化，人口结构的不利变化，长期房地产下行周期难以改变，同时居民负债杠杆率已高达 60%以上且收入预期仍待提振，地产销售、投资回暖的力度与持续性有待观察。

4) 固定资产投资平稳增长，高技术产业投资增长较快

前 3 月全国固定资产投资同比增长 5.1%，略低于一致预期值+5.3%，与 22 年持平；同比增速较前 2 月环比回落 0.4 个百分点，3 月份固定资产投资环比-0.25%；分领域看，基础设施、制造业、房地产投资各同比+10.8%、+7.0%、-5.8%，较前 2 月回落 0.4-1.4 个百分点不等且均不及一致预期值。

制造业投资增速回落，主要系当前国内外需求均偏弱、工业通缩持续（PPI 持续同比负增长）、工业企业去库存等多重压力所致，这一点从工业企业产能利用率、产销率回落至较低水平得到印证。

分产业看，前 3 月第一、二、三产业投资各增长 0.5%、8.7%、3.6%；高技术产业投资仍在较高增速 16.0%，

电子及通信设备制造业、医疗仪器设备及仪器仪表等高新技术制造业投资增速达 20.7%、19.9%，电子商务服务业、科技成果转化等现代服务业投资增速高达 51.5%、51.3%。此外，社会领域投资增长 8.3%，其中卫生、教育投资分别增长 21.6%、6.2%。

3、工业产能利用率回落至近四年新低，回升有待下半年工业通缩缓和。一季度，全国工业产能利用率为 74.3%，同比下降 1.5 个百分点、环比下降 1.4 个百分点，且位于 2Q20 以来最低水平；工业产能利用率回升，有待下半年工业通缩缓和。

分门类来看，一季度采矿业、制造业、水电热燃气的产能利用率各为 75.2%、74.5%、71.9%，分别同比下降 1.8、1.4、1.9 个百分点。分行业来看，主要行业中仅钢铁、医药行业同比各上升 1.1、0.6 个百分点至 78.1%、75.2%；其余普遍同比下降 0.1-3.3 个百分点不等，同比降幅较轻的主要为汽车、通用及专业设备、煤炭、食品（同比降幅在 0.1-1.1 个百分点），而同比降幅较大的主要为计算机通信和电子设备、纺织业、化纤、化学原料和制品、电气机械、建材（同比降幅达 1.5-3.3 个百分点）。

4、就业形势总体稳中向好，结构性矛盾仍突出

一季度，全国城镇调查失业率平均值为 5.5%，环比下降 0.1 个百分点；3 月份，全国城镇调查失业率为 5.3%，环比下降 0.3 个百分点；其中，16-24 岁、25-59 岁劳动力调查失业率分别为 19.6%、4.3%，环比各+1.5、-0.5 个百分点。31 个大城市城镇调查失业率为 5.5%，环比下降 0.2 个百分点。

以上两大年龄段失业率一升一降，表明就业结构性矛盾仍比较突出：23 年高达 1158 万人的应届大学毕业生群体开始进入劳动力市场短期失业率或高居难下；但就业主力人群 25-59 岁环比明显回落 0.5 个百分点，且低于 2019 年同期水平，表明随着疫后经济恢复，就业市场整体趋于改善。同时，3 月份外来农业户籍劳动力失业率 5.3%，环比显著回落 0.7 个百分点，主要系期间建筑、批发零售等行业恢复较好推动。

25-59 岁劳动力中，初中及以下学历、高中学历、大专学历、本科及以上学历劳动力调查失业率分别为 4.8%、4.8%、4.0%、3.1%，学历程度与失业率高低呈现较强相关性。

5、居民收入平稳增长，消费倾向有待进一步提升

一季度居民收入平稳增长，全国居民人均可支配收入同比名义增长 5.1%，较 22 全年加快 0.1 个百分点；扣除价格因素实际增长 3.8%，仍低于同期实际 GDP 增速；其中，城镇、农村居民人均可支配收入同比名义/实际各增长 4.0%/2.7%、6.1%/4.8%。

一季度，全国居民人均消费支出比上年同期名义增长 5.4%，扣除价格因素影响，实际增长 4.0%；全国居民人均服务性消费支出同比名义增长 6.2%，明显高于同期居民人均消费支出水平，占居民消费支出的比重同比提高 0.3 个百分点。

居民消费倾向有待进一步提升。随着经济企稳回升，就业形势逐步改善，消费场景不断增加，居民消费信心有所提高，带动平均消费倾向上升。一季度，全国居民平均消费倾向（消费性支出/可支配收入）为 62%，同比提高 0.2 个百分点，但较疫情前 2013-19 年消费倾向季度均值 69%，缺口依然高达约 7 个百分点。

6、市场小幅上修一季度及全年经济增速，下半年消费与房地产投资为两大主要改善动力。疫后国内经济温和复苏、平稳开局，尤其 3 月出口贸易、房地产销售及消费恢复强于预期下，使得近期市场再度小幅上修 23 全年 GDP 同比增速一致预期至 5.6%，明显高于政府工作报告预期目标值 5% 左右。一季度 GDP 公布后，市场预期 23 年第二、三、四季度的 GDP 同比增速预测值基本维持稳定在 7.6%、4.9%、5.7%。

22 年基数大幅波动效应下，23 年 Q1、Q2 的经济增速预计分别为全年的低点、高点，Q2 中的 4、5 月消费、工业同比增速有望显著反弹至两位数。从市场对于 23Q3、Q4 消费、投资、工业的季度预测来看：消费增速 Q3 有望保持稳定在 6% 附近、Q4 在低基数下再次反弹至 10% 以上；工业增速基本稳定在 5.0% 上方附近；下半年投资增速有望稳定保持在 6.0-6.5% 区间，其中制造业投资累计增速逐季回落至 Q3、Q4 末的 6.8%、5.8%，基建投资累计增速 Q2、Q3、Q4 依次为 10.0%、7.0%、9.5%，全年来看基本与 22 年持平。下半年固定资产投资增速保持稳定，主要得力于房地产投资增速的趋势改善，目前市场预期 Q3\Q4 末房地产投资累计同比降幅逐季收窄至 -5%、-1% 以内。

三、市场焦点简析：居民缩表能否转为扩表？央行例会或预示宽货币强信贷边际收缩，美国通胀回落趋势下政策拐点预期延后至年末

1、居民缩表态势初步扭转，能否扩表将为复苏强弱的关键变量

1) 社融信贷连续三个月超预期放量。23 年 3 月新增信贷、社融规模各 3.95、5.38 万亿，连续三个月超预期，Q1 共新增信贷、社融 14.5、10.7 万亿各同比多增 2.4、2.5 万亿，反应宽信贷成为当前宽信用主要抓手工具。3 月 M2、社融同比+12.7%（较 2 月阶段高点环比回落 0.2 个百分点）、10.0%（环比 2 月微升 0.1 个百分点至近五个月高点）。

2) 社融结构变化简析：宽信贷成主力，信用债发行边际回暖但仍偏弱，信托贷款持续压降后转稳。新增社融规模同比连续两月大增共 2.7 万亿，新增信贷同比连续四个月大增共 2.8 万亿，22 年 8 月起信贷已成为新增社融主要贡献，而政府专项债、企业债净融资额同比连续少增共 2.1、1.9 万亿（期间理财产品赎回潮信用债发行成本上升）；今年以来专项债、企业债发行较 22H2 边际改善，23Q1 专项债累计同比转为多增 0.25 万亿，

不过相比 22Q1 同比多增 0.93 万亿仍表明 23 年专项债前置发行不显著，仍以推进前期存量项目形成实物工作量为重；近两月企业债同比近乎转平；此外，信托贷款在经历连续三年持续压降共 3.7 万亿后，23 年起已转为平稳，同比变化由负转为 Q1 共多增 0.17 万亿，反应房地产融资政策有所改善。

3) 本轮宽货币政策及其信用传导效果回顾：宽货币政策持续近两年，但受制约居民缩表宽信用效果迟滞。从 M2、社融同比变化曲线来看，反应货币政策的 M2 增速已自 21/8 阶段底部 8.2% 趋势上行一年至 22/8 的阶段高点 12.2%，随后 22/9-12 月短暂在 12% 中枢窄幅休整，但 23Q1 再度攀升至 12.7%，整体表明期间经济增速明显偏低压力（连续六个季度的当季 GDP 同比增速均值为 3.6%，波动范围在 0.4-5.2%）下宽货币政策持续；以上宽货币政策持续发力下，反应货币政策传导效果的新增信贷、社融或其存量增速明显滞后且同比变化曲线回升斜率偏缓，表明期间宽货币政策传导为宽信用效果不明显。

21/9 至 22/12 连续十六个月宽货币期间，累计新增信贷、社融各高达 27.1、44.5 万亿，但累计同比多增仅 0.45、0.83 万亿，同时信贷存量同比增速迟滞于 22/5 企稳在 10.9% 中枢窄幅震荡，社融存量同比增速较 M2 仅晚 2 个月于 21/11 月的 10.1% 企稳回升，但持续时长较短仅八个月至 22/6 的 10.8%，随后持续回落至 23/1 月的近十年低点 9.4%。

宽货币政策传导至宽信用效果不佳的原因何在？拆分信贷、社融分项结构来看，主要系期间居民端贷款持续走弱、企业债发行偏弱所致，反应期间疫情防控叠加经济周期下行中居民就业状况变差、收入预期转弱中的消费与购房意愿不足，及企业债融资不畅。具体来看，21/9 至 22/12，企业中长期、短期贷款累计新增 12.7、3.1 万亿，同比多增 0.8、2.4 万亿，期间企业端贷款较为正常；但居民中长期、短期贷款累计新增 4.6、1.6 万亿，同比少增 3.5、1.0 万亿，反应期间居民购房、消费意愿不足或持续受限。此外，同期企业债发行累计 3.5 万亿，同比少增 0.7 万亿。

4) 宽信用效果的两大积极变化：企业中长期贷款已连续八个月同比多增且 23Q1 同比加速放量，居民短贷、中长贷近两月同比转为多增。

持续宽货币政策后，近期宽信用效果呈现两大积极变化：一是 23Q1 企业中长贷同比加速放量，3 月为连续第八个月同比多增 0.73 万亿，且 23Q1 同比加速放量，Q1 累计同比多增 2.73 万亿，月均同比多增 0.9 万亿，明显高于此前五个月月均值的 0.48 万亿；企业中长贷持续多增且 23 年以来加速放量，反应前期政策性金融机构新增贷款、保交楼及设备更新专项贷款等货币工具发力见效，也预示制造业、基建投资较高增速有望保持，地产投资有望底部企稳。

二是居民短贷、中长贷近两月同比转为多增，扭转此前连续约十五个月的同比少增态势。23 年 2、3 月居民短贷、中长贷连续两个月同比转增共 0.64、0.39 万亿，相比此前连续月均少增 700、2800 亿元已明显改观，反应 2 月以来居民服务消费快速恢复、3 月楼市成交明显改观（3 月 30 大中城市销面同比逾+40%）。

此外，值得注意的是，3 月居民存款同比增幅已锐降至 2000 亿元，相比 22 年月均同比多增近 7000 亿元及 23 年前 2 月的 2 万亿元，初步预示居民“少消费、少贷款、多储蓄”的缩表行为发生改变。

5) 居民能否由缩表转为扩表，将成为年内经济复苏强弱的关键变量。居民端贷款回暖，将有助于宽货币-宽信用-稳经济的传导效果，后续重点观察一线城市楼市回暖能否持续及能否扩散至二线以下城市？同时关注居民服务消费快速回补后，汽车手机、家电家具等大件商品消费意愿能否接力？这将成为年内我国在净出口拖累约 1 个百分点的压力之下，及基建与制造业投资高位持稳情景之下，国内经济复苏强弱的关键变量。

22 年居民新增存款共 17.8 万亿元，同比显著多增 7.9 万亿，双双创历史纪录新高；反应疫情持续反复及经济下行压力下，居民收入预期低迷下的预防性储蓄意愿显著上升，成为压制消费恢复的重要因素之一，后续随着防疫新政及稳增长稳就业稳物价的综合效果显现，预计居民收入预期及消费信心有望逐步改善，超额的预防性储蓄或助力 23 年消费恢复与回归正常。

3、美国通胀高位趋势回落，服务业价格压力缓和初显，美元加息终点临近降息拐点有待观察

1) 美国通胀高位趋势回落。新近公布的 3 月通胀变化大体符合预期，CPI 同比环比均回落，核心 CPI 同比略升环比回落；具体数据方面，3 月 CPI 同比+5.0% 环比+0.1%（前值+6.0%/+0.4%），核心 CPI 同比+5.6% 环比+0.4%（前值+5.5%/+0.5%），其中 CPI 同比环比显著回落，主要系当月能源与交运价格同比环比大幅回落所致。

22 年下半年起得益于能源及交运价格回落，美国通胀见顶趋势回落（CPI 同比自 6 月 9.1% 较快回落至年底 6.5%），但 23 年 1-2 月 CPI 回落明显放缓，2 月核心 CPI 环比甚至略有反弹。

2) 服务业价格压力缓和初显。从更受美联储关注的核心 CPI（剔除商品与能源价格）变化趋势来看，本轮美国核心 CPI 高位粘性较强，21 年底至今的连续十六个月同比涨幅保持在 5.5-6.6% 高位区间震荡，22 年 9 月见顶+6.6% 震荡回落六个月后仍高达+5.6%，环比涨幅也从此前高位+0.6% 小幅回落，近四个月仍持续在 0.4-0.5% 较高区间震荡。本轮美国核心 CPI 高位粘性较强，主要系美国劳动力缺口仍较大，服务业价格居高不下（包括住房、教育、娱乐、通信及出行等）。

值得注意的是，随着美联储连续激进加息至高位利率的滞后紧缩效应显现、疫情期间居民领取的美国财政补贴消耗殆尽、美国股市震荡回调居民账户财富缩水等压力，美国劳动力市场尤其是服务业供需边际缓和，使得此前平均时薪上涨压力正放缓，有望推动服务业价格自高位趋势回落。

3月美国住房、医疗保健、服装、娱乐等服务业分项价格的同比、环比涨幅悉数回落，仅教育与通信反弹、信息技术与硬件降幅收窄。

此外，3月美国区域中小银行业流动性危机，促使银行业加速紧信用，或将进一步加剧年内晚些时候美国经济步入轻微衰退，届时有望巩固美国通胀高位回落动力。

3) 美元加息终点临近降息拐点有待观察。预计23年二季度末美国通胀、核心通胀有望自高位回落至4%/5%。美国高位通胀趋势回落，有望支持本轮美元加息终点临近，5/3美联储议息日如期加息25bp至5.0-5.25%。但23H1核心CPI高位缓降的态势，或决定了美联储政策由鹰转鸽过程较长且迟疑。

4) 本轮美元加息终点临近，但何时转向降息尚存较大不确定性。高通胀压力超预期叠加美联储启动加息时点迟滞，使得22年美联储连续激进加息，美元低利率迅速切换至高利率，为近期美国部分中小银行流动性危机爆发的主要外因。近期美国中小银行流动性危机事件，或将加快美国信贷紧缩效应，并对经济活动、就业和通货膨胀产生收缩影响。

同时，受商品价格同比涨幅已趋势回落近半年驱动，美国通胀自22年中见顶后已趋势回落，虽然受服务业价格粘性较强近两个月回落不及预期，但随着高利率累计效应叠加此次银行业流动性压力下信贷紧缩加速效应，预计23年下半年通胀、核心通胀均有望回落至4%下方。

综合判断，23年下半年美国经济下行风险加大、通胀缓和，且此次银行业流动性危机产生的中期紧缩冲击效应尚待观察，因而预计本轮美元加息终点已临近。根据3月美联储点阵图指引，5月初最后再加25bp至5.0-5.25%即为本轮加息终点。

但美联储何时转向鸽派降息，尚存在较大不确定性，取决于未来几个月美国通胀、就业、经济形势变化程度。目前市场预期23年下半年美联储将降息，届时预期差的验证与修正，需密切跟踪通胀、就业及经济数据。

5月初的美联储政策声明的几个关注点：一删除了此前暗示未来还会加息的措辞，称货币政策是否采取更紧缩，将取决于经济状况；二称美国23Q1经济温和增长，近几个月的就业增长强劲，并重申银行体系稳健韧性；三高度关注通胀风险，并表示通胀率仍居高不下。同时，会后美联储主席鲍威尔表示，若通胀居高不下，不支持美联储降息，并表示将根据数据逐次会议对利率政策做决定，如有必要，美联储准备采取更多行动。

5) 美元首次降息时点预期延后。前期公布的美国4月Markit PMI环比反弹1.2个百分点至50.4%（好于预期值49%），大型银行财报显示资产负债表健康，市场对美国金融风险的担忧整体降温；同时，近期美联储委员的发言普遍认为美国经济依然韧性。以上最新数据及美联储释放的信号下，市场边际修正了美元利率政策转为降息的预期，降息时间点从此前的23年7月推迟至23年9-11月。

6) 美元利率与汇率：短期或企稳甚至技术性小幅反弹，中期步入下行周期。前期受SVB事件影响，美元利率与汇率已双双快速回落至阶段低点；但随着美国监管机构的快速出手救助，美国中小银行业流动性压力舒缓，扩散传染为整个金融业流动性危机的风险下降，叠加年内美元利率保持峰值不动的指引，美元利率与汇率快速下行后，短期或企稳或技术性小幅反弹。

然而，中期美国紧货币政策后，区域中小银行业流动性压力加剧紧信用，近期显示的美国经济放缓态势或于下半年确认，同时就业市场供需由紧趋缓、工资上涨压力减轻后，美国高位通胀压力也有望趋于回落，届时美联储政策大概率将再度转向宽松开启降息（美联储指引24年降息3次共75bp），因而中期内美元利率与汇率或进入下行周期，利于人民币兑美元汇率稳中有升及境外资金加大A股资产配置。

四、23年市场研判：基本面复苏驱动的缓慢上涨行情可期

1) 23年为修复预期与信心之年。疫情防控政策转折之下，经历三年反复冲击的企业、居民预期有望从低谷逐步修复，有利于恢复信用传导效能，扭转资产负债表衰退态势；同时，中央释放“大力提振市场信心”政策信号，重点有望修复平台经济、民营企业、地方政府发展信心，激发全社会干事创业活力。

2) 23年为经济温和修复之年。过去三年疫情反复扰动，经济平均增速已下移至4.5%附近，低于2035年人均GDP达到中等发达国家所需的4.7%年均增速底线，尤其22Q2-Q4连续三个季度增速在4%下方，经济中低增速态势亟需扭转。岁末年初防疫政策的快速优化落实，全国第一波集体感染快速达峰过后，23年经济有望环比逐季修复。但考虑到23年欧美为首的全球经济明显放缓、国内劳动人口与总人口双双回落及地产周期性下行压力，预计我国GDP同比增速有望自22年的3.0%温和修复至23年5.0%上方附近。

23年“内强外弱”下经济温和修复可期。22年受疫情反复加剧，对社会生产生活频繁扰动，经济波动显著，叠加房地产加剧下行，致使22年我国GDP增速明显低于年初预期值5%以上。展望23年，随着防疫政策优化调整后快速落实、国内第一波快速达峰且感染率近乎达到群体免疫之高，目前国内生产生活基本回归正常状态，疫情对经济的影响正趋于弱化。23年稳增长为首要任务，并以恢复和扩大内需为主要抓手，预计疫后内需恢复为23年经济主要贡献力量。目前市场一致预期23年的消费、工业同比增速较年初小幅上调至7.5%、5.7%，而投资增速较年初下调至5.6%（制造业、基建投资同比增速预期值较22年回落3个百分点至6.0%、7.3%，而房地产投资同比降幅较22年大幅收窄10个百分点至-0.1%），相较22年的-0.2%、3.6%、5.1%，可见23年消费恢复弹性居首。

预计23年消费与投资两大内需均较22年回暖，同时，作为国民经济支柱产业房地产，23年销售、投资同比

降幅也有望从 22 年的-25%、-10%附近大幅收窄至-5%以内，对经济拖累明显降低。23 年内需经济恢复明显，但受发达经济体的抗通胀紧货币滞后影响，23 年全球经济增速显著放缓，23 年外需明显转弱，预计我国出口贸易额同比增速将由 22 年的+7.7%转负至 23 年-2.0%附近。

以上 23 年“内强外弱”下，目前市场预期疫后我国经济温和修复，23 年实际 GDP 同比增速有望回升约 2.5 个百分点至+5.5%附近；分季度来看，一季度受去年高基数及消化疫情达峰的双重影响，预计 23Q1 的 4.5%为全年增速低点，低基数下 23Q2 明显反弹至 7.5%附近，23Q3、Q4 预计在 5%附近。

3) 市场展望：熊末牛初转承阶段，指数温和反弹，先价值修复后成长启航。肇始于 21/2 大盘指数见顶回调至 22/10 年内二次探底，期间主要指数与行业调整幅度普遍达 35-40%，各板块调整时长在 1-2.5 年不等，对比前 20 年四轮大调整期的跌幅与时长，本轮 A 股调整程度已超过历次均值。过去两年 A 股的震荡下行，已对美元加息、疫情反复、地缘冲突、经济下行等四大压力因素消化殆尽，23 年预计为熊末牛初转承之年。

展望 23 年，以上四大压力因素有望缓和好转—美元加息已至尾声、疫情冲击即将作别、地缘冲突或将缓和、国内经济逐渐恢复，市场风险偏好或适度提升，公司业绩盈利将小幅反弹，有望共同驱动 A 股指数温和反弹。考虑 23 年 A 股整体业绩增速~10%，叠加风险偏好适度回暖下的估值弱修复，预计大盘指数温和反弹 15%附近。全年结构均衡轮动。考虑到 23 年 A 股市场仍位于熊转牛之前期，即在市场自底部温和修复的中前场，一般难见中小投资者趋势性入场带来显著增量资金；个人养老金制度试点启动下长线资金规模效应尚需时日，金融监管防风险下两融杠杆资金助涨杀跌的动力已限制，陆股通北上资金流向受欧美市场、汇率波动而变化。而资金需求方面，随着 IPO 注册制发行常态化，近两年首发与再融资规模基本稳定在 1.8 万亿元，且近几年产业资本年均净减持规模达三四千亿元。

综合判断，23 年股市资金供需总体仍偏紧，决定了市场以存量资金博弈、结构轮动为主的特征难以发生改变，结合 23 年疫后服务消费恢复、以住房改善与新能源汽车为扩内需两大抓手、以自主安全与数字经济为首的创新等发展等主线，以及估值高低-预期实现难易等差异状况，预计 23 年价值与成长风格趋于均衡。

熊末牛初板块温和反弹顺序或为金融>消费>成长。22 年受地缘冲突加剧大宗价格大幅震荡、国内疫情反复冲击经济预期、美联储激进加息陆股通资金流向大幅摆动，使得 A 股风格切换与板块轮动明显加快，全年来看金融>周期~消费>成长。然而，从本轮步入熊市的完整周期来看，四种风格板块调整顺序与时长为金融>消费>周期>成长，依次 2.5 年、1.9 年、1.3 年、1.1 年，但期间最大调整幅度均在 35-40%，差异不大。

从调整时序与时长来看，同时结合 23 年国内政策发力顺序或为稳地产、恢复消费、补短板强链条固实业，及 23 年国内经济、公司业绩前稳后强，美联储货币政策前鹰后鸽等综合因素研判，预计 23 年先价值修复后成长启航，板块温和反弹顺序或为金融>消费>成长。

4) 中期配置建议：中期布局扩大内需与补链强链两大主线机会。

中期来看，23 年投资主线可重点遵循中央对 23 年经济工作重点部署方向，即扩大内需下的消费恢复、补短板基建，及加快建设现代化产业体系下补链强链的科技制造。

一扩大内需主线：23 年要充分发挥消费的基础作用和投资的关键作用，增强消费能力，改善消费条件，创新消费场景，多渠道增加城乡居民收入，支持住房改善、新能源汽车、养老服务等消费；同时加强区域间基础设施联通、十四五重大工程和补短板项目建设。以上地产链条板块、新能源汽车及智能驾驶、养老医疗服务，及补短板项目的半导体设备与材料、先进制造生产线设备更新改造、数控机床等，23 年有望获得金融财税政策支持，建议中期可逢低布局与深入挖掘优质标的。

同时，中期随着疫后就业及居民收入预期的逐步改善，居民消费能力有望增强、消费条件有望改善，利于消费趋势性恢复，可适当关注衣食住行娱医等消费板块，包括白酒、餐饮旅游、航空酒店、影视广告、医疗服务等业绩修复行情。

二现代产业体系主线：23 年围绕制造业重点产业链，找准关键核心技术和零部件薄弱环节，集中优质资源合力攻关，保证产业体系自主可控和安全可靠，确保国民经济循环畅通；重点提升传统产业在全球产业分工中的地位和竞争力，加快新能源、人工智能、生物制造、绿色低碳、量子计算等前沿技术研发和应用推广，大力发展数字经济，提升常态化监管水平，支持平台企业在引领发展、创造就业、国际竞争中中大显身手。

中长期我国经济转型升级、创新驱动、制造强国下，我国科技制造优势有望进一步提升，建议可逢低布局人工智能、半导体、军工、信息安全、创新药、电动汽车、智能驾驶、光电生产设备与材料、光伏风电储能等科技赛道板块细分机会。1、重点跟踪关注美国核心通胀变化、国内经济复苏状况。考虑到当前 A 股整体估值仍较历史均值偏低，且年内经济复苏态势较为确定，预计近期市场重点关注内外两大变量因素的预期差。

风险提示：疫后国内经济恢复偏弱、美国通胀持续高位难下、地缘政治冲突升级、海外市场大幅震荡等风险。

本周研究动态：

化工行业（王双）

行业走势

2023年5月4日至5月5日申万基础化工指数下跌1.55%，上证指数上涨0.34%，行业指数跑输大盘指数。细分板块中表现较好的板块是日用化学品、粘胶、民爆用品；表现较差的板块是磷化工及磷酸盐、氟化工及制冷剂、纯碱。

行业观点

国内棉花价格上涨，粘胶受益：国内棉花市场行情偏强运行，主流成交价格集中在15561-15821元/吨之间，3月底这一价格为1.5万元/吨。在供应预期减少的驱动下，叠加下游开机高、库存低的支撑下，棉花价格稳步攀升，后续价格重点关注新棉种植及后续订单衔接情况。国内各主产棉区陆续开展新年度棉花播种工作，但整体播种进度慢于同期水平。叠加前期市场普遍认可的2023年国内植棉面积预期减少，两方面因素导致上游供应减少预期强烈，市场看涨情绪增加。近期国内棉花出疆汽运发运量依旧持续增加，全国商业库存继续减少。纺企排单紧凑，棉纱随订单出货，部分纺企订单能维持到6月，纱厂棉纱库存低位运行。作为棉花替代产品，粘胶短纤市场价格重心略微上移。市场均价为13200元/吨，较上周同期均价涨50元/吨。工厂以执行订单发货为主，目前订单可发货至5月中下旬，由于粘胶短纤企业库存压力较小，加之近期装置检修较多，市场供应量有所减少，部分工厂报价提升，带动市场重心略微上移。本周粘胶短纤生产成本略有降低，而价格重心上移，故粘胶短纤行业利润有所上升，单吨毛利在410元左右。

锂电产业链5月迎来全面复苏：节后国内碳酸锂市场震荡上行，目前市场用锂矿生产的电池级碳酸锂报价已达到23-24万/吨，盐湖厂家报价在21-22万/吨，较节前上涨0.5万元左右。在5月下游企业整体排产向好、汽车传统销售旺季来临、特斯拉打破市场降价预期等因素的提振下，生产厂家惜售挺价情绪较为明显，不少商家也反映目前拿货困难，一些盐湖厂家可能要到5月中旬后才会放货。随着碳酸锂价格企稳及下游去库周期接近尾声，无论是动力端还是储能端均有明显的回暖，下游电池厂积极备货，5月份给磷酸铁锂企业的需求指引有了明显的提升，部分磷酸铁锂企业排产预期增幅达30%。价格方面，碳酸锂价格有止跌上涨迹象，磷酸铁锂价格跟随上涨。

电子特气未来可期：中国承接产业转移与进口替代：我国正积极承接全球第三次半导体产业转移，中国半导体市场规模从2016年的1,075亿美元增长至2021年的1,925亿美元，CAGR达12.36%；随着疫情逐步稳定，未来三年国内面板出货量CAGR有望恢复至10%-15%。随着光伏产业需求持续旺盛，未来三年我国光伏装机容量CAGR有望保持30%以上。随着集成电路、显示面板、光伏能源等新兴产业的发展，特种气体的国产化需求愈加明显。同时，随着国家政策的大力支持和国内特种气体的技术突破，客观上国内的特种气体开始逐步具备替代进口的能力，未来国产替代进口的市场需求广阔。在电子特气领域，国内企业主要是两个发展策略，一是突破一个产品品类，然后扩大规模，提高技术，在行业内达到较高的市场占有率；另外一种是在突破一个品类之后，扩大产品品类，增加产品供应品种。国内多数企业属于第一种，华特气体属于第二种。因此在产品品类上很难形成直接的竞争，即使有些产品直面竞争，纯度差别、认证周期不同、客户群体差别，正面竞争的接触面较小。推荐不断拓品类、提价值、多渠道发展的华特气体。

原油价格大幅下跌：经济数据疲弱以及美联储加息政策加重市场担忧，WTI原油价格本周下跌7.11%至71.32美元/桶。以石油消费国为主的国际能源署与石油出口国联盟矛盾支撑着石油市场气氛。4月初欧佩克及其减产同盟国部分成员国宣布将在今年年底前进一步减少日产量116万桶。此次减产是对欧洲某国先前宣称减少日产量50万桶的补充，该国称从今年3月开始，至少在年底前将原油日产量削减50万桶。这意味着欧佩克及其减产同盟国自愿减产的总量将超过每日160万桶。美国第一季度国内生产总值(GDP)的初估值显示，环比增长年率为1.1%，第四季度的增速为2.6%。经济学家曾预测首季GDP将以2.0%的速度增长。然而，投资者关注的是美国GDP报告中的季度通胀数字。今年第一季度，美国核心个人消费支出物价上涨了4.9%，高于4.7%的预估，也高于去年第四季度的数字。本周美国原油商业库存及战略储备库存下降，同时美国成品油需求较去年增加，不过美国银行事件令市场担忧需求前景。另外，中国经济数据不及预期，且美国第一季经济增长放缓程度超预期，加之美联储5月或将再一次加息施压原油。后市关注沙特为首的产油国额外减产计划是否能重回视野。

图1：化工产品价格走势

产品	最新价格 (2023/5/6)	单位	较上周	较上月	较23年初	较22年同期
醋酸丁酯	7616	元/吨	7.91%	5.05%	2.92%	-23.07%
丙烯酸丁酯	9400	元/吨	7.43%	9.94%	2.73%	-33.33%
BDO	12333	元/吨	4.23%	26.49%	28.03%	-47.18%
硬泡聚醚	9900	元/吨	4.21%	6.45%	7.03%	-10.81%
环氧丙烷	10067	元/吨	4.14%	5.97%	10.63%	-8.48%
MEG	4162	元/吨	2.41%	0.34%	4.18%	-15.44%
己二酸	10233	元/吨	1.99%	6.78%	0.00%	-13.28%
PMMA	15066	元/吨	1.91%	7.61%	3.08%	-7.67%
PA66	20917	元/吨	1.62%	1.21%	-4.92%	-24.28%
维生素B6	128	元/千克	1.59%	4.92%	16.36%	-7.25%
MMA	12533	元/吨	1.48%	18.61%	21.09%	-1.96%
氯化亚砷	1620	元/吨	-5.10%	-5.10%	-6.09%	-52.35%
吡虫啉	93000	元/吨	-5.10%	-9.71%	-31.11%	-41.88%
三氯甲烷	2523	元/吨	-5.11%	-10.05%	1.49%	-55.74%
DEG	6966	元/吨	-6.90%	0.30%	31.43%	40.22%
一氯甲烷	2000	元/吨	-6.98%	-23.08%	-28.57%	-66.39%
氯化铵	766	元/吨	-7.93%	-30.05%	-28.21%	-45.71%
PVDF粒料	11.5	万元/吨	-8.00%	-14.81%	-42.50%	-65.15%
硫酸	120	元/吨	-11.76%	-49.15%	-44.19%	-86.70%
硫铁矿	423	元/吨	-12.06%	-20.79%	-20.93%	-44.92%
液氯	-89	元/吨	-317.07%	-129.67%	67.87%	-108.17%

资料来源：百川盈孚、国都证券

投资建议：

2023 年房地产等终端需求改善具有不确定性，出口型产品也存在需求回落的风险，在全球经济增速下滑的预期下，周期品的情绪非常悲观，行业整体性的机会相对困难。

受益海内外成本差，出口占比较高，煤头产品较油头产品、气头产品在竞争中占有优势，推荐万华化学、华鲁恒升；估值偏低、材料需求前景好的新材料个股：新宙邦、光威复材、华特气体、建龙微纳、利安隆、新瀚新材、美瑞新材等；低估值农药个股：扬农化工、先达股份。

风险提示：需求不及预期，产品价格下滑。

数据来源：百川盈孚、WIND、国都证券

机械、军工行业(韩保倩、段佳琪)

一、市场表现回顾

机械设备(SW)板块上周下跌 1.78%，在 31 个申万一级行业中，表现排名第 26 位，同期沪深 300 指数下跌 0.30%，创业板指数下跌 2.46%。细分子板块(申万二级行业划分)来看，本周所有细分板块涨幅由大到小分别是专用设备(-1.36%)、轨交设备(-1.47%)、通用设备(-1.85%)、自动化设备(-2.04%)和工程机械(-2.17%)。个股表现来看，涨幅排名前五的分别是机器人(+24.84%)、五新隧装(+18.01%)、星辰科技(+16.84%)、北方股份(+14.50%)和新时代(+13.59%)；而跌幅排名前五的分别是高澜股份(-17.68%)、如通股份(-13.90%)、申菱环境(-11.98%)、同飞股份(-11.58%)和安徽合力(-10.80%)。估值方面来看，截止 5 月 5 日，机械设备(SW)市盈率(TTM，剔除负值)为 29.79x，全部 A 股的市盈率(TTM，剔除负值)为 17.38x。

二、本周主要观点

工程机械：根据 CME 的预测，23 年 4 月挖掘机总销量为 18000 台左右，同比下降 26%左右，降幅环比小幅收窄。分市场来看，国内预估销量为 9000 台左右，同比下降 44%左右；出口预估销量为 9000 台，同比增长 6%左右，涨幅或将有所收窄。

国内挖机行业目前仍处于下行周期，价格较高的国四切换对市场的影响仍有延续。出口方面，23 年 1-2 月中国工程机械产品出口延续增长态势，增速略有回落，中东和俄罗斯呈区域性增长亮点。其中，俄罗斯超越美国成为中国工程机械最大的出口市场。23 年海外经济放缓趋势越发明晰，但全球矿业投资以及中国与周

边经济体的合作深化，可能会在一定程度上支撑挖机的出口韧性。

通用自动化：23年4月制造业PMI为49.2%，景气度环比下降2.7pct，再次降至荣枯线以下。其中生产指数和新订单指数分别为50.2%、48.8%，生产指数依旧高于50%，制造业生产总体保持扩张，但市场需求有所回落。通用自动化板块目前景气度较低，预计今年下半年有望迎来相对明显的修复态势。

三、行业动态跟踪

近日，北京市为贯彻落实工信部等部委《“十四五”机器人产业发展规划》《“机器人+”应用行动实施方案》以及《北京市“十四五”时期高精尖产业发展规划》，发布《北京市机器人产业创新发展行动方案（2023—2025年）（征求意见稿）》（以下简称《方案》）。

该《方案》计划到2025年机器人产业创新能力大幅提升，培育100种高技术高附加值先进产品、100种具有全国推广价值的示范场景、100家专精特新“小巨人”企业，建成5个国家级机器人产业公共服务平台，全市机器人核心产业收入达到300亿元以上，打造国内领先、具有国际先进水平的机器人产业集群。

《方案》从聚焦发展机器人“1+4”产品体系、着力提升机器人关键支撑能力、全面实施“机器人+”应用示范、深入完善机器人产业发展生态、优化机器人产业空间布局以及保障措施等五个方面，针对机器人产业的上游核心零部件供应、机器人应用场景推广、机器人产品矩阵、前沿科技人才储备等问题提供了行动指南。

【Ofweek 机器人网】

近日，三一集团与华通集团在长沙签署战略合作协议。华通集团董事长李伟、三一集团副总裁周万春、三一氢能董事长袁丹、辽宁三信董事长潘裕淦等参加签约仪式。华通集团副总裁王化宽、三一氢能副总经理董国庆代表双方签字。

资料显示，华通集团是青岛市国有资本投资运营公司改革试点企业，围绕智能化先进制造业股权投资、资本运营及产融服务主业和工业园区开发运营主业，着力构建“产业+园区+基金+产融服务”四位一体运作模式，打造实业、物业、资本运作、数字四大产业板块。

三一氢能则是三一集团旗下负责氢能业务子公司，依托集团研发制造优势，已拥有了三一风电、氢燃料重卡等商业场景化基础，具备2000标方及以下的全系列碱性电解水制氢系统技术，并率先打通了氢气制取—储运—加注全产业链，为客户打造“零碳运营”氢能整体方案。【Ofweek 氢能网】

四、重点个股

- 1) 工程机械行业：安徽合力、杭叉集团
- 2) 机床刀具行业：科德数控、欧科亿
- 3) 机器人行业：埃斯顿
- 4) 科学仪器行业：普源精电、鼎阳科技

五、风险提示

下游行业需求不及预期；原材料或零部件价格波动或短缺；海外市场需求不及预期；行业竞争加剧风险等。

建筑材料（王景）

一、建筑材料市场表现回顾

上周建筑材料指数下跌0.08个百分点，沪深300指数下跌0.30个百分点，建筑材料指数跑赢沪深300指数0.22个百分点。子行业当中，水泥指数涨幅为0.70%，玻璃玻纤指数跌幅为-1.38%，装修建材指数涨幅为0.04%。

二、行业动态及重点子行业近期跟踪

水泥：上周水泥价格继续下滑，42.5标号水泥上周全国均价为461元/吨，价格平均下滑近2.5元/吨。分地区来看，华北地区水泥价格下滑最多，平均下滑近8元/吨；华东地区、中南地区、西北地区水泥价格下滑较多，平均下滑近3元/吨；东北地区水泥价格与前一周期基本一致；西南地区水泥价格止跌回升，上涨了3.6元/吨。目前水泥市场需求继续弱势运行，叠加部分地区雨水增多对水泥销售带来影响，水泥价格呈下行趋势。

浮法玻璃：浮法玻璃上周末全国均价为2206元/吨，相比前一周期上涨了58元/吨，涨幅2.7%。库存方面，上周浮法玻璃企业库存4527万重箱，环比下降了47万重箱，已经是浮法玻璃企业库存连续九周下降。随着地产竣工面积的修复，浮法玻璃行业景气度回升，带来玻璃价格的上升和库存的下降。

三、核心投资观点

在细分行业中，我们对浮法玻璃行业比较看好。浮法玻璃行业目前处于底部区间，从供需两方面看都具备景气反转的条件，2023年有望走出一条景气复苏的行情。

需求方面，对浮法玻璃行业而言，浮法玻璃行业的需求有70%来自于房地产，而浮法玻璃主要使用在房地产竣

工阶段玻璃幕墙和玻璃门窗的安装中，所以浮法玻璃行业的需求受到房地产竣工面积影响很大。今年 2 月份房地产行业竣工面积由负转正达到 8%，3 月份房地产行业竣工面积更是达到了 14.7%。在“保交楼”政策的推动下，房地产行业竣工面积修复是确定性较高的情况，从而推动了浮法玻璃行业的需求。

供给方面，随着 2022 年玻璃价格的下跌，很多玻璃厂商生产线进入冷修状态，2022 年是冷修大年，共有 41 条浮法玻璃生产线冷修，目前这些冷修生产线开始复产的很少。因此目前浮法玻璃行业供给依然处于偏紧状态，供给方面目前没有给玻璃价格上涨带来较大的压力。

四、本周重点推荐个股

旗滨集团 (601636)：旗滨集团是国内浮法玻璃行业龙头，在福建、广东、湖南、浙江和马来西亚都拥有浮法玻璃生产基地，共拥有 26 条优质浮法玻璃生产线，日熔量达到 17900 吨/天。随着浮法玻璃行业景气度回暖，公司具备硅砂自给、交通便利、规模化生产带来的成本优势，有望率先受益。另外，公司已完工和在建多条光伏玻璃、电子玻璃和药用玻璃生产线，随着这些生产线带来销售收入的提升，公司的业绩也有望持续增长。

五、风险提示

下游行业需求不及预期、原材料或燃料价格波动、市场竞争加剧。

(资料来源：Wind、iFind、国都证券、公司公告)

食品、饮料 (白矮矮)

一、市场表现

周行情：食品饮料 (中信) 涨跌-0.12%；农林牧渔 (中信) 涨跌幅-1.45%；沪深 300 涨跌幅-0.30%。

二、食品饮料

1. 白酒：

1) 价格及库存：

茅台：箱装 2920 元左右，渠道库存维持在 0.5-1 月左右；五粮液：批价 950 元左右，库存 1 月左右；老窖：批价 900 元左右，库存约 1.5-2 个月。五一前后价格整体维持稳健。

2) 动态：

22 年白酒板块收入同比+15%；净利润同比+20%，白酒在疫情影响之下呈现较强韧性。23Q1 板块收同比+16%，净利润同比+19%。后疫情时代，随着消费回暖，板块库存消化，高端价格相对稳健背景下，板块仍旧实现了较高的增长。

板块内部呈现了较强的分化，其中 Q1 一线白酒稳健，次高端除了山西汾酒外整体承压，区域酒则受益于宴席回补等相对稳健。随着产品结构的升级，板块利润率整体有所提升。

3) 观点：

板块 22 年在疫情期间呈现了较强的韧性；后疫情时代，随着需求的逐步恢复，行业库存的去化，价格端的稳健，竞争的加剧，业绩短期内部出现分化；我们认为随着下半年旺季的来临，板块基本面包括量价已走过底部，白酒板块可温和复苏。

考虑估值性价比，中长期中枢有望维持在 30-40x，目前板块对应 23 年处于合理阶段 (20-30x)。

我们认为年维度看，板块具有配置价值，其中一线白酒更优更稳，次高端中长期亦具备性价比，经济增速相对发达的区域性企业亦具有看点。

短期业绩超预期的公司或更具相对收益，包括泸州老窖、山西汾酒、古井贡酒、顺鑫农业等。

2. 大众品：

1) 价格：

成本端：大豆、棕榈油、豆粕等周环比持续下行，预计 23 年大众品整体成本压力将逐步缓解。

2) 动态：

大众品：逐步筑底，分化显著。其中，

啤酒：23Q1 板块收入+13%、净利润+29%，其中量贡献约+10%、吨价+3%，持续结构升级；利润端则随着费用优化，成本压力缓解，释放弹性更大。

调味品：22 年板块收入 610 亿元、同比+6%，净利润 89.7 亿元、同比-16%，主要是需求不足，成本压力大，竞争加剧；23Q1 收入+4%、净利润+4%，场景复苏及成本下行驱动业绩有所改善。其中千禾味业业绩大超预期 (“零添加”品牌力大幅提升，收入+70%，扣非归母净利润+169%)，龙头海天则业绩下滑低预期。

速冻：23Q1 收入+17%、净利润+45%提速显著，主要受益于成本下降及费用优化，尤其是龙头安井食品超预期。

3) 观点：

细分领域看，我们认为大众品已基本筑底，其中啤酒、速冻食品、饮料类等受益于消费场景恢复以及成本压力缓解，已经率先在报表端兑现。调味品，随着一季报落地，我们认为后期逐季改善（需求回升，渠道库存和成本压力减缓）趋势确定性较高，23-24 年有望迎来景气反转，有望否极泰来。

维持看好大众品 23-24 年景气反转行情，其中调味品、预制菜、速冻食品等具有成长性的细分领域，有望在低预期背景下迎来超预期的增长，上行空间大。

三、农业：推荐养殖板块

1) 猪价：14.4 元/kg，周环比-0.7%。考虑供给相对过剩，预计价格在二季度或仍有下行空间。

2) 动态：涌益咨询：4 月能繁母猪存栏环比+0.04%（前值为-2.0%）。

据国家发展改革委监测，全国平均猪粮比价 5.21:1，处于过度下跌二级预警区间，拟适时启动年内第二批中央冻猪肉储备收储工作。

3) 观点：我们综合判断行业周期基本面仍处于底部左侧，去产能仍需时间；头均市值处于历史底部区域，分位置较低，板块中长期具有投资价值。

四、推荐个股

重点推荐：贵州茅台、泸州老窖、五粮液、今世缘、天味食品、千禾味业、燕京啤酒、牧原股份；

其他：山西汾酒、古井贡酒、顺鑫农业、海天味业、安井食品、绝味食品、重庆啤酒、日辰股份、温氏股份等。

五、风险提示

业绩不达预期；宏观经济下行超预期；重大食品安全事故；政策变动；北上资金大幅波动。

数据来源：Wind, ifind, 公司公告, 酒业家, 调味品协会, 农业部, 猪易通等。

休闲服务（韩保倩、郝卓凡）

一、市场表现回顾

社会服务（SW）板块前一周下跌 1.0%，在 31 个申万一级行业中，表现排名第 18 位。

个股表现来看，涨幅最大的前五家公司分别是三特索道(+13.13%)、福成股份(+3.29%)、峨眉山 A(+0.65%)、中科云网(+0%)、大连圣亚(+0%)；而跌幅最大的公司分别是西安旅游(-11.06%)、丽江股份(-10.08%)、西安饮食(-8.98%)、云南旅游(-8.93%)、*ST 西域(-8.75%)。

估值方面来看，截止 5 月 5 日，社会服务（SW）市盈率（TTM，剔除负值）为 54.2x，全部 A 股（TTM，剔除负值）的估值为 13.9x。【IFind】

二、本周主要观点

疫情前期积压的服务消费需求持续性释放，出行及消费复苏是明确主旋律，酒店及旅游均恢复程度较好，看好全年维度社会服务行业的业绩弹性。长期来看，服务消费增长仍然是长期趋势，推荐行业复苏逻辑下，成长属性好、业绩确定性高的标的。推荐酒店龙头锦江酒店、首旅酒店，免税行业龙头中国中免，景区演艺龙头宋城演艺、天目湖。

三、行业动态跟踪

国家移民管理局：“五一”假期日均 125.3 万人次出入境，较去年同期增长约 2.2 倍。国家移民管理局微信公众号消息，2023 年“五一”假期期间，全国边检机关共查验出入境人员 626.5 万人次，日均 125.3 万人次，较去年“五一”同期增长约 2.2 倍，是 2019 年“五一”同期的 59.2%。其中，入境 312 万人次，出境 314.5 万人次。查验出入境交通运输工具 26 万架（艘、列、辆）次，较去年“五一”同期增长约 1.4 倍。4 月 30 日，出入境人员突破 138 万人次，为“乙类乙管”措施实施以来单日最高。（国家移民管理局）

宋城演艺：千古情演出 241 场，达 2019 年同期的 160%。宋城演艺消息，五一假期全国各大千古情演出合计 241 场，按可比口径恢复至 2019 年同期的 160%，可比口径下接待游客量和营收则分别恢复至 2019 年同期的 127.03%和 121.41%。（新京报）

三特索道五一假期累计接待游客超 35 万人，同比增长 594%。5 月 3 日，三特索道披露五一假期经营数据。据初步统计，五一小长假，三特索道累计接待游客 35.88 万人次，较 2022 年同期增长 594%，较 2019 年同期增长 41%；营业收入同比增长 465%，较 2019 年同期增长 28%。（新京报）

希尔顿 Q1 收入同比增长 33.2%，调高全年预期。希尔顿公布了 2023 年第一季度财报。数据显示，Q1 总收入 22.9 亿美元，同比增长 33.2%；净利润 2.1 亿美元，同比略有下降。Q1 调整后息税摊销前利润（EBITDA）为 6.4 亿美元，同比增长 48%。Q1 全系统可比 RevPAR 同比增长 30%，相比 2019 年同期增长了 8%。Q1 新签订的

筹建客房数量接近 2.5 万间，截至 3 月底的筹建客房总数超过 42.8 万间。Q1 新开业客房数量 9200 间，净增 5300 间。与此同时，希尔顿调高了对 2023 全年的业绩预期，预计 EBITDA 将达到 28.8 亿至 29.5 亿美元。（环球旅讯）

三部门将建设中国文物主题游径，“文物打卡”被纳入主题游。据文旅之声公众号 5 月 7 日消息，国家文物局、文化和旅游部、国家发展改革委三部门联合发布《关于开展中国文物主题游径建设工作的通知》（以下简称《通知》）。《通知》指出，建设文物主题游径，有利于文物保护与利用，有利于文物与旅游深度融合，增益旅游历史文化底蕴。

文物主题游径分为中国文物主题游径、区域性文物主题游径和县域文物主题游径。其中，国家文物局商文化和旅游部、国家发展改革委研究确立中国文物主题游径主题，与长城、大运河、长征、黄河、长江等国家文化公园建设做好衔接。“十四五”时期试点建设 3—5 条中国文物主题游径。京津冀、长三角、粤港澳大湾区、成渝等区域，鼓励相关区域省级文物部门主动谋划游径主题。各地县级文物等部门则根据要求组织开展县域文物主题游径建设工作。（文旅部）

四、重点个股

- 1) 免税购物标的：中国中免、王府井等；
- 2) 酒店标的：首旅酒店、锦江股份等；
- 3) 景区标的：宋城演艺、天目湖等。

五、风险提示

疫情反复超预期风险；行业政策变动超预期风险。

医药生物（傅达理）

一、市场表现回顾

上周（5.4-5.5）医药生物（SW）板块下跌 0.77%，在 2021 版 31 个申万一级行业中，表现排名第 17 位，同期沪深 300 指数下跌 0.30%，创业板指数下跌 2.46%。细分子板块（申万三级行业划分）来看，本周仅中药+2.50%、线下药店+1.98%和医疗设备+0.01%上涨，其余细分板块均下跌，跌幅由大到小分别为体外诊断-4.27%、疫苗-3.47%、原料药-2.46%、医疗研发外包-2.07%、医院-1.78%、化学制剂-1.22%、医药流通-0.99%、医疗耗材-0.98%、其他生物制品-0.32%和血液制品-0.30%。

个股表现来看，涨幅排名前五的分别是赛诺医疗（+22.25%）、达仁堂（+16.27%）、江中药业（+12.38%）、华润三九（+11.89%）和太极集团（+11.08%）；而跌幅排名前五的分别是宣泰医药（-18.86%）、达安基因（-18.16%）、博拓生物（-13.99%）、大博医疗（-13.74%）和昊海生科（-12.82%）。

估值方面来看，截止 5 月 5 日，医药生物（SW）市盈率（TTM，剔除负值）为 27.90x，持续低于 2010 年以来中位数水平（35.64x），相较全部 A 股的估值溢价率为 101.21%，持续低于 2010 年以来的中位数水平（+127.64%）。

二、板块主要观点

医药生物板块 2022 年年报及 2023 年一季报业绩综述。A 股上市公司 2022 年报及 2023 年一季报已披露完毕，我们对医药生物板块上市公司 2022 年报及 2023 年一季报业绩进行了回顾。

2022 年年报总结：疫情影响较大，细分板块业绩分化显著。2022 年，医药生物（SW）板块 484 家上市公司合计实现营业收入 2.49 万亿元，同比增长 9.64%，实现归母净利润 1944.15 亿元，同比下降 6.38%，扣除非经常性损益后实现归母净利润 1747.41 亿元，同比增长 10.10%。盈利能力方面，2022 年医药生物板块整体毛利率为 34.99%，同比下降 0.82 个百分点，净利率为 8.34%，同比下降 1.33 个百分点。费用率方面，2022 年医药生物板块整体销售费用率为 13.77%，同比下降 0.69 个百分点，管理费用率为 5.25%，同比下降 0.04 个百分点，研发费用率为 4.49%，同比增加 0.24 个百分点，财务费用率为 0.35%，同比下降 0.50 个百分点，费用率合计呈下降趋势。细分板块来看，业绩分化显著，具体来看：

- 1) 化学制药板块：2022 年实现营业收入 5344.40 亿元，同比增长 3.43%，实现归母净利润 375.60 亿元，同比下降 3.70%，实现扣非后归母净利润 306.41 亿元，同比增长 12.38%。其中化学制剂板块收入同比增长 2.32%，归母净利润同比下滑 10.27%，扣非归母净利润同比增长 12.35%；原料药板块收入同比增长 7.48%，归母净利润同比增长 9.54%，扣非归母净利润同比增长 12.42%。2022 年全国各地疫情呈散发状态，Q4 尤其严重，院内药品用药需求受到压制，同时叠加药品集采持续推进，化学制剂板块收入增长有所放缓，利润同比下滑。原料药方面，得益于原材料成本改善、人民币贬值、CDMO 新业务盈利能力提升等因素，2022 年化学原料药板块上市公司的利润改善较为明显。

2) 中药板块: 2022 年实现营业收入 3495.54 亿元, 同比增长 4.22%, 实现归母净利润 241.10 亿元, 同比下降 37.92%, 实现扣非后归母净利润 227.46 亿元, 同比增长 36.79%, 归母净利润和扣非归母净利润差异较大, 主要因为部分公司的大额减值计提。2022 年前三季度中药板块受疫情影响收入增长放缓, Q4 行业在疫情带动需求增加下, 收入实现恢复性增长, 利润降幅也有所收窄, 行业经营整体向好。

3) 生物制品: 2022 年实现营业收入 1596.23 亿元, 同比增长 7.28%, 实现归母净利润 114.47 亿元, 同比下降 55.44%, 实现扣非后归母净利润 87.09 亿元, 同比下降 62.22%。其中血液制品板块收入同比增长 19.60%, 归母净利润同比增长 30.12%, 扣非归母净利润同比增长 28.37%; 疫苗板块收入同比增长 8.88%, 归母净利润同比下降 26.01%, 扣非归母净利润同比下降 27.50%。2022 年随着国内疫情形势变化及新冠疫苗覆盖率见顶, 新冠疫苗接种速度放缓, 拖累疫苗板块营收增速降低, 利润端显著下滑, 常规疫苗成为板块业绩增长的主要驱动力。血制品方面, 静丙等产品短期需求增加带动血制品板块在疫情扰动下仍实现业绩稳健增长。

4) 医药商业: 2022 年实现营业收入 9452.27 亿元, 同比增长 8.60%, 实现归母净利润 172.78 亿元, 同比下降 8.67%, 实现扣非后归母净利润 157.91 亿元, 同比增长 2.72%。其中线下药店板块收入同比增长 30.44%, 归母净利润同比增长 31.25%, 扣非归母净利润同比增长 37.51%, 主要得益于防疫政策优化和防疫药品提振, 2022 年线下药店板块业绩实现高增长。

5) 医疗器械: 2022 年实现营业收入 3106.93 亿元, 同比增长 21.60%, 实现归母净利润 773.58 亿元, 同比增长 16.64%, 实现扣非后归母净利润 725.78 亿元, 同比增长 18.37%。其中医疗设备板块收入同比增长 13.46%, 归母净利润同比增长 15.01%, 扣非后归母净利润同比增长 8.05%; IVD 板块收入同比增长 70.73%, 归母净利润同比增长 78.29%, 扣非后归母净利润同比增长 83.63%; 医疗耗材板块收入同比下降 15.09%, 归母净利润同比下降 55.07%, 扣非后归母净利润同比下降 56.65%。2022 年在新冠疫情推动下, 新冠核酸、抗原检测试剂等需求大幅爆发, 带动 IVD 板块实现爆发式增长, 同时疫情也带动部分医疗设备如呼吸机、制氧机等产品需求增长, 推动医疗设备板块实现稳健增长。而医疗耗材板块则因为疫情影响下院内诊疗受限及高基数原因, 业绩同比大幅下降。

6) 医疗服务: 2022 年实现营业收入 1862.23 亿元, 同比增长 32.56%, 实现归母净利润 266.61 亿元, 同比增长 41.04%, 实现扣非后归母净利润 242.76 亿元, 同比增长 60.98%。其中 CXO 板块收入同比增长 59.97%, 归母净利润同比增长 55.32%, 扣非后归母净利润同比增长 88.28%; 医院板块收入同比下降 2.62%, 归母净利润同比下降 39.55%, 扣非后归母净利润同比下降 68.33%。2022 年 CXO 板块业绩实现高速增长, 主要得益于新冠大订单的提振和规模效应的提升; 医院板块则因为国内疫情反复导致阶段性的停诊或限流, 业绩承压。

2023 年一季报总结: 疫情影响消退, 持续复苏有望。2023Q1, 医药生物 (SW) 板块 484 家上市公司合计实现营业收入 6356.34 亿元, 同比增长 1.71%, 实现归母净利润 558.63 亿元, 同比下降 24.78%, 扣除非经常性损益后实现归母净利润 506.81 亿元, 同比下降 29.62%。盈利能力方面, 2023Q1 医药生物板块整体毛利率为 33.26%, 同比下降 4.06 个百分点, 净利率为 9.35%, 同比下降 3.22 个百分点。费用率方面, 2023Q1 医药生物板块整体销售费用率为 13.21%, 同比增加 0.25 个百分点, 管理费用率为 4.86%, 同比增加 0.12 个百分点, 研发费用率为 3.64%, 同比降低 0.07 个百分点, 财务费用率为 0.70%, 同比增加 0.06 个百分点。各细分板块来看:

1) 化学制药板块: 2023Q1 实现营业收入 1393.43 亿元, 同比增长 5.87%, 实现归母净利润 127.35 亿元, 同比增长 2.88%, 扣非后归母净利润 114.26 亿元, 同比增长 2.66%。2023Q1 随着国内防疫政策的优化和疫情的稳定控制, 医院端常规诊疗得到恢复, 化学制药板块营收及利润双双实现同比增长。

2) 中药板块: 2023Q1 实现营业收入 1019.32 亿元, 同比增长 14.54%, 实现归母净利润 138.94 亿元, 同比增长 56.00%, 扣非后归母净利润 129.95 亿元, 同比增长 31.75%。2023Q1 中药板块业绩增速亮眼, 主要得益于政策持续支持、疫情带动、补库存需求释放等因素共同推动。

3) 生物制品: 2023Q1 实现营业收入 355.22 亿元, 同比下降 2.80%, 实现归母净利润 66.96 亿元, 同比增长 30.08%, 扣非后归母净利润 61.37 亿元, 同比增长 41.08%。其中疫苗板块 Q1 收入同比增长 3.82%, 归母净利润同比增长 1.49%, 扣非后归母净利润同比下降 2.57%。随着疫情趋于稳定, 非新冠疫苗预计将恢复准入及放量节奏, 叠加重磅疫苗产品陆续上市, 将推动疫苗板块业绩恢复性提升。

4) 医药商业: 2023Q1 实现营业收入 2598.11 亿元, 同比增长 14.85%, 实现归母净利润 57.62 亿元, 同比增长 13.75%, 扣非后归母净利润 54.34 亿元, 同比增长 10.20%。其中药店 Q1 收入同比增长 26.42%, 归母净利润同比增长 32.74%, 扣非后归母净利润同比增长 31.60%。2023Q1 受新冠疫情和流感疫情反复的影响, 感冒类、退热类、消炎类等药物零售端销售显著提升, 带动药店业绩增长。

5) 医疗器械: 2023Q1 实现营业收入 571.52 亿元, 同比下降 42.77%, 实现归母净利润 107.15 亿元, 同比下降 70.86%, 扣非后归母净利润 94.52 亿元, 同比下降 73.65%。其中医疗设备板块收入同比增长 21.31%, 归母净利润同比增长 24.36%, 扣非后归母净利润增长 34.96%; IVD 板块收入同比下滑 78.63%, 归母净利润同比下滑 90.85%, 扣非后归母净利润同比下滑 92.75%。因为国内疫情防控形势的变化, 新冠检测需求断崖式减少, 因此新冠检测试剂相关公司业绩大幅下滑。医疗设备在医疗新基建、贴息贷款等政策带动下, 业绩仍实现稳

健增长。

6) 医疗服务: 2023Q1 实现营业收入 418.73 亿元, 同比增长 0.47%, 实现归母净利润 60.60 亿元, 同比增长 0.91%, 扣非后归母净利润 52.36 亿元, 同比下降 10.77%。其中 CXO 板块 Q1 营业收入同比增长 9.67%, 归母净利润同比增长 19.20%, 扣非后归母净利润同比增长 6.84%; 医院板块 Q1 收入同比增长 26.27%, 归母净利润同比增长 4265.53%, 扣非后归母净利润同比增长 2128.53%。2023Q1 受全球创新药投融资环境和新冠订单减少等影响, CXO 板块业绩增速有所放缓; 医院板块在 1 月份仍受疫情冲击下, 2 月以来就诊量迎来快速修复, 带动业绩恢复快速增长。预计 2023 年全年持续复苏有望。

一季报落幕, 持续推荐创新药、中药、医药 AI 及医疗服务方向。从机构持仓方面来看, 随着公募基金一季报披露完毕, 2023Q1 公募基金全部重仓持股中, A 股医药股的持仓比例为 11.22%, 环比 2022Q4 增加 0.21 个百分点, 同期 A 股医药板块的市值占比为 8.07%, 公募基金医药持仓整体处于超配状态。若扣除医药主题基金后, 非医药基金的 A 股医药股持仓比例为 6.59%, 较 2022Q4 增加 0.21 个百分点, 连续两个季度环比增加, 但仍持续处于低配状态。业绩层面, 2022 年年报和 2023 年一季报披露完毕, 多数公司 2022Q4 业绩受疫情影响较大, 但 2023Q1 环比已明显改善, 前期疫情相关受益股 2023Q1 业绩下滑较大, 而随着诊疗恢复正常, 医院端用药及耗材相关公司业绩得到明显修复, 同时部分医疗服务标的业绩同样同比大幅改善。进入 5 月份业绩真空期, 我们认为板块行情或将从业绩驱动转为事件、主题驱动, 建议持续关注创新药 (ASCO 会议将在 6 月初召开, 5 月末将提前披露相关数据) 及 AI+医药医疗等方向的投资机会。此外, 考虑去年二季度医疗服务相关标的受疫情影响较大, 基数较低, 今年 Q2 有望实现同比大幅增长, 同样建议关注眼科、牙科、体检等医疗服务标的。

三、行业动态跟踪

国家药监局: 推动中药材产地政府制定实施激励政策, 推进中药“优质优先”。5 月 4 日, 国家药监局中药材 GAP 专家工作组成立暨中药材 GAP 监督实施推进工作会议在京召开。会议指出, 中药材是中药质量安全的关键节点, 要充分认识到推进中药材 GAP 实施的重要意义, 发挥好专家工作组作用, 推进中药质量源头提升, 促进中药传承创新发展。会议强调, 要加强多部门协作配合, 共同推动中药材产地政府制定实施激励政策、建立信息共享平台、完善追溯体系、切实提升中药材质量, 携手推进中药“优质优先”。

11 部门发文, 医美行业将再迎监管风暴。5 月 4 日, 市场监管总局、公安部、商务部、国家卫生健康委、海关总署、税务总局、国家网信办、国家中医药局、国家药监局、最高人民法院、最高人民检察院等十一部门联合印发《关于进一步加强医疗美容行业监管工作的指导意见》。《指导意见》就进一步加强医疗美容行业监管工作, 规范和促进医疗美容行业发展提出一系列针对性举措。一是坚持保护人民群众生命健康安全底线, 明确规定医疗美容服务属于医疗活动, 必须遵守卫生健康有关行业准入的法律法规。二是着重强调跨部门综合监管, 在现有法律法规框架下, 从登记管理、资质审核、“证”“照”信息共享、通报会商、联合抽查检查、协同监管、行刑衔接等多个维度同时发力, 构建贯通协同、高效联动的行业监管体系。三是统筹监管规范和促进发展, 充分考虑医疗美容行业规律特点, 在推进优化行业准入条件、提升市场主体登记管理服务、强化信息公开和信用约束等多个方面作出规定。《指导意见》的出台, 将有效推动医疗美容行业常态化、综合性监管, 有力推动解决群众反映集中的医疗美容行业突出问题, 形成以有效监管促进有序发展的良好态势, 为持续激发医疗美容行业发展内生动力、推动医疗美容行业高质量发展提供新的制度支撑。

新冠大流行迎来转折点。世界卫生组织 2023 年 5 月 5 日宣布, 新冠疫情不再构成“国际关注的突发公共卫生事件”。3 年多前, 当地时间 2020 年 1 月 30 日, 世卫组织宣布新冠疫情构成“国际关注的突发公共卫生事件”, 这是世卫组织依照《国际卫生条例》所能发布的最高级别预警。

国家药监局综合司再次对《药品标准管理办法》征求意见。5 月 5 日, 国家药监局综合司再次对《药品标准管理办法》征求意见。为进一步规范和加强药品标准管理, 建立最严谨的药品标准, 保障药品安全性、有效性和质量可控性, 国家药监局组织起草了《药品标准管理办法(征求意见稿)》。前期已经向社会公开征求意见, 并在充分吸收采纳相关意见的基础上进行修改完善。现向社会再次公开征求意见。此次公开征求意见的时间为 2023 年 5 月 5 日至 2023 年 6 月 5 日。

四、重点个股

- 1) 创新药及产业链标的: 恒瑞医药、百济神州、科伦药业、药明康德、凯莱英、泰格医药等;
- 2) 医疗器械标的: 迈瑞医疗、联影医疗、海泰新光、澳华内镜、艾德生物、开立医疗、乐普医疗等;
- 3) 医疗服务及药房标的: 爱尔眼科、通策医疗、华夏眼科、国际医学、益丰药房等;
- 4) 医疗大消费标的: 爱博医疗、华润三九、同仁堂、爱美客等;
- 5) 疫苗标的: 智飞生物、长春高新、康泰生物、万泰生物等;
- 6) 生命科学产业链标的: 纳微科技、百普赛斯、诺禾致源等。

五、风险提示

疫情反复超预期风险；医药政策变动超预期风险；行业创新不及预期风险；国际政治局势动荡加剧风险。

(周报资料来源：iFinD、Wind、公司公告、国家药监局、市场监管总局、世界卫生组织)

汽车、能源（王树宝）

一、汽车股表现回顾：上周汽车指数-0.87%，HS300指数-0.30%，汽车弱于大盘。

二、行业动态及趋势展望：

【特斯拉上调 Model 3、Model Y 在中国售价，涨幅均为 2000 元】

5月2日，特斯拉 Model 3 在中国的售价涨至 23.19 万元，此前为 22.99 万元；Model 3 高性能版涨至 33.19 万元，此前为 32.99 万元。特斯拉 Model Y 在中国的价格上涨至 26.39 万元，此前为 26.19 万元；Model Y 长续航版上涨至 31.39 万元，此前为 31.19 万元；特斯拉 Model Y 高性能版上涨至 36.39 万元，此前为 36.19 万元。

特斯拉上调车价预示着其订单量开始好转，小幅上调价格更加有利于在手订单转化为实际购买。消费者观望气氛减弱，其他车企的价格压力也将得到一定的缓解。

此外，近期碳酸锂价格出现企稳迹象，重归 18 万元/吨上方；中长期角度看，新能源汽车销量仍将较长时间保持两位数增长，对上游原料形成强大的需求拉动，碳酸锂价格具备中长期走高的动力。新能源汽车产业链依然保持向好的基本面。

(资料来源：乘联会、ifind)

三、行业投资逻辑：汽车板块整体业绩下滑预期延续，新能源汽车保持较高增速，转型成果突破的龙头车企、电动化、智能化零部件龙头的增长预期较强，相关标的具备较好的投资机会。重点推荐以下主线：(1) 传统燃油车转型新能源初见成效的长安、长城、广汽、吉利；(2) 新能源、智能化标签明显的车企空间大、增速高，推荐比亚迪、赛力斯；(3) 电动智能化领域的龙头，推荐宁德时代、亿纬锂能、伯特利。

四、本周重点推荐个股：比亚迪 (002594)：公司是国内电动汽车领域的龙头企业，在电池、电控领域独领风骚，刀片电池的推广极大的提升电动汽车的安全性，同时有效降低了成本。DMi、DMp 车型的推出，混动车型成本大幅降低，PHEV 车型的销量大增、占比达到 50% 以上；同时 EV 车型在 E3.0 平台的加持下，海豚、元 PLUS、汉 EV、海豹等都将持续放量，供不应求。海豹、汉、唐、腾势 D9 有望大幅提升公司的高端车型占比，巩固公司的新能源龙头地位；此外，仰望品牌的推出进一步提升的品牌力，给予“推荐”评级。

五、风险提示：(1) 价格竞争加剧；(2) 销量不及预期。

风电光伏（韩保倩）

一、市场表现

光伏指数本周 (5.4-5.5) 周跌幅 1.98%，跑输大盘。本周涨幅前五名为固德威 (+6.09%)、正泰电器 (+5.91%)、银星能源 (+5.40%)、振江股份 (+3.34%)、捷佳伟创 (+2.90%)。

风电 (中信) 指数本周 (5.4-5.5) 周跌幅 4.04%，跑输大盘。本周涨幅前五名为银星能源 (+5.40%)、振江股份 (+3.34%)、天顺风能 (+1.52)、通裕重工 (+0.79%)、日月股份 (+0.60%)。【wind】

根据 InfoLink，3 月中国海关出口数据显示，中国在 3 月份出口 21.2GW 的光伏组件，相较 2 月的 14.8GW 环比增加 43.1%，同比 2022 年 3 月增加 56.5%。单月 21.2GW 的组件出口远高于 2022 年旺季时的出口量，显示 2023 年海外市场的的高热度。2023 年至今中国已累积出口 50.9GW 的光伏组件，2023 年全球光伏需求或将出现超预期增长。

其中，占比最大的欧洲市场 3 月从中国进口 12.5GW 的光伏组件，相较 2 月的 8.4GW 环比增加 49%，相较去年 3 月则增加 76%。2023 年累积从中国进口 29.5GW 光伏组件，相较去年同期成长 77%。市场关注 22 年欧洲进口量和装机数据之间差距，以及欧洲库存压力问题，但 3 月出口数据显示海外库存消纳得到改善，同时欧洲厂商应对旺季备货情绪高涨，除了德国、荷兰外，西班牙、波兰等地区有望 23 年拉动欧洲需求增长。

二、行业要点

根据 PVinfolink 数据，本周光伏产业链价格如下（4月26日数据）

多晶硅致密料：179 元/公斤，周跌幅 5.3%。

硅片：166 单晶硅片停止报价；182 单晶硅片（150 μm）6.26 元/片，周跌幅 1.9%，210 单晶硅片（150 μm）8.01 元/片，周变动幅度 0.5%。

电池片：166 单晶 PERC 电池停止报价；182 单晶 PERC 电池 1.07 元/w，周变动幅度 0%；210 单晶 PERC 电池 1.13 元/w，周变动幅度 0%；

组件：366-375/440-450 单面单晶 PERC 组件停止报价；182 单面单晶 PERC 组件 1.70 元/w，周变动幅度 0%；210 单面单晶 PERC 组件 1.71 元/w，周变动幅度 0%。

双面双玻 182 组件 1.72 元/w，周变动幅度 0%，210 组件 1.73 元/w，周变动幅度 0%。

光伏玻璃：3.2mm 镀膜玻璃 26.0 元/m²，周变动幅度 0%；2.0mm 镀膜玻璃 18.5 元/m²，周变动幅度 0%。

本周变动环节：硅料、硅片环节价格下降，其余环节无变动。

二季度开始头部厂商硅料新产能陆续投放，市场硅料供应充足，价格缓跌，硅片供应量加速回升，182 硅片供应量更大竞争更为激烈。组件环节一线企业订单饱满、全球渠道出货顺利，价格较为坚定，二三线企业与一线企业存在 5 分左右价差，价格区间更为宽泛，存在让价可能，二季度后续预计组件价格也将缓跌。

三、投资关注

1、明阳智能 601015：22 年公司实现收入 307.48 亿元，同比+12.98%，归母净利润 34.55 亿元，同比+9.4%，毛利 19.99%，同比下降 1.61 个百分点，净利率 11.22%，同比提升 0.14 个百分点。拆分 Q4 单季度收入 90.84 亿元，同比+4%，归母净利润-1.1 亿元，亏损，毛利率 12.30%，净利率-1.16%。

23 年一季度公司收入 27.20 亿元，同比-61.84%，归母净利润-2.2 亿元，毛利率 13.37%，同比下滑 13.12 个百分点，净利率-8.45%，22 年一季度为 19.67%。

【风机销售】

22 年，公司风机及配件销售实现收入 284.81 亿元，同比+12.81%，毛利率 18.64%，同比降低 0.51 个百分点，收入占比 93.98%，对外销售 7306MW，同比+21%，其中陆风 5086MW，同比+62%，海风 2220MW，同比-23%。海外销售 12.54GW，较 21 年同比增长 628.07%，拓展迅速，产品出货韩国、意大利、日本等国，公司交付的日本入善町海上风电项目，是日本海上风电项目首次采用中国风机厂商产品。

根据彭博新能源数据，公司 22 年在全球风电新增装机中位居第五，海上风电排名中居于第三。根据明阳不完全统计，22 年全国公开市场风电招标 100.9GW，22 年公司风电机组新增订单 18.65GW，同比+66%，截止 22 年底在手订单 30.42GW。

23 年一季度，公司风机对外销售 946MW，同比-41%，其中陆上风机 938MW，同比-4%，海上风机 8MW，同比-99%，风机制造毛利率 5.02%。根据明阳智能统计，23 年一季度公开市场风电招标 23.75GW，为近年来一季度最高招标量；公司 23 年一季度新增订单 2.78GW，截止 23 年 4 月，公司在手订单 32.25GW。

一季度盈利能力触底主要原因在于天气等不可抗力因素，缺乏出海吊装窗口期，Q1 海风风机没有交付，产品结构扭曲，公司以吊装为收入确认口径，产成品确认为存货，预计随着项目吊装实施以及后续需求持续释放、大机型交付，盈利有望持续回升。Q2 风机毛利率有望回到 10%，Q3 回到 15%，Q4 目标回升到 18%，23 年全年实现与 22 年持平。

根据公司 23 年出货指引，预计 23 年风机出货 14GW，其中陆风 10GW，海风 4GW，同比+100%以上。

22 年公司发布 16.6MW 双转子漂浮式海上风电平台 Ocean X，Myse 12MW 半直驱海上抗台风机组下线，全球首台 7MW 抗台风漂浮式风机下线，应用于水深过百米、离岸距离超百公里的“双百”深远海漂浮式风电项目。

22 年公司首个“火风光储制研”项目一体化示范项目一期工程正式并网运行。根据 22 年报，公司机型覆盖 1.5-10MW 陆风风机和 5.5-18MW 海风风机系列，并根据不同环境条件推出常温型、低温型、超低温型、宽温型、高原型、海岸型、抗台风型、海上型、海上漂浮式等系列机组。公司目前是国内风力发电行业产品品类最为齐全的领军企业之一，同时公司陆上主力机型向 5-8MW 机型推进，海上主力机型向 8-16MW 机型推进。

【电站运营】

22 年收入 13.36 亿元，同比-9.03%，毛利率 59.88%，同比降低 6.79 个百分点，收入占比 4.41%；新能源电站并网容量 1502MW，在建容量 2152MW。

23 年 Q1 新能源电站并网容量 1563MW，在建 3592MW。根据公司指引，预计 23 年转让电站 2GW，同比+400%。报告期内，公司广东阳江 500MW 海上风电项目和海南东方 1500MW 海上风电项目均已开工；陆上风电方面，公司内蒙古通辽市开鲁 600MW 风电和配套的 345MWh 储能电站已实现部分并网。公司电站“滚动开发”模式逐渐成熟，电站销售盈利贡献稳定，同时在电站资产证券化方面积极探索。

【其他】

异质结电池和组件产线投产，储能系统 22 年出货 1087MWh，出货量位居“储能领跑者联盟”（EESA）统计的国内储能系统集成（不含户储）行业第九名。随着公司风光储氢一体化布局得到进一步完善，结合自身风光

储氢整体电站设计能力，公司风光储氢协同效应初显。

公司公告将以 10-50 亿元回购 2500-5000 万股，回购价格不超过 20 元/股，用于公司股权激励。此次回购有助于增强投资者信心，促进公司健康可持续发展。

公司 22 年 Q4 和 23 年 Q1 几乎没有海风机型确认收入，是公司业绩较差的重要原因，公司以吊装为收入确认口径，产成品已经生成入库，等待业主吊装，预计会在 Q2 确认收入增厚盈利，叠加公司大机型出货占比提升，盈利有望逐季修复；同时在零部件保供上，公司具有叶片、齿轮箱、变频器、变桨控制系统、电气控制系统等各核心零部件的自主研发、设计、制造能力，以及进行一体化建模与模型验证研究的能力。根据 Wood Mackenzie 数据，公司 22 年新签订单和新签海风订单都是国内风电整机企业订单量第一，叠加公司披露在手订单和翻倍的出货指引，公司 23 年业绩确定性较强。

预计 23-24 年归母净利润 50、65 亿元，给予推荐。

风险提示：风电装机不及预期、行业竞争加剧等。

通信、电子（王双、苏国印）

电子行业 2022 年年报和一季报已经披露完毕，除了中芯国际尚未披露 2023 年一季报之外，其他电子行业均已披露完毕。整体来看，2022 年全年电子行业实现营业收入 29765.32 亿元，同比下滑 1%，实现归母净利润 1,372.34 亿元，同比下降 29%。2023Q1 单季度实现营收 6,124.22 亿元，同比下降 8%，实现归母净利润 146.53 亿元，同比下降 58%。

从各个细分板块来看：

1、消费电子方面

2023 年第一季度消费电子板块继续承压，景气修复仍然偏弱，虽然 2023 年 1 月之后疫情影响逐步减弱，市场需求虽有改善但不明显，产业链库存去化仍未结束，销售数据仍旧不理想，业绩拐点仍需时间。2023 年第一季度消费电子行业营收 2692.36 亿元，同比+1.6%；归母净利润 82.64 亿元，同比-15.5%。从收入角度看，消费电子出现一定的复苏迹象，消费电子终端的业绩出现一定改善，这一回暖趋势有望继续传导至上游，但当前从周期角度来看，仍然处于底部区域，虽然预期需求会在将来逐渐改善，但是这一时间窗口仍存在不确定性，目前看去库存存在持续推进中，市场普遍预期在二、三季度去库存会进入尾声，目前需要进一步的跟踪，我们建议对消费电子板块可积极关注。

2、IC 设计、制造及封测

由于 2022 年消费电子等终端需求疲软，设计厂商和渠道商存货水位上升，2022 年国内模拟 IC 设计公司业绩有所分化，2023Q1 情况延续，同时海外大厂在价格上采取降价策略，模拟 IC 设计板块业绩显著下滑，伴随库存去化、下游消费等需求逐渐回暖、晶圆代工成本改善，龙头企业有望恢复增长趋势。数字 IC 设计方面，紫光国微、复旦微电等延续稳健增长态势，而存储 IC 设计企业受存储周期影响扰动明显，价格持续下行，公司盈利能力下滑显著。未来随龙头厂商相继开启实质性减产、AI 服务器等需求拉动作用下，存储器价格或于 2023H2 显现拐点，板块有望迎来复苏。□

2022 年上半年受益晶圆厂扩产带来的产能释放，IC 制造板块仍保持强劲增长态势，下半年开始，下游需求疲软逐渐向上传导，晶圆厂产能利用率逐季下滑，中芯国际在 2022 年 Q4 等效 8 英寸产能利用率下降至 79.5%，环比下降 12.6pct，较低的产能利用率也带来收入业绩承压。伴随宏观经济环境改善、下游需求回暖，IC 制造业绩有望修复，台积电在 2023Q1 法说会表示，预计下半年行业可能会逐步进入复苏。封测板块受需求影响更大，2022 年归母净利润同比下滑 22.1%，23 年 Q1 部分厂商的下降幅度进一步扩大，展望 2023 年，国内封测企业持续加大研发投入抢占先进封装技术高地，有望在 Chiplet 红利下实现盈利能力提升。□

3、半导体设备及材料

设备是 2023Q1 电子行业里唯一实现正增长的细分板块，反映了当前半导体设备和材料国产替代大背景下板块景气持续处于高位。2022 年半导体设备行业高景气，国内晶圆厂维持高位资本开支，国产化程度不断提升，2022 年底美国加强对华半导体管制尽管可能会对国内半导体设备资本开支造成一定影响，但另一方面也推动了设备国产化的进程。半导体材料属于制造后周期赛道，伴随晶圆厂产线建设逐渐释放产能，对半导体材料的需求也有望随之提升。国内材料厂商在 2021 年扩产浪潮下凭借自身技术及产能先发优势逐步切入上游优

质晶圆厂客户，在业绩上有望保持快速增长趋势。

□整体上我们认为，当前电子行业还面临最终下游需求较为疲弱的压力，在库存环节还需要等待全行业库存的进一步出清，从上游来看，包括存储等元器件已经开始通过降低产能等措施加速库存步伐，从时间周期角度，行业去库存有望在二、三季度进入尾声，同时低价需求的环比改善回暖，行业景气有望在三季度触底回升，从业绩角度进入新一轮的上行周期，但是目前在底部区域尚需等待去库存的推进以及行业景气回暖的明确信号，从推荐角度我们仍重点看好半导体设备和材料环节，虽然当前龙头公司有一定的减持压力，但是从长期来看，行业成长空间巨大，股价仍有较大的上行空间，重点推荐北方华创、中微公司、拓荆科技、盛美上海、华海清科等。

风险提示：市场系统风险，行业景气不及预期，半导体设备材料国产化进度低于预期。

（相关数据来源：Wind，iFind，国都证券整理）

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国都证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的特定客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。在法律许可的情况下，国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关，投资者据此操作，风险自负。

本报告版权归国都证券所有，未经国都证券研究所书面授权许可，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制，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。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，国都证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

国都证券投资评级
国都证券行业投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
投资评级	推荐	行业基本面向好，未来6个月内，行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，未来6个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，未来6个月内，行业指数跑输综合指数

国都证券公司投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
投资评级	强烈推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内，股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内，股价跌幅在5%以上