

配置正当时，从库存、成本、需求看行业比较优势

——资产配置与比较月报（2023年6月）

证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

证券分析师

谢建斌 S0630522020001

xjb@longone.com.cn

证券分析师

胡少华 S0630516090002

hush@longone.com.cn

联系人

高旗胜

gqs@longone.com.cn

联系人

董澄溪

dcx@longone.com.cn

投资要点

- **海外加息周期尾声，商品承压；国内经济低于预期，利率低位震荡。**短周期上中国领先，下半年去库可能转补库，而美国年内可能延续主动去库。通胀粘性限制美联储年内降息空间，加息周期尾声商品难有整体表现。其中工业品顺周期属性下维持弱势，原油同样受需求端影响较大，黄金避险属性提升。利率层面，国内经济复苏低于预期，政策存加码空间，国债收益率易下难上。汇率层面，中美经济基本面相对强弱占主导，关注中美利差变化。
- **国内加速去库，年内补库可期。**4月工业企业产成品存货累计同比降至5.9%，剔除价格影响后的实际库存增速同样明显下降。库存加速去化，营收增速已连续两月回升，特征上看已进入被动去库，但与以往不同的是PPI尚未见底。结合总体规律来看，年内转补库仍可期。
- **库存、成本、需求看行业比较优势：**
 - 1.中游高端制造补库。**库存周期上已进入主动补库；成本上直接受益于上游原材料价格的下降；需求方面供应链优势明显，外需提振下是出口中的结构性亮点，主要体现在新能源汽车、光伏电池、锂电池“新三样”为代表的高端制造。
 - 2.火电行业景气度提升。**据国资委，5月以来南方区域用电负荷持续走高，据预测广东、广西、云南、贵州、海南等南方五省区用电负荷、用电量同比将实现较大增长。成本端，进口煤冲击，社会库存累积，煤价中枢下行。成本下降，高温预期临近，火电盈利有望提升。
 - 3.看好韧性较强的必选消费以及基本面改善的家电。**618进入电商平台消费旺季，一方面居民收入恢复速度偏慢，消费整体表现可能不强，但以中低端为主的必选消费可能表现韧性；另一方面，受益于地产竣工的提速，以及上游原材料成本下降，下游家电消费可能超预期，尤其体现在国产品牌的崛起上。
- **投资建议：**经济复苏低于预期，但权益市场可能已逐步定价。沪深300PEttm5Y分位数25%左右，估值处于低位，政策预期强化下对A股不必悲观。安全委员会会议提出加快推进国家安全体系和能力现代化，以新安全格局保障新发展格局，科技发展助力补短板，供应链安全要求下，仍然长期看好科技产业发展，关注科创50。行业上，关注库存周期领先、全球视角下供应链优势明显的新能源汽车、光伏、锂电；成本下行、用电需求迎来旺季的火电板块；居民收入恢复偏慢背景下，必选消费具备韧性，高竣工叠加消费旺季的家电板块。个股上，依然看好研发占比高、现金流良好、负债率低的长线选股逻辑。
- **重点推荐：**消费：甘源食品、贵州茅台、盐津铺子。周期：中石油、海油工程、赛轮轮胎、巨化股份、巨星农牧。大健康：贝达药业、华润三九。TMT：艾比森、京东方A、TCL科技。高端制造：科沃斯、埃斯顿、国茂股份。金融：宁波银行、常熟银行。
- **风险提示：**国内政策落地不及预期；地缘政治事件导致通胀再次上升；全球金融市场不稳定的风险；中美关系的不确定性。

正文目录

1. 回顾与展望.....	5
1.1. 美国债务上限博弈，国内经济不及预期.....	5
1.2. 展望：配置正当时，从库存、成本、需求看行业比较优势.....	7
2. 总量观点.....	8
2.1. 经济恢复略低预期，稳增长仍需着力扩内需.....	8
2.2. 房地产或处底部向上早期，恢复速度可能偏慢.....	11
2.3. 企业进入被动补库阶段.....	13
2.4. 供给先于需求回升，复苏动力不足.....	14
2.5. 外需回升需待明年.....	15
2.6. 企业利润回升取决于复苏强度.....	16
3. 各行业观点总结与展望.....	17
3.1. 电力设备及新能源.....	17
3.1.1. 光伏：关注需求旺盛及产业链价格调整下部分环节.....	17
3.1.2. 新能源汽车&锂电：电池板块需求向好，龙头盈利性稳固.....	18
3.1.3. 风能：持续关注海风出口，提前布局整机厂商.....	18
3.1.4. 氢能：上游制氢景气不减，建议关注储运环节.....	18
3.2. 大消费.....	19
3.2.1. 消费趋势：低基数下创新高，实质提速有限.....	19
3.2.2. 食品饮料：分化明显，零食及啤酒表现较好.....	19
3.2.3. 非白酒食饮：关注零食、益生菌、速冻及预制菜.....	20
3.2.4. 美容护理：静待 618，行业复苏，监管加强.....	20
3.3. 资源品及周期.....	21
3.3.1. 石油石化：边际博弈变化，暖冬促使需求低于预期.....	21
3.3.2. 建筑建材：复苏波折前进，关注管网、消费建材.....	22
3.3.3. 化工：把握需求回暖及成本修复后的机会.....	22
3.3.4. 农林牧渔：猪价继续磨底，把握板块调整后的机会.....	22
3.4. 大健康.....	24
3.5. TMT.....	24
3.5.1. 电子：终端需求持续向好，把握产业复苏带来的估值修复机会.....	24
3.6. 高端制造.....	25
3.6.1. 家电：家电零售场景修复，关注年中大促.....	25
3.6.2. 机械：制造业需求仍待修复，关注机器人产业新进展带来的机遇.....	26
3.6.3. 汽车：新车型催化，新能源汽车景气改善.....	26
3.7. 金融.....	27
3.7.1. 银行：扰动因素下，主线依然稳健.....	27

4. 风险提示 27

图表目录

图 1 2023 年 5 月期间主要资产价格表现, %	6
图 2 2023 年 5 月申万一级行业涨跌幅(5/4-5/31), %	7
图 3 5 月经济数据预测, %	7
图 4 GDP 增速与 PMI, %	9
图 5 制造业 PMI 各分项, %	9
图 6 餐饮收入和商品零售增速, %	9
图 7 各产品零售增速变化, %	9
图 8 房地产投资与商品房销售面积增速, %	10
图 9 基建投资增速, %	10
图 10 30 城各线城市商品房成交面积, 万平方米	11
图 11 乘用车销量累计同比, %	11
图 12 12 个样本城市平均拥堵延时指数, %	11
图 13 高速公路货车通行量与铁路货运量, 万辆, 万吨	11
图 14 个人按揭贷款与住宅销售面积同步, %	12
图 15 居民新增中长期贷款与住宅销售面积基本同步, %	12
图 16 国房景气指数, 点	12
图 17 居民房价预期和购房意愿上升, %	12
图 18 商品房销售领先房地产投资, %	13
图 19 商品房销售领先土地成交和新开工, %	13
图 20 我国的库存周期, %	13
图 21 PPI 在库存周期中的表现, %	15
图 22 中美库存周期关系, %	15
图 23 美国库存周期位置, %	16
图 24 工业企业利润在库存周期中的表现, %	17
表 1 各行业库存周期位置	14

1.回顾与展望

1.1.美国债务上限博弈，国内经济不及预期

美国债务上限风波影响市场预期，政治博弈后风险警报解除仍是大概率事件，基本面尚无恶化迹象，核心通胀依然处于高位，劳动力市场降温但速度偏慢。国内方面，城投债风波影响预期扰动，经济数据除出口外多数低于预期，权益市场明显调整。

权益市场: A股方面，受经济基本面弱于预期拖累，整体表现不佳。上证综指下跌 3.6%，在主要指数中跌幅最少；深证成指、创业板指、沪深 300 指数分别下跌 4.8%、5.6%和 5.7%。受汇率贬值影响，港股表现更弱，恒生指数跌幅达 8.3%。从行业指数来看，申万一级行业中 5 个行业收涨，较上月减少 5 个。防御性板块以及 TMT 主题板块表现较好，顺周期板块整体回调。其中，公用事业（4.28%）、电子（2.26%）、通信（1.36%）、环保（0.48%）、计算机（0.03%）领涨；商贸零售（-11.66%）、农林牧渔（-10.05%）、建筑装饰（-8.87%）、建筑材料（-8.50%）、有色金属（-8.14%）领跌。海外方面，日本股市创 30 年来新高；美股受债务上限风波影响，三大股指表现不一，纳斯达克指数受科技主题表现带动，月涨幅达 5.8%。美国经济基本面仍有较强韧性，5 月美股表现整体强于 A 股。

商品市场: 5 月 CRB 商品价格指数延续震荡下行趋势，多数商品价格下跌。以月末来看，4 月国际油价出现明显回落。5 月末布伦特原油价格为 72.60 美元/桶，环比下跌 9.6%。虽然国际能源署上调全年需求预期，但中国经济复苏弱于市场预期，供需可能延续博弈。2023 年 4 月全球 63 个纳入世界钢铁协会统计国家的粗钢产量为 1.614 亿吨，同比下降 2.4%，前值为上升 1.7%。国内地产投资预期仍然较弱，需求承压，成本端同样下行，叠加库存压力，黑色系维持跌势。高利率环境下，全球经济下行预期仍是伦铜的定价因素。避险需求仍然支撑贵金属价格表现。

债券市场: 美国国债收益率上行，由于通胀的粘性以及降温缓慢的劳动力市场，美国 6 月不加息的概率仍高，但有所回落。欧元区核心通胀尚未见顶，短期可能不会暂停加息。国内方面，经济恢复不及预期，资金面宽松延续，5 月降息预期落空，但未来仍存可能性，十年期国债收益率维持低位。

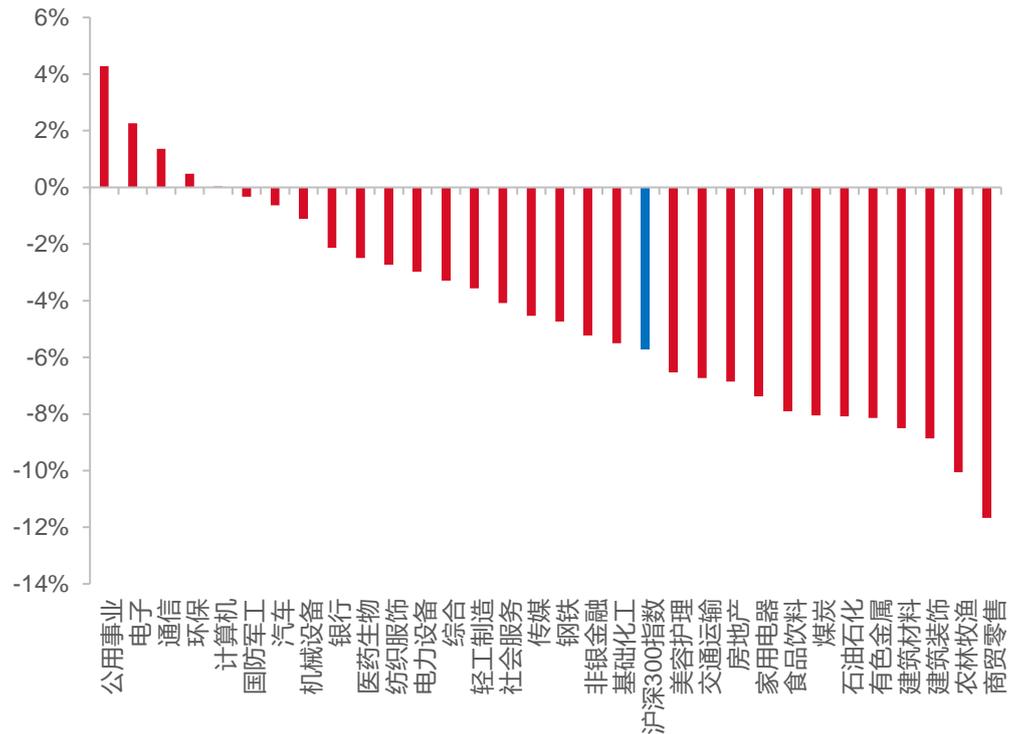
图1 2023年5月期间主要资产价格表现，%

股市	5月31日	4月28日	变化%	近4个月变化
日经225	30888	28856	7.0%	
纳斯达克综合指数	12935	12227	5.8%	
韩国综指	2577	2502	3.0%	
俄罗斯RTS	1055	1034	2.1%	
标准普尔500指数	4180	4169	0.2%	
法兰克福DAX	15664	15922	-1.6%	
道琼斯工业平均指数	32908	34098	-3.5%	
上证综指	3205	3323	-3.6%	
深证成指	10794	11339	-4.8%	
巴黎CAC40	7099	7492	-5.2%	
伦敦富时100	7446	7871	-5.4%	
创业板指	2193	2325	-5.6%	
沪深300	3799	4029	-5.7%	
恒生指数	18234	19895	-8.3%	
商品	5月31日	4月28日	变化%	近4个月变化
CBOT玉米	594	585	1.5%	
棉花	15,530	15,370	1.0%	
COMEX黄金	1982	1999	-0.9%	
白砂糖	6867	6981	-1.6%	
铁矿石	703	715	-1.7%	
热轧卷板	3557	3738	-4.8%	
LME铝	2221	2342	-5.2%	
CBOT小麦	594	634	-6.2%	
LME铜	8047	8585	-6.3%	
螺纹钢	3448	3683	-6.4%	
COMEX迷你白银	23.59	25.23	-6.5%	
聚丙烯	6853	7427	-7.7%	
CBOT大豆	1300	1419	-8.4%	
IPE布油	72.60	80.33	-9.6%	
NYMEX轻质原油	68.09	76.78	-11.3%	
10年国债收益率	5月31日	4月28日	变化BP	近4个月变化
英国	4.38	3.74	64	
美国	3.64	3.44	20	
日本	0.45	0.40	5	
西班牙	3.45	3.42	3	
德国	2.27	2.36	-9	
中国	2.69	2.78	-9	
意大利	4.06	4.35	-29	
希腊	3.85	4.25	-40	
汇率	5月31日	4月28日	变化%	近4个月变化
美元指数	104.22	101.66	2.5%	
日元	139.34	136.33	-2.2%	
人民币	7.12	6.93	-2.8%	
欧元	1.07	1.10	-3.0%	

资料来源：Wind，东海证券研究所

备注：汇率中人民币指兑美元离岸汇率，美元对人民币/日元汇率涨跌幅均取负值表现货币升值贬值
希腊国债取 5/29，英国国债取 5/26，西班牙国债取 5/30

图2 2023年5月申万一级行业涨跌幅(5/4-5/31)，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

1.2.展望：配置正当时，从库存、成本、需求看行业比较优势

图3 5月经济数据预测，%

经济指标	月度预测	
	经济预测	调整后数值
工业增加值（当月同比，%）	6.0	6.0
消费（当月同比，%）	13.0	13.0
投资（累计同比，%）	4.6	4.6
基建投资（累计同比，%）	9.0	9.0
制造业投资（累计同比，%）	6.0	6.0
房地产投资（累计同比，%）	-6.5	-6.5
出口（当月同比，%）	3.3	3.3
CPI（当月同比，%）	0.4	0.4
PPI（当月同比，%）	-4.0	-4.0
新增社融（当期新增，亿元）	15000	15000
M2（当期同比，%）	12.2	12.2
新增人民币贷款（当期新增，亿元）	10000	10000

资料来源：Wind，东海证券研究所

海外加息周期尾声，商品承压；国内经济低于预期，利率低位震荡。短周期上中国领先，下半年去库可能转补库，而美国年内可能延续主动去库。通胀粘性限制美联储年内降息空间，加息周期尾声商品难有整体表现。其中工业品顺周期属性下维持弱势，原油同样受需求端影

响较大，黄金避险属性提升。利率层面，国内经济复苏低于预期，政策存加码空间，国债收益率易下难上。汇率层面，中美经济基本面相对强弱占主导，关注中美利差变化。

国内加速去库，年内补库可期。4月工业企业产成品存货累计同比降至5.9%，剔除价格影响后的实际库存增速同样明显下降。库存加速去化，营收增速已连续两月回升，特征上看已进入被动去库，但与以往不同的是PPI尚未见底。结合总体规律来看，年内转补库仍可期。

周期底部向上，从库存、成本、需求看行业比较优势：

1.中游高端制造补库。库存周期上已进入主动补库；成本上直接受益于上游原材料价格的下降；需求方面供应链优势明显，外需提振下是出口中的结构性亮点，主要体现在新能源汽车、光伏电池、锂电池“新三样”为代表的高端制造。

2.火电行业景气度提升。据国资委，5月以来南方区域用电负荷持续走高，据预测，广东、广西、云南、贵州、海南等南方五省区用电负荷、用电量同比将实现较大增长。成本端，进口煤冲击，社会库存累积，煤价中枢下行。成本下降，高温预期临近，火电盈利有望提升。

3.看好韧性较强的必选消费以及基本面改善的家电。618进入电商平台消费旺季，一方面居民收入恢复速度偏慢，消费整体表现可能不强，但以中低端为主的必选消费可能表现韧性；另一方面，受益于地产竣工的提速，以及上游原材料成本下降，下游家电消费可能超预期，尤其体现在国产品牌的崛起上。

投资建议：经济复苏低于预期，但权益市场可能已逐步定价。沪深300PEttm5Y分位数25%左右，估值处于低位，政策预期强化下对A股不必悲观。安全委员会会议提出加快推进国家安全体系和能力现代化，以新安全格局保障新发展格局，科技发展助力补短板，供应链安全要求下，仍然长期看好科技产业发展，关注科创50。行业上，关注库存周期领先、全球视角下供应链优势明显的新能源汽车、光伏、锂电；成本下行、用电需求迎来旺季的火电板块；居民收入恢复偏慢背景下，必选消费具备韧性，高竣工叠加消费旺季的家电板块。个股上，依然看好研发占比高、现金流良好、负债率低的长线选股逻辑。

2.总量观点

——分析师：胡少华 S0630516090002

刘思佳 S0630516080002

2.1.经济恢复略低预期，稳增长仍需着力扩内需

增强经济内生动力的关键是加快内需恢复速度。一季度国内GDP同比实际增长4.5%，好于市场预期的4%，主要受益于疫后的经济修复，积压需求集中释放，经济的回升动能较强。4月经济数据读数虽整体走高，但多数低于预期。其中，服务消费恢复较快但商品消费略显疲弱；房地产投资复苏受阻，4月累计同比-6.2%，较3月下降0.4个百分点；制造业和基建投资4月当月同比增速也均有小幅下滑；受内需不足和外需景气度偏低等因素影响，工业生产恢复速度也偏缓。在一季度经济明显回温过后，4月经济恢复程度略低于预期可能更多反映了经济周期自身的规律。

5月PMI延续回落态势，制造业PMI环比下降0.4个百分点至48.8%，除供应商配送时间指数外，其他分项指数全线回落。其中，制造业、服务业、建筑业新订单指数环比均有不同程度下降，新增需求偏弱是制约经济回升的主要因素。4月底召开的政治局会议也明确提到“经济运行好转主要是恢复性的，内生动力还不强”。在房地产投资仍未明显好转的情

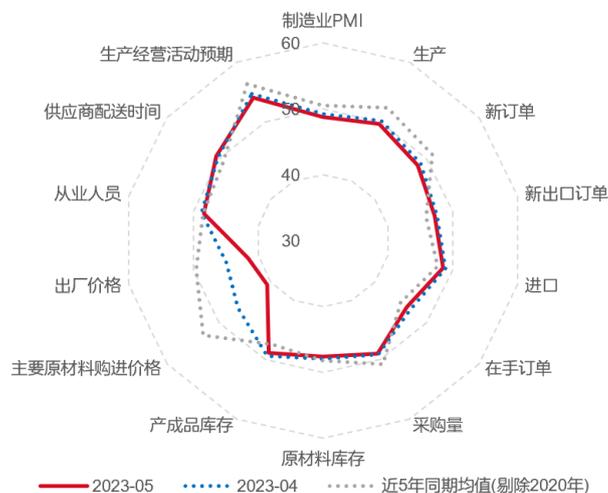
况下，短期内基建投资增速或仍将保持平稳，而增强经济增长内生动力的关键则是着力扩大总需求，加快内需恢复速度。短期来看，经济恢复可能会继续低于预期，需要进一步出台提振、扩大内需的政策措施。考虑到去年同期基数较低，二季度经济增长有望延续回升态势，但增速可能会低于预期。

图4 GDP 增速与 PMI, %



资料来源：Wind，东海证券研究所

图5 制造业 PMI 各分项, %



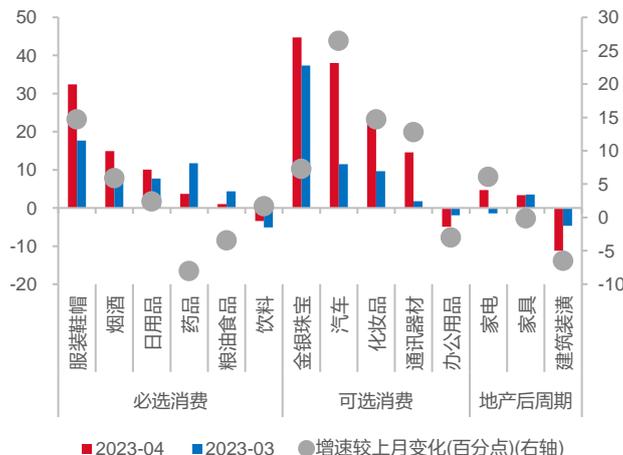
资料来源：Wind，东海证券研究所

图6 餐饮收入和商品零售增速, %



资料来源：Wind，东海证券研究所

图7 各产品零售增速变化, %



资料来源：Wind，东海证券研究所

图8 房地产投资与商品房销售面积增速, %



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图9 基建投资增速, %

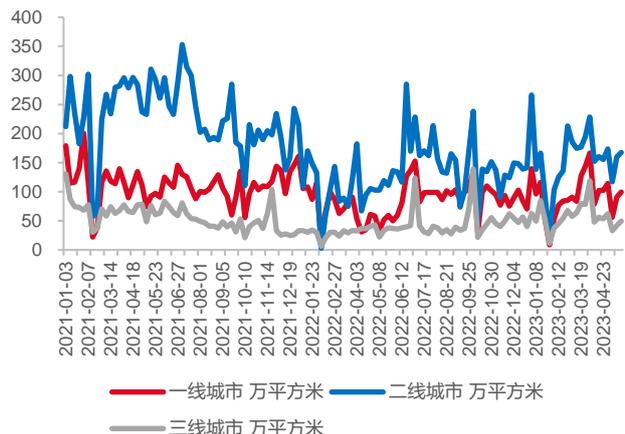


资料来源: Wind, 东海证券研究所

线下消费: 1) 住宅销售整体平稳, 恢复力度仍待加强: 5月前24日, 30个大中城市商品房成交面积962万平方米, 环比4月下降5.8%, 同比去年上升51% (低基数影响较大), 同比2021年下降30.7%。其中, 一线城市成交面积281万平方米, 同比2021年-12.6%; 二线城市成交面积528万平方米, 同比2021年+0.6%; 三线城市成交面积153万平方米, 同比2021年-26.2%。今年“五一假期”出游人数较多, 30个大中城市黄金周商品房成交面积缩量明显, 近期有所回升, 但恢复力度仍然不强。**2) 汽车销售偏强:** 中汽协数据显示, 1-4月全国乘用车累计销售694.9万辆, 同比增长6.8%。乘联会数据显示, 5月前三周乘用车厂家零售日均销售5万辆, 环比增加5.6%, 同比2021年增加30.6%。在各地促消费政策推动下, 叠加车展等线下活动的恢复, 市场活跃度提升, 带动车市销售整体较好。**3) “五一假期”推动观影人次回升明显:** 5月前24日, 全国观影人次合计7539万人, 环比上升44.8%; 全国电影票房29.8亿元, 环比上升52.8%。与2019年同期相比, 全国观影人次和电影票房分别恢复至103%、95%。

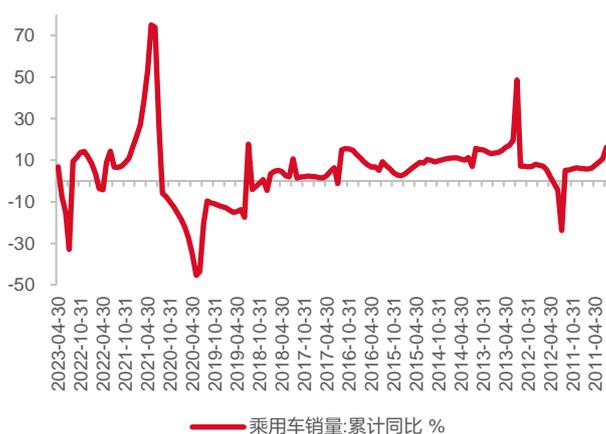
主要城市地铁客运量仍处高位, 物流保持相对平稳: 从城市内部人口流动看, 5月前26日, 四个一线城市中, 深圳地铁客运量明显超疫情前水平, 上海、广州与疫情前相当, 北京约为疫情前水平的9成; 二线城市中, 成都、重庆、苏州、长沙、武汉、天津、西安、郑州8城地铁客运量均超疫情前水平, 南京约为疫情前水平的9成。此外, 5月前三周, 12个样本城市(北上广深)的周平均拥堵延时指数同比去年上升5%。从跨区人口流动看, 受去年同期低基数影响, 5月前26日国内航班执飞架次同比增长171%, 为2021年高点近8成。从物流恢复情况看, 5月前三周, 全国高速公路货车通行量同比上升5.2%, 全国铁路货运量同比下降3%, 邮政快递揽收量同比上升20%。总体上, 人流加快有助于推动线下接触式消费和服务业改善, 物流恢复可对产业链供应链形成支撑。

图10 30城各线城市商品房成交面积，万平方米



资料来源：Wind，东海证券研究所

图11 乘用车销量累计同比，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

图12 12个样本城市平均拥堵延时指数，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

图13 高速公路货车通行量与铁路货运量，万辆，万吨



资料来源：Wind，东海证券研究所

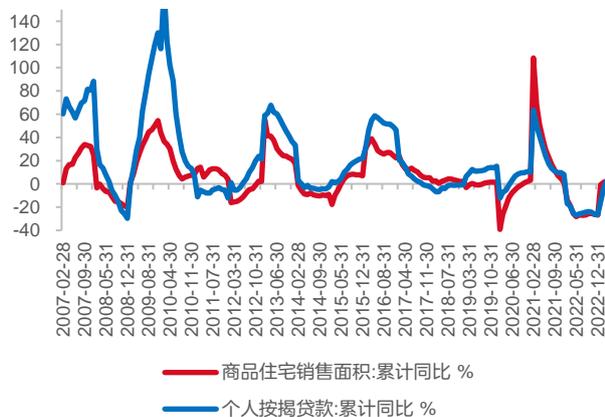
2.2. 房地产或处底部向上早期，恢复速度可能偏慢

目前房地产或处底部向上早期。受疫情冲击、居民收入预期不佳、期房烂尾等因素影响，2022年居民购房行为明显减少，个人按揭贷款增速持续回落并位于低位。2023年以来，伴随疫情防控政策的优化调整，“保交楼”政策和“三支箭”的稳步落地，以及经济复苏态势向好，居民购房信心有所修复，前期积压的购房需求得到释放。当前个人按揭贷款、商品住宅销售面积增速均已踏过低谷并拐头向上；利差背景下4月居民新增中长期贷款下降，可能与提前还贷因素有关，但增速仍好于2022年，居民购房意愿的修复和购房行为的增加或将带领房地产周期企稳向上。此外，根据央行的问卷调查，今年一季度对未来房价预期上涨的储户占比环比上升4.5个百分点，预计未来3个月将增加购房支出的储户占比环比上升1.5个百分点，而居民储蓄意愿则有所下降。反映房地产行业变化趋势的国房景气指数，以及房地产开发贷余额增速也均位于上升初期。

销售端回升但力度不强，房地产恢复速度可能偏慢。销售端回暖能够改善房企现金流状况，推动房企投资意愿抬升，是新开工和房地产投资向上的重要信号。今年以来，随着疫情进入新阶段，前期积压的购房需求得到有效释放，叠加房地产支持政策持续显效，商品房销售增速止跌企稳，连续三个月保持回暖态势，房地产销售可能已踏过谷底。5月前24日，

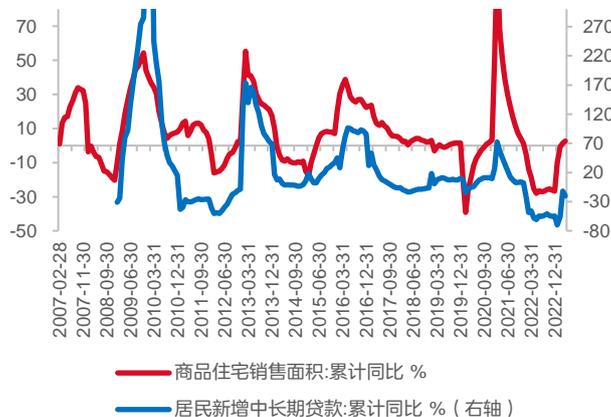
30 城商品住宅成交面积环比下降 5.8%；中指院数据显示，5 月前四周，重点 50 城商品住宅周均成交面积 434 万平方米，环比下降 17.7%，同比增长 17.9%。5 月以来楼市成交活跃度虽较之前有所回落，但考虑到 6 月将迎来半年收官节点，房企或有一定的业绩冲刺动力，推盘速度和促销力度可能有所提升。6 月房地产销售有望进一步好转，从而稳定市场信心和房地产投资。但受土地成交缩量影响，二季度新开工面积增速或仍将承压。

图14 个人按揭贷款与住宅销售面积同步，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

图15 居民新增中长期贷款与住宅销售面积基本同步，%



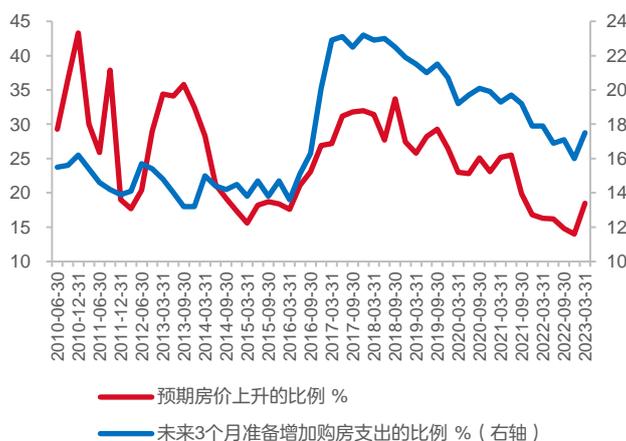
资料来源：Wind，东海证券研究所

图16 国房景气指数，点



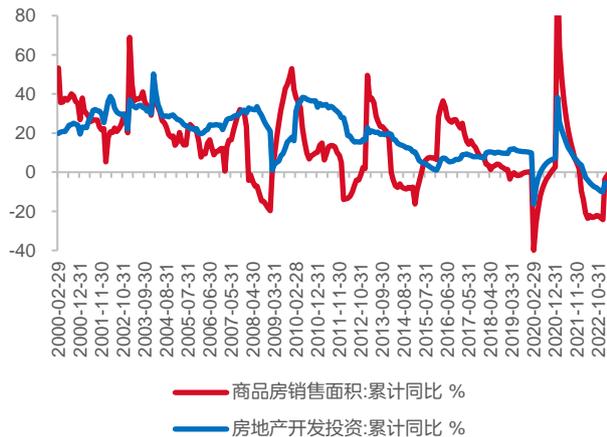
资料来源：Wind，东海证券研究所

图17 居民房价预期和购房意愿上升，%



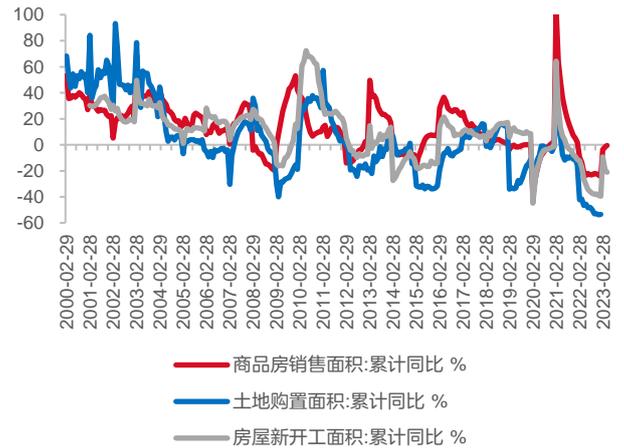
资料来源：Wind，东海证券研究所

图18 商品房销售领先房地产投资，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

图19 商品房销售领先土地成交和新开工，%

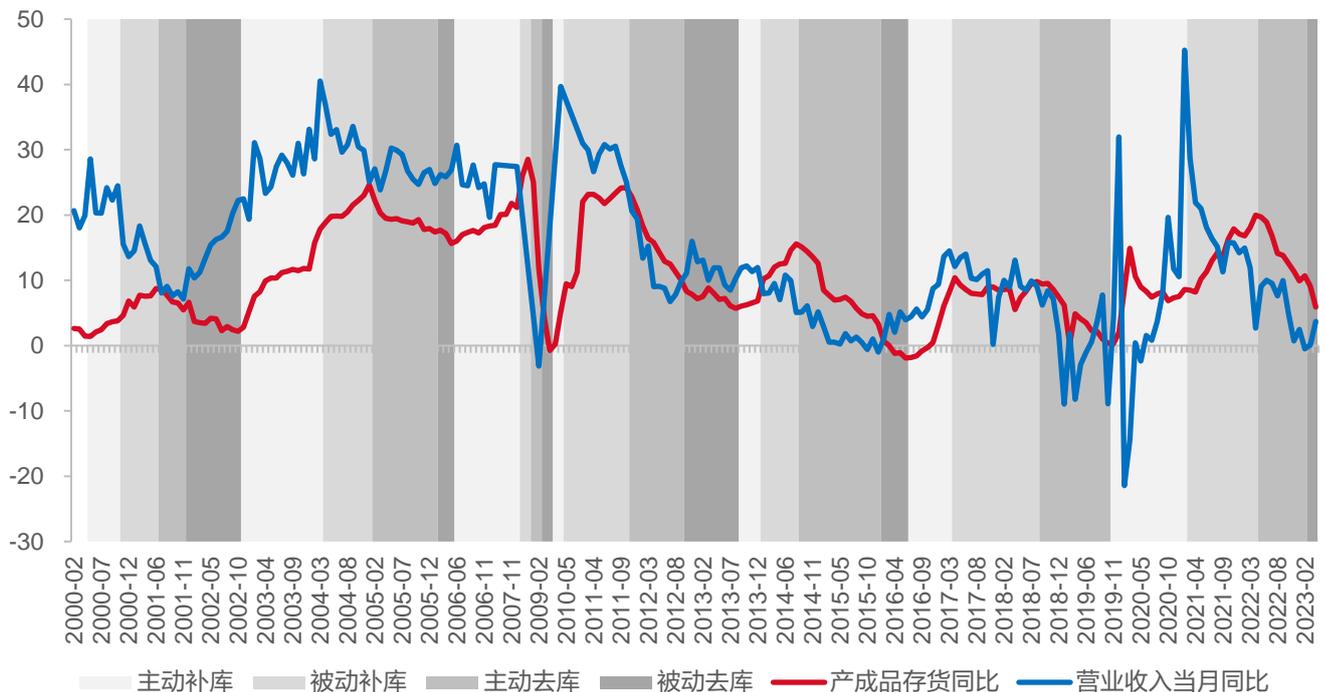


资料来源：Wind，东海证券研究所

2.3.企业进入被动补库阶段

二季度以来，随着生产经营活动的复苏，工业企业营业收入连续两个月回升，代表企业从主动去库存逐渐转向被动去库存阶段。在2000年以来6轮库存周期中，我国的被动去库存阶段平均持续5个月，按照历史规律的乐观估计，本轮库存周期有望在今年三季度见底。

图20 我国的库存周期，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

分产业链位置看，中游机械设备走在本轮库存周期的最前端，或是因为受到东盟外需的提振。中游原材料及下游行业处于从主动去库走向被动去库的过程中，而上游行业仍在主动去库。

分行业类型看，工业投入品、汽车制造业等对经济周期敏感的行业已经提前开始补库，除汽车以外的周期性消费品开始被动补库，能源行业仍在主动去库。

行业之间的库存周期分化体现了本轮复苏周期的结构性特点，部分行业仍有多余产能需要出清。对东盟的强劲出口虽有利于中游机械行业去库，但对其他行业及下游产业链的影响有限。

表1 各行业库存周期位置

	行业	库存	营收	库存周期位置	总体
上游	煤炭开采和洗选业	下	下	主动去库存	主动去库
	石油和天然气开采	下	下	主动去库存	
	黑色金属矿采选	下	下	主动去库存	
	有色金属矿采选	上	下	被动补库存	
	非金属矿采选	下	下	主动去库存	
中游原材料	非金属矿物制品	下	上	被动去库存	主动去库转向被动去库
	黑色金属冶炼加工	下	下	主动去库存	
	有色金属冶炼加工	下	上	被动去库存	
	金属制品	下	上	被动去库存	
	石油煤炭及其他燃料加工	下	上	被动去库存	
	化学原料及制品加工	下	下	主动去库存	
	化学纤维制造	下	上	被动去库存	
	橡胶和塑料制品	下	上	被动去库存	
中游机械设备	通用设备制造	上	上	主动补库存	被动去库转向主动补库
	专用设备制造	上	上	主动补库存	
	运输设备制造	上	上	主动补库存	
	电气机械和器材制造	上	上	主动补库存	
	计算机、通信和其他电子设备制造	下	上	被动去库存	
	仪器仪表制造	上	上	主动补库存	
	造纸及纸制品业	下	上	被动去库存	
下游	农副食品加工	下	下	主动去库存	主动去库转向被动去库
	食品制造	下	下	主动去库存	
	烟草制品	上	上	主动补库存	
	纺织和服装	下	上	被动去库存	
	皮革、毛皮、羽毛制品和制鞋业	下	上	被动去库存	
	木材加工和木竹藤棕草制品业	下	下	主动去库存	
	家具制造	下	上	被动去库存	
	印刷业和记录媒体的复制	下	上	被动去库存	
	文教、美工、体育和娱乐用品制造	下	上	被动去库存	
	医药制造	上	上	主动补库存	
	汽车制造	上	下	被动补库存	

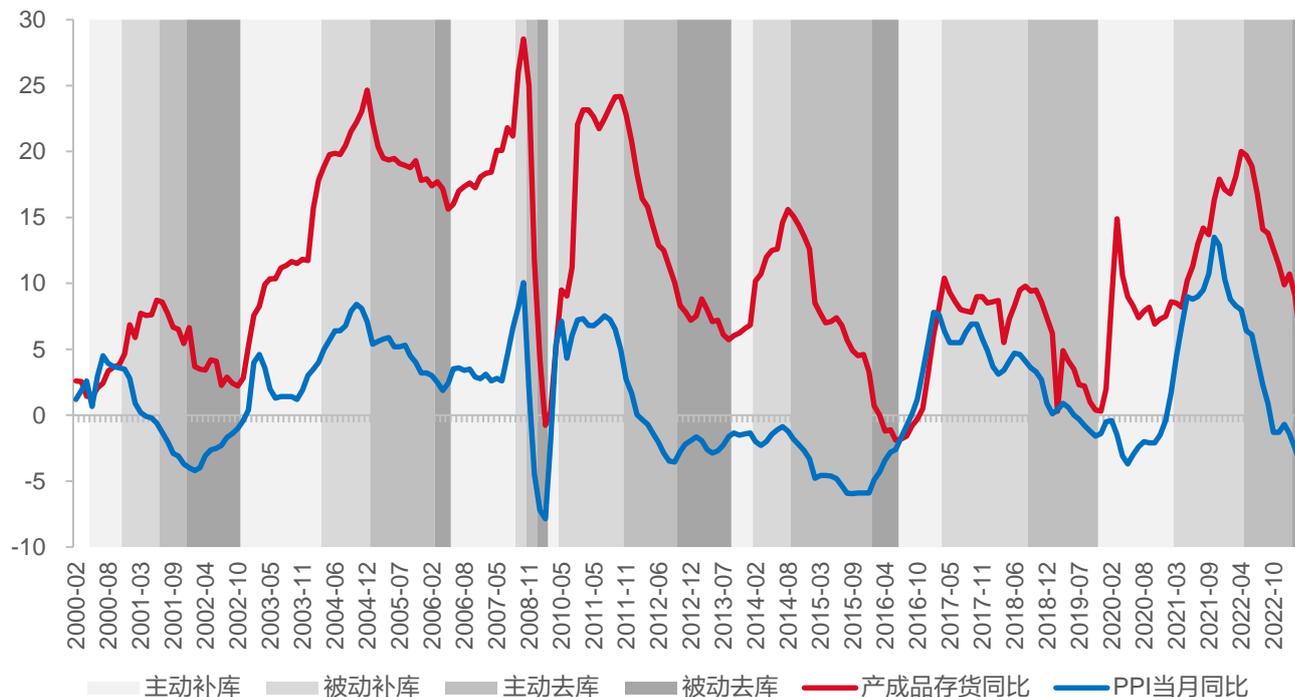
资料来源：Wind，东海证券研究所

2.4.供给先于需求回升，复苏动力不足

工业增加值代表工业生产供给，PPI 则代表工业产品的价格。库存周期的尾声，需求已经好转，但生产者依然悲观，因此往往是 PPI 先行回升，而后工业增加值才会同步上行。从历史规律看，PPI 往往在主动去库尾声到被动去库前期见底。

本轮周期中，尽管近 2 个月工业增加值已经先行企稳回升，但 PPI 仍在下跌，工业生产的量先于价格回升。这一方面受到去年一季度生产的低基数影响，一方面说明供给侧先于需求复苏，复苏动力仍有不足。

图21 PPI 在库存周期中的表现，%

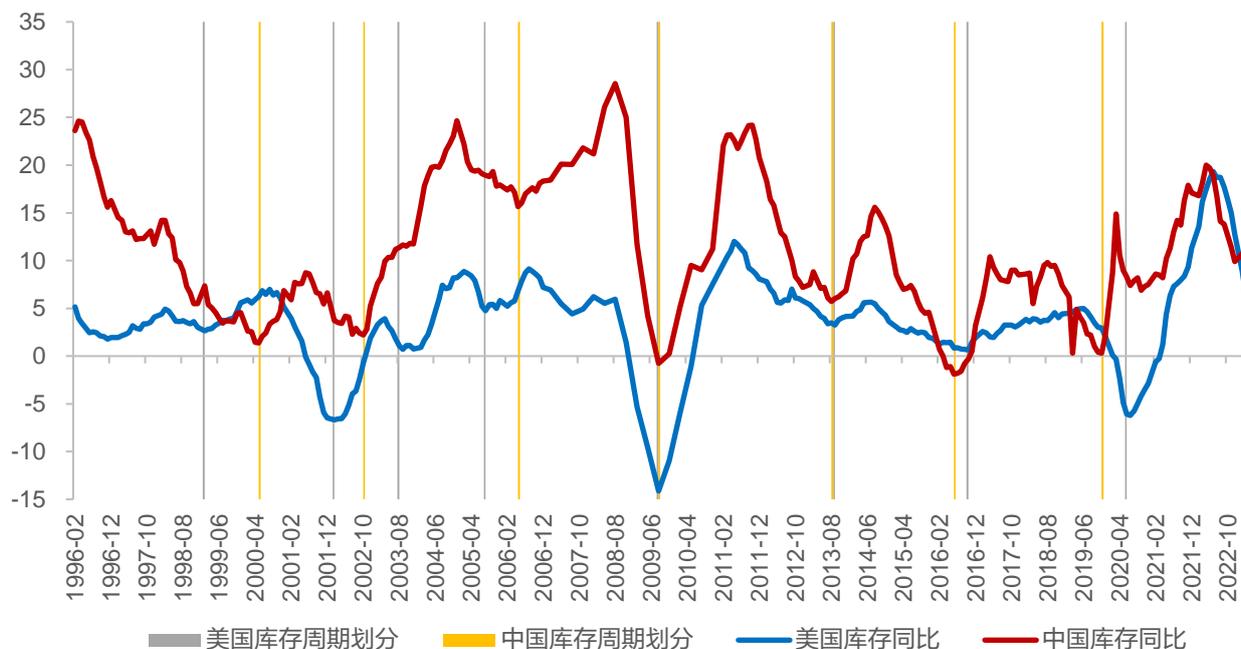


资料来源：Wind，东海证券研究所

2.5. 外需回升需待明年

2000 年以来，随着中美贸易关系的深化，中美库存周期逐渐趋于同步。本轮周期中，在疫情影响下，中美库存周期出现错位。

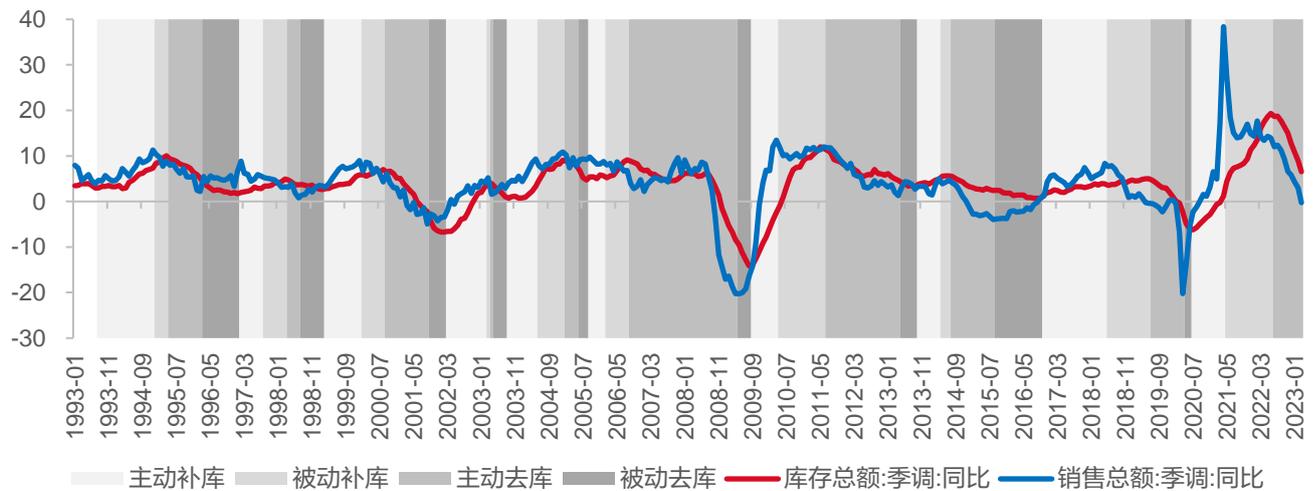
图22 中美库存周期关系，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

美国于 2022 年 7 月进入主动去库阶段，目前仍在去库之中，按照过去美国库存周期的时间规律计算，美国将在今年三季度进入被动去库阶段，在明年一季度重新开始补库。

图23 美国库存周期位置，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

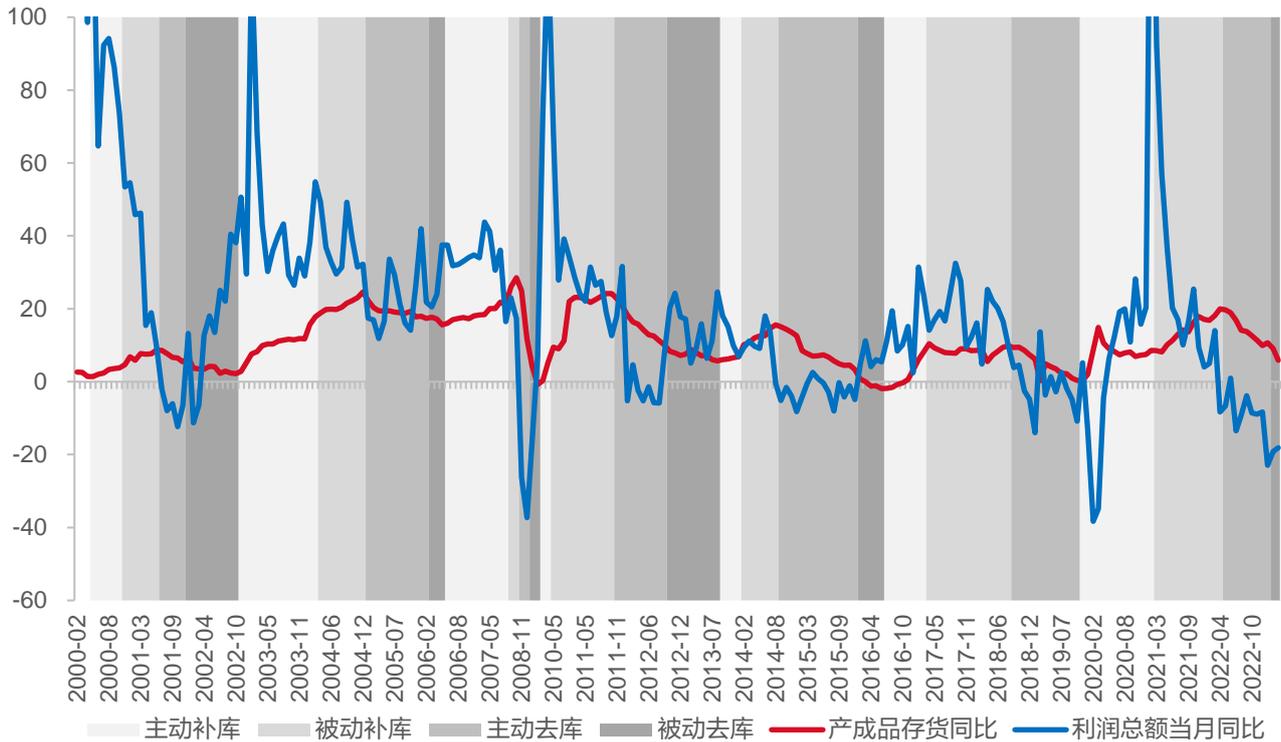
悲观情形下，如果内需恢复速度慢于预期，外需对中国工业产品需求形成有效提振可能要等到明年一季度。

但出口地区结构和产品结构的优化仍可能会对出口形成一定支撑。地区结构上，全球政治格局的演变正带动着我国出口地区的优化，对俄罗斯、中亚、中东、非洲等出口可能会保持较快增长，对东盟出口仍然较强，但可能会受到高基数和国际外需不足的影响；对日本、韩国出口受贸易限制等因素影响，已从逆差转向顺差，未来可能会继续保持顺差。

2.6.企业利润回升取决于复苏强度

从历史规律看，工业企业利润往往在被动去库阶段见底，在主动补库时达到高位，利润回升的幅度的取决于复苏强度。今年三到四季度，工业企业利润增速有望见底，并开始温和回升。

图24 工业企业利润在库存周期中的表现，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

3. 各行业观点总结与展望

3.1. 电力设备及新能源

——分析师：周啸宇 S0630519030001

电新板块：关注硅料持续降价背景下的光伏板块投资机会

3.1.1. 光伏：关注需求旺盛及产业链价格调整下部分环节

组件：关注装机量上升及上游加速降价下量利齐升机会。1) 产业链上游降价下盈利持续修复。当前硅料价格以约 10 元/kg 一周的速度下降，达到了 140 元/kg 左右，另外硅片、电池片加速回落，虽然组件价格相对坚挺，但有望持续缓慢下降。后续需继续关注上游降价下组件端与终端价格博弈下利的释放，以及组件降价下终端量的提升；2) 需求端内外高景气持续。从装机量来看，光伏需求持续上升，4 月国内光伏新增装机量 14.65GW，环增 10.23%。政策上风光大基地第三期部分省份已印发，集中式在降价下有望继续放量。出口方面，4 月光伏电池、组件出口 305 亿元，受排产发货节奏略低于 3 月，但仍处高位，后续组件价格下降下仍有空间。3) 产业链供求改变下组件高壁垒。随着产业链各环节扩产，行业逐步由产能驱动到订单驱动过渡，组件面向终端，有望进一步提升产业链内议价能力。组件本身受渠道、品牌、供应链影响，龙头企业壁垒较高，强者恒强，确定性较高。

高纯石英砂：需求持续偏紧下唯一的供给端制约环节。产业链整体扩产下，由于自然资源限制，高纯石英砂及相应上游坩埚中内层成为产业链唯一瓶颈。据 SMM 消息，六月价格有望继续上行，在供需格局中短期紧平衡下，环节量利齐升成为大概率事件。近期高纯石英砂价格横盘，相关标的受光伏板块整体影响出现高位回调，为后续行情打开空间。

其他：关注前期超跌板块股价修复。由于市场对行业预期的忧虑，导致行业内基本面与股价背离较严重。近日 SNEC 展会开幕现场人数众多，对于行业景气度有一定体现，市场可能提升对于行业及技术创新关注度。建议关注 TOPCon、HJT 技术创新优势的电池、设备等环节。建议继续关注逆变器板块业绩释放可持续性，辅材板块如玻璃、胶膜等超跌反弹及盈利修复机会。

建议关注：石英股份：国内唯一掌握海外高纯石英砂资源龙头，扩产下产能有望进一步释放。2022 年公司实现石英砂产量 3.69 万吨，同比增长 52.30%。另外 6 万吨/年高纯石英材料项目有望于下半年逐步投产。**爱旭股份：**公司作为电池片专业化龙头，受益于电池片行业成本传导，盈利大幅改善。ABC 电池产能持续释放，一体化不断推进。珠海 2022 年投产 6.5GW 的 ABC 预计 2023Q2 满产，公司预计年底可以形成 25GW 的 ABC 电池/组件一体化产能。

3.1.2.新能源汽车&锂电：电池板块需求向好，龙头盈利性稳固

终端需求回暖。1) 电动车需求端向好。国内 4 月电动车销量 63.6 万辆，同/环比增速分别为+113%/-3%，符合市场预期。当前行业排产逐步复苏，预计 6 月环比提升约 10%。2) 储能装机加速放量。当前新能源发电量稳步提升，2023Q1 风光发电量同比+27.8%。能源局宣布加强对储能系统监管，此举将进一步加速储能系统装机。5 月以来锂电储能系统项目 17 个，行业表现较为活跃。

原材料库存逐步恢复，锂价持续回弹。近期锂盐随着电池厂补库存，短期内市场交易量上升带动价格上行，6 月 1 日报价 30.75 万元/吨，当周环比+4.41%，中长期价格将震荡运行。因此布局上游资源的相关电池厂单位盈利性更优。

终端需求回暖，锂电池需求增加，考虑当前锂价反弹，我们建议关注积极布局上游原材料的龙头电池企业：宁德时代、亿纬锂能等。

3.1.3.风能：持续关注海风出口，提前布局整机厂商

2023 年 1~5 月，风电累计招标量约为 39.35GW，同比下滑 6.97%，其中陆风 35.40GW，海风 3.95GW。我们认为上游大宗商品价格仍将处于震荡下行趋势，零部件企业有望维持 2023 年 Q1 量利齐升的态势，建议关注：金雷股份、日月股份、天顺风能、泰胜风能等。近期，国内海缆、塔筒企业纷纷获得海外订单，随着海外可持续能源的持续推进，国内厂商占据成本优势，有望进一步开拓海外市场，建议关注：大金重工、东方电缆、中天科技等。据国家能源局数据，1-4 月国内新增风电装机 14.20GW，同比新增 48.23%，结合 2022 年+2023 年以来招标量计算，未来 1~1.5 年风电机组规模缺口近 70GW，招标量高企背景下整机交付速率有望加快，建议提前布局整机厂商：明阳智能、三一重能、金风科技。

3.1.4.氢能：上游制氢景气不减，建议关注储运环节

上游制氢端的高速发展有望对储运端带来提振。氢气在制取后需要通过高压压缩至储氢瓶中，过程中对空压机、氢气阀门均有较高要求，建议关注：1) 冰轮环境，产品已覆盖氢气全生命周期所需的压缩机，充装、液化、加氢压缩机及氢气循环泵；2) 江苏神通：子公司已具备 70-90MPa 工况的高压氢用阀门小批量供货能力，准备做扩能的建设项目，同时布局加氢站用氢气阀门。目前储氢瓶主流为 IV 型高压储氢瓶，主要制作工艺为碳纤维缠绕，建议关注：京城股份，具备 35MPa 储氢瓶量产能力，70MPa 储氢瓶研发中。氢气产能的不断提升，下游用氢端的成本压力减弱，有望降低氢燃料电池车推广阻力，建议关注：亿华通，燃料电池系统龙头企业，2022 年出货量位居市场前列。

3.2.大消费

——分析师：丰毅 S0630522030001

任晓帆 S0630522070001

3.2.1.消费趋势：低基数下创新高，实质提速有限

低基数下4月社零同比高增但低于预期。受去年疫情扰动低基数影响，4月社零增速创下阶段新高，但是总体恢复仍然较弱且略低于预期。因去年基数较低，对比2019CAGR环比上月下滑，且2019年4月基数不高且环比回落，说明消费4月动能有限，我们预计与人均收入提速有限、疫情后消费意愿（支出持续低于收入增速）同样较低有关，且与消费支出占比较高的旅游、服务业明显提升对其他消费挤压有较强关系。不考虑基数因素，餐饮、体育娱乐表现较好，渠道方面线上相对较好，可选略好必选。我们认为，消费意愿及行业恢复不均挤压为短期因素，随着恢复步入常态，人均收入逐步修复，消费复苏仍具较大空间。**具体来看：①4月社零同比低于预期。**受益疫情政策优化后消费场景复苏以及去年低基数，2023年4月社零同比增速为18.4%（环比+7.8pct），低于市场预期20.21%。**②4月社零相比2019CAGR环比增速放缓。**去除掉基数因素，4月较2019年同期CAGR达3.5%，较上月下降1.3pct。**③餐饮消费迎来连续3个月同比正增长，4月增速大幅上升。**2023年4月社零餐饮服务总额当月同比上涨43.8%，较上月提升17.5pct。主因低基数效应，其次为疫后消费场景复苏，带动线下餐饮服务总额大幅上升，增速环比持续提升。**④分品类看，主因低基数，受汽车高增速带动，地产后周期恢复强劲，可选弹性较强。**去年同期疫情扰动，受封控影响各品类基数较小，本月大多数品类同比增幅较大。但是对比2019CAGR本月增速显著弱于上月，大多数品类实际恢复程度有限。而餐饮类消费恢复相对更快，线下零售、餐饮类恢复弹性更大，整体来看消费复苏程度有限，未来仍存向上空间。**目前整体需求恢复仍弱，行业内部也因餐饮、旅游等恢复对其他造成一定挤压，但板块内部分化明显，白酒短期预期弱但边际改善，啤酒、零食、速冻板块复苏仍较强，值得关注。**

3.2.2.食品饮料：分化明显，零食及啤酒表现较好

白酒：名酒与新品牌差距预计将拉开。名酒已完成去库存，而新品牌库存更高，而次高端、酱酒等品类今年主题将主要在去库存，这将进一步拉开新品牌与名酒的差距。此外，经过疫情后，名酒目前已逐步开始趋势性全价位带布局，从动销到招商将进一步对中小品牌产生干扰和影响，不同于地方性小品牌，春节后名酒库存恢复常态，茅台、五粮液等主要名酒价格逐步企稳回升，近两月小长假的行业主题，对于非名酒、名酒可能分别为去库存和中秋旺季提价跳板，我们预计2023年白酒行业发展特征主要为集中度提升。**建议关注贵州茅台、五粮液、山西汾酒、口子窖、古井贡酒、洋河股份、迎驾贡酒等。**

啤酒：即饮场景修复，2023Q1销量加速增长。（1）存量竞争中赛点为把握高端化升级趋势。2018-2022年啤酒销量CAGR-3.00%，收入增长主要由价格驱动。我们认为，量稳价升的存量竞争中，各大厂商比拼的是销售渠道和产品组合的持续优化，以及产能端的降本增效，盈利能力有较大提升空间。**（2）受益于即饮场景修复，2023Q1销量加速增长。**2023Q1，**青岛啤酒**实现营收107.06亿元（+16.27%）、归母净利润14.51亿元（+28.86%），销量/吨价分别同比+11.02%/+4.76%，销量驱动明显，青岛主品牌放量（+7.45%）带动整体销量在去年低基数水平上明显反弹，同时结构升级带动吨价稳步提升。**重庆啤酒**实现营收40.06亿元（+4.52%）、归母净利润3.87亿元（+13.63%），销量/吨价分别同比+3.69%/+0.51%。高档产品（乌苏、1664）销售收入同比下滑3.4%，表现弱于主流产品（+8.1%）与经济产品（+11.1%），导致吨价上涨有限。**燕京啤酒**实现营收35.26亿元（+13.74%）、归母净利润0.65亿元（+7373.28%），销量/吨价分别同比+12.80%/+0.83%。U8保持高成长，内部改革

+关厂减员成效凸显，成本和费用控制得当释放利润弹性。(3) 旺季催化迎啤酒大年。2023年4月，中国规模以上企业啤酒产量305.9万千升，同比增长21.1%，同期低基数上啤酒销量加速反弹。气温回升，烧烤出圈助推，啤酒产销两旺，经销商积极备货。大麦年初完成锁价+包材进一步回落，成本在同期高基数上相对改善，预计Q2利润空间仍充足。建议关注青岛啤酒、华润啤酒、重庆啤酒、燕京啤酒。

3.2.3.非白酒食饮：关注零食、益生菌、速冻及预制菜

(1) 零食贝塔明确，逻辑持续验证，继续关注。短线来看，零食专营店迅速扩张成为核心预期，但十年来消费渠道变革导致的白牌及渠道型龙头崛起带来的替代空间（类似于海外的生产型龙头对渠道型龙头、白牌产品替代）才是零食长线逻辑的核心。在此背景下，大单品型生产型龙头替代、集中度提升逻辑鲜明（劲仔食品、洽洽食品、卫龙），多品类型生产型龙头未来空间巨大（甘源食品、盐津铺子、劲仔食品）。(2) 关注益生菌赛道。科拓生物短期受非益生菌品类（复配添加剂）低于预期影响，业绩下滑，益生菌品类仍然维持接近翻倍增长。基于较强的益生菌研发优势、高盈利以及产能、订单快速提升，预计Q3、Q4公司业绩在新客户持续推进、产能逐步落地的背景下仍有望加速，持续关注科拓生物。(3) 关注速冻及预制菜长期趋势。因便利性、标准化刚需、地域保护（较远区域需重新建厂建渠道），结合冷链物流运力提升，B端渗透率提升长期趋势不可逆。较低的教育成本叠加短期成本回落，C端盈利稳健。预制菜板块投入产出比高于其他新消费行业，目前仍处初期，重点关注。关注安井食品、绝味食品、味知香、干味央厨、立高食品等。

3.2.4.美容护理：静待618，行业复苏，监管加强

化妆品：(1) 社零数据有所回暖。4月化妆品社零同比+24.3%，受2022年疫情同期低基数影响，化妆品增速相对较快，随着线下场景的恢复以及618大促的到来，化妆品有望进一步复苏。(2) 618大促有望带来国货新机遇。相较于往年活动，电商平台今年投入力度加大，促销时间更长。品牌分化可能较为明显，我们建议关注业绩具备较大确定性的珀莱雅以及短期产品持续维持高增长的巨子生物。

医美：行业复苏，监管加强。(1) 需求恢复良好推动行业增长。五一医美需求整体恢复良好，随着线下场景恢复叠加消费者接受度提高，有望推动线下医美快速增长。(2) 关注优质细分赛道机会，胶原蛋白赛道成为新热点。上游细分赛道中，胶原蛋白由于适用范围广、效果佳，可替代水光，成为下游机构主推项目之一，后续增长空间较大。(3) 看好龙头医美企业机会。5月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》，通过跨部门综合监管加强医美市场力度，从加强行业准入管理、加强事中事后综合监管、加强关联领域与行业监管、强化组织领导四方面提出一系列新举措。医美市场的趋严推动合规市场扩张，利好经营系统成熟并合规的机构。我们推荐关注合规产品线丰富的上游龙头医美企业爱美客以及下游大型医美机构朗姿股份。

3.3.资源品及周期

——分析师：谢建斌 S0630522020001

分析师：吴骏燕 S0630517120001

分析师：张季恺 S0630521110001

分析师：姚星辰 S0630523010001

3.3.1.石油石化：边际博弈变化，暖冬促使需求低于预期

国内经济复苏好于预期，OPEC+反制减产，但长期资本开支不足、美联储加息收紧流动等多方博弈下，油价长期处于相对高位，中枢下移；上游资本开支改善，油服板块有望长期受益。

1. 油价短期中枢有望抬升。WTI 原油 5 月维持震荡走势，于 5 月 26 日收于 72.67 美元/桶，月平均价跌幅 9.48%。5 月 12 日当周，美国炼厂吞吐量为 1574.5 万桶/日，开工率 91.0%。国际能源署 5 月 16 日表示，今年全球石油需求的增长速度将快于预期，达到 1.02 亿桶/日，中国最新的流动数据显示经济继续从大流行低点反弹。国际能源署在其最新的月度石油市场报告中表示，目前预计 2023 年全球石油需求将同比增长 220 万桶/日，比上个月的报告高出约 20 万桶/日，达到 1.02 亿桶/日。IEA 表示，中国 3 月份公路和空中交通的恢复推动其石油需求环比增加 45 万桶/日，达到 1600 万桶/日的新纪录。在对历史基线进行修订后，国际能源署估计，中国的年需求现在将在 2023 年平均达到 1600 万桶/天，比 2022 增加 130 万桶/天。

2. 上游资本开支维持。截至 2023 年 5 月 12 日当周，美国原油产量为 1220 万桶/日，同比增加 30 万桶/日。截至 5 月 19 日当周，美国钻机数 720 台，较去年同期减少 8 台；其中采油钻机数 575，较去年同期减少 1 台。越海集团表示，随着供应持续紧张，近期勘探和开发项目的需求不断增加，未来几年全球市场对钻井平台需求前景光明。作为深水油气市场繁荣的众多指标之一，其第一季度的合同积压量为 9 亿美元，扭转了过去几年的平静局面，该订单量为去年同期的两倍多，被认为是体现市场可持续性的又一明确迹象。公司还表示，上游支出预计将在 2023 年增长 15%，并且预计 2024-2025 年将进一步增加，因为有利的宏观环境和更高的 E&P 资本支出导致浮式和自升式平台作业量扩大，目前良性环境作业签约量已经回到了 2019 年新冠爆发前的水平。虽然恶劣环境市场价格更高，但良性环境钻井平台，尤其是超深水钻井船，也获得了更高的日费率，最新的第六代和第七代装置的价格为 40~45 万美元/天，利用率接近 100%。预计到年底前沿费率将超过 50 万美元/天。

3. 国内成品油消费不及预期。海关总署发布的数据显示，4 月我国清洁油品出口出现 2023 年以来首次同比下降，下降 7.7%至九个月低点 227 万吨（60.5 万桶/日）。尽管石油公司获得了新的出口配额，但疲软的出口利润率将继续限制我国 5 月份的清洁石油产品外流。据估算，5 月份出口汽油和粗柴油分别亏损约 7 美元/桶和 9 美元/桶。不过美国在驾车季强劲需求的预期升温可能会扩大汽油裂解利润率，从而鼓励国内炼油厂提高 6 月份出口量。4 月份出口减少另一原因是为了满足五一假期期间需求而累库。GAC 数据显示，4 月份出口量较 3 月份的 332 万吨下降了 31.6%，预计出口降低将限制 5 月份的出口量。同时，国内汽油销量在 5 月初的国家劳动节假期后大幅下降，目前库存处于高位，国内炼厂也存在扩大出口的需求。

建议关注：资源储备水平良好、炼油产能领先、开采成本控制良好的上市石化国企，如：中国石油、中国海油、中国石化。以及整体估值明显低位、海外市场潜力较大、技术处国际先进水平的上市油服公司，如海油工程、中海油服。

(数据来源: Wind、Platts、EIA、OPEC、Baker Hughes、Rystad Energy、国家统计局)

3.3.2.建筑建材: 复苏波折前进, 关注管网、消费建材

1-4月基建投资维持较高景气, 地产竣工修复亮眼。2023年1-4月, 全国基础设施投资(不含电力)同比增长8.5%, 增速较1-3月下降0.3pct, 高于上年同期2pct, 基建投资增速虽边际回落但仍处于较高景气区间。房地产开发投资尽管依旧同比下降6.2%, 但地产竣工面积同比增长18.8%, 增幅继续扩大。我们认为, 后续政策仍有回暖空间, 或对基建地产链相关板块有预期修复作用。继续关注有望受益于竣工端修复的消费建材龙头**东方雨虹**、**北新建材**等。

水泥依旧疲软, 玻璃维持坚挺。2023年1-4月, 全国水泥产量为5.84亿吨, 同比增长2.5%, 增速较1-3月回落1.3pct; 5月水泥市场需求仍表现疲软, 截至5月26日, 水泥均价445元/吨, 较月初下跌18元/吨。2023年1-4月, 全国平板玻璃产量31000万重量箱, 同比-8.6; 截至5月26日浮法玻璃价格为2186元/吨, 虽较月初上涨121元/吨, 但涨幅已有所放缓。纯碱价格或已至反弹窗口, 或继续支撑玻璃价格。

《国家水网建设规划纲要》落地, 有望推动管材市场扩容。纲要提出要加快构建国家水网, 建设现代化高质量水利基础设施网络, 统筹解决水资源、水生态、水环境、水灾害问题。到2025年, 目标要建设一批国家水网骨干工程, 国家骨干网建设加快推进, 省市县水网有序实施; 到2035年, 目标为基本形成国家水网总体格局, 国家水网主骨架和大动脉逐步建成, 省市县水网基本完善。截至2023年4月, 水利管理业固定资产投资完成额累计同比+10.7%(vs 基建固投增速9.8%)。随着《纲要》落地, 我们认为水利投资仍将维持较高景气度, 管材市场需求有望扩容, 利好建材行业中的管材板块。

3.3.3.化工: 把握需求回暖及成本修复后的机会

轮胎: 海运成本下降, 库存压力减轻, 轮胎行业迎来机会。1) 出口海运费下行至合理水平, 2022年以来中国出口集装箱运价指数CCFI持续下滑, 截至2023年5月26日, CCFI指数为938.74, 较2022年初的3587.91高点下降了73.84%, 回到2021年之前水平。2) 库存方面有所改善, 2022Q1数据显示, 我国轮胎行业(申万)库存276.14亿元, 同比和环比分别下降1.75%和3.14%。3) 原材料方面, 炭黑价格下行, 天然橡胶价格保持稳定, 为轮胎行业成本提供支撑。**建议关注: 赛轮轮胎、玲珑轮胎、森麒麟等。**

氟化工: 制冷剂价差上升, 盈利能力修复。产品价差持续上行, 截至2023年6月1日, 制冷剂R22/R32/R134a价差分别为11700/3360/7428元/吨, 较上月初分别变动+2.63%/+30.99%/8.44%, 第三代制冷剂盈利能力大幅提升。**建议关注: 巨化股份、永和股份、三美股份等。**

3.3.4.农林牧渔: 猪价继续磨底, 把握板块调整后的机会

1、**生猪: 4月能繁母猪存栏环比下降0.5%。**

4月能繁母猪存栏环比下降0.5%。根据国家统计局数据, 4月全国能繁母猪存栏环比下降0.5%, 同比增长2.6%, 4月末全国能繁母猪存栏4284万头。根据涌益咨询数据, 4月能繁母猪存栏环比增长0.04%。根据中国畜牧业协会, 4月二元母猪存栏量环比下降0.9%, 后备母猪存栏环比增长9.3%, 淘汰母猪量环比增长11%。产能去化节奏有所分歧, 但不改变长期去化趋势。

猪价低位震荡, 养殖持续亏损。根据博亚和讯, 截至5月26日, 全国生猪均价14.62元/公斤, 周环比提升3.25%。仔猪价格35.69元/公斤, 周环比提升2.59%。需求端较弱, 猪价底部震荡调整。5月26日, 二元母猪价格32.14元/公斤, 周环比持平, 自繁自养养殖

盈利-338.26元/头，外购仔猪养殖盈利-204.01元/头，连续亏损了约5个月。短期来看，猪肉消费端回升依旧缓慢，同时二次育肥的积极性减弱，预计上行幅度有限，猪价或仍将低位震荡。养殖行业持续亏损，行业面临资金压力，产能或继续去化。

猪肉需求淡季，冻品库存环比增加。根据钢联数据，截至5月26日，重点屠宰企业冷冻猪肉库容率为24.95%，环比上升了1.45个百分点。当前猪肉需求较为平淡，屠宰企业冻品库存增加。从屠宰量来看，5月26日，样本企业屠宰14.22万头，环比下降9.7%，屠宰企业备货下降。

从历史股价来看，生猪养殖股呈现左侧布局的特征，猪价低位时，板块具有较高的安全边际。短期行业仍处于亏损状态，产能或将进一步去化，支撑中长期生猪价格，猪企业绩有望逐步向好。当前生猪养殖板块估值处于底部位置，建议积极关注**牧原股份、温氏股份、巨星农牧**。

2、禽：黄羽鸡产能处于低位，价格有望逐步向好

黄羽鸡产能处于低位，2023年供给偏紧。黄羽肉鸡行业在2020年-2022年上半年处于低迷状态，行业产能持续去化，目前父母代存栏量处于近3年低位。根据畜牧业协会的样本数据，截至2023年5月21日当周，在产父母代存栏1372万套，较2020年高点下降了13%，父母代总存栏2262万套，较2020年高点下降了11%。从黄羽鸡传导周期来看，从后备父母代鸡到商品代毛鸡约40周，从在产父母代鸡至商品代毛鸡约15周，随着2022年下半年以来在产和后备父母代存栏量的持续降低，我们预计2023年黄羽鸡供给端将偏紧。

商品代鸡苗量价均有所回升，但仍处于历史低位。从商品代鸡苗销量来看，黄羽鸡行业产能去化较为显著。根据畜牧业协会的样本数据，截至5月21日当周，商品代雏鸡销量3288万只，同比下降1%，处于2019年以来的较低水平，较2019年高点下降23%。截至5月21日当周，黄羽鸡商品代鸡苗价格为2.01元/只，同比上涨1%。我们预计随着消费端的回暖，黄鸡价格将有所上涨。

我们认为，2023年黄羽鸡供给端将继续偏紧，同时，下游消费场景陆续恢复，预计黄羽鸡价格将逐步向好。建议关注**立华股份**。

3、宠物：4月出口同比转正，关注宠物食品国产品牌崛起

海关总署公布4月宠物食品出口数据。4月我国宠物食品（狗猫罐头及饲料）出口量2.27万吨，环比增长3.50%，同比增长5.43%，今年以来首次同比转正，1-4月累计同比下降16.04%；4月宠物食品（狗猫罐头及饲料）出口额7.42亿元，环比增长2.23%，同比增长10.70%，1-4月累计同比下降7.59%。宠物食品出口迎来拐点。预计今年下半年随着海外减库存的完成，宠物食品出口将恢复正常。

中国宠物市场规模近年来增速较快，但与发达国家相比，宠物渗透率仍有较大提升空间。中国宠物食品市场集中度不高，2021年CR10占比约24%。近年来宠物电商渠道迅速发展，国产品牌借助高性价比的优势快速抢占市场。同时，自主品牌不断发力，有望贡献业务增量。建议关注**佩蒂股份、中宠股份**。

3.4.大健康

——分析师：杜永宏 S0630522040001

陈成 S0630522080001

伍可心 S630522120001

5 月以来，大盘呈下行走势，医药生物板块表现相对稳定，防御属性显现。行情方面，中药板块在国企改革催化下走势相对较强，新冠二次感染增加使得相关板块个股短期异动。政策方面，药品集采稳步推进，全国中成药集采正式落地，医保局积极推动医用耗材支付管理升级，探索 DRG 和集采联动。业绩方面，从 2022 年报和一季报的披露情况来看，行业复苏态势逐月加快，二季度以来板块业绩增速有望加快回暖。建议结合业绩边际变化，把握创新和消费主线，精选优质个股。

创新药板块：我国创新药迈向高质量发展新阶段，创新药企逐步实现大浪淘沙，综合实力强劲的创新药企有望迎来新的发展机遇，逐步从国内走向全球。创新药板块整体经过前期的充分调整，投资价值较为显著。美国临床肿瘤学会（ASCO）年会于当地时间 6 月 2 日-6 月 6 日召开，部分重要研究发现和临床试验成果会在 ASCO 年会上进行首次发布。此次会议上中国研究 Oral Abstract Session 共入选 19 项，恒瑞医药、百济神州、君实生物、迪哲医药等创新药企届时会公布临床结果，创新药板块有望受 ASCO 催化获得更高市场关注度，建议关注贝达药业、荣昌生物、恒瑞医药等。

中药板块：近期，《全国中成药采购联盟集中采购文件》发布，16 个品种被纳入。同时，全国首次中药饮片省际联盟采购拟中选结果发布，平均降价 29.5%，降幅温和。国家中医药支持政策频出，中成药集采逐渐常态化，中医药产业化和现代化进程加快，行业持续向好。近年来，国家高度重视中医药事业发展，完善中医药高质量发展体系，多维度发力推动中医药行业传承创新，中医药行业受到需求景气的提振，相关上市公司业绩持续向好。建议关注华润三九、同仁堂等。

3.5.TMT

——分析师：周啸宇 S0630519030001

3.5.1.电子：终端需求持续向好，把握产业复苏带来的估值修复机会

LCD 龙头企业的估值修复在即。近 10 多年来，全球 LCD 行业的竞争格局和周期属性发生了巨大变化，随着中国企业在全球 LCD 领域的产能集中度和市场份额占比大幅提升，可将产能优势转化为效益优势，稳步掌握行业定价权和全球 LCD 面板产能市场，通过调低稼动率，限产控价，促使 TV 面板价格筑底回升，实施控产控价策略效果显现，主导性地减弱 LCD 面板的周期波动性。自 2022 年 Q3 以来，LCD 面板价格触底后连续 7 个月保持平稳且微涨，本轮面板价格下跌周期基本探底企稳，面板行业正处于复苏前期阶段，LCD 价格短期仍具备上行动能，面板龙头的估值修复在即。在行业和公司估值上，LCD 面板行业正在向国内电子类精密制造业靠拢，依据自身的全球产能集中度优势，多措施多手段地实现 LCD 面板业务的稳定盈利，国内龙头企业的 LCD 面板业务估值模型，也应该由 PB 估值法向 PE 估值法转变，参考电子板块制造公司的估值标准，给予 20 倍的 PE 估值空间较为合理。建议关注 LCD 龙头**京东方 A**和**TCL 科技**。

全球经济预期向好，LED 显示行业稼穡蓬勃。近年来，随着 LED 显示技术发展趋向成熟，LED 显示屏成本持续下降，性价比明显提升，市场规模逐渐扩大。自 2023 年 Q1 开始，全球经济趋于正常化，经济活动复苏将明显拉动全球 LED 显示屏的下游需求。根据 TrendForce 数据预测，2025 全球 LED 显示市场规模将达 109.21 亿美元，2022-2025 年 CAGR 约为 14.74%，成长空间巨大。从全球竞争格局来看，国内厂商成本优势明显、技术水平领先、产业链经验丰富，凭借齐全的 LED 产业链，抢占了全球 LED 显示屏绝大数的市场份额，2021 年 CR10 中国内企业占据 8 席，合计 58.7%，并且一直保持较大的领先优势。国外厂商在全球竞争中不具备优势，所占市场份额较低。得益于产业链优势，实现本土 LED 显示企业产品多元化和均衡发展，有效降低企业生产成本，快速响应市场需求，提高行业整体竞争力。建议关注艾比森。

3.6. 高端制造

——分析师：王敏君 S0630522040002

黄涵虚 S0630522060001

3.6.1. 家电：家电零售场景修复，关注年中大促

修复趋势已经显现。从上市公司财报看，2023 年一季度，白电板块收入同比呈现正增长，厨卫电器、厨房小家电收入同比降幅收窄，清洁小家电板块仍有承压。据奥维数据罗盘，2023 年 1-4 月家电全品类线上、线下累计销售额分别同比下降 1.4%、1.1%，降幅较 2023 年一季度收窄。分品类看，空调销售依然亮眼，1-4 月线上、线下累计销售额增速分别为 23.2%、10.3%，此外，集成灶、洗碗机、清洁电器等品类线下渠道持续高增。

白电排产数据向好。据产业在线，2023 年 5 月家用空调、冰箱、洗衣机合计排产量为 3124 万台，较去年同期生产实绩增长 13.2%；其中内销、出口排产较去年同期实绩分别增长 19%、6%。家用空调二季度排产约 5408 万台，同比去年同期实绩增长 19.9%；其中，内销、出口排产量分别为 3485 万台和 1962 万台，分别较去年同期实绩增长 26.9%和 1.9%。冰箱、洗衣机二季度内外销排产量均有同比提升，但主要为恢复性增长，系去年基数较低导致，增幅弱于家用空调。

关注今年线下场景改善和高端市场。“五一”黄金周期间，据商务部门数据，北京等代表城市重点商圈客流及零售恢复，同时，主流家电 KA 亦销售向好。以苏宁为例，全国门店客流同比提升 23%，绿色节能家电销售同比增长 56%，门店 5 万元以上套购订单同比增长 65%。此外，线下销售呈现高端化趋势。据奥维云网，一季度冰箱等品类线下高端占比提升。据苏宁门店“五一”数据，万元以上中高端家电订单同比增长 320%，75 吋以上大屏彩电销售数量同比增长 90%，中央空调销售数量同比翻两番。

“618”大促有望带动需求集中释放。为推动“618”销售增长，各电商平台均面向商家出台支持政策，同时亦有望为消费者带来实惠。京东计划在“618”期间面向所有商家投入增加 20%，帮助商家平均降低 30%的运营成本。阿里推出超 3 亿红包补贴、百亿流量扶持、四大激励计划。抖音将基于爆款、货架、内容三大驱动力为生意增长助力。

家电营销有渠道分散化的趋势，平台间的流量争夺将给品牌带来挑战。在此背景下，关注传统大家电龙头海尔智家、美的集团、老板电器，品牌优势与规模效应突出，第二增长曲线布局清晰，渠道补库存催化短期需求。小家电方面，有望结合新兴渠道短链路营销的特点实现突破。今年直播电商渠道是小家电品牌必争之地，激烈的竞争也会是对运营效率和成本把控的挑战。关注把握新兴渠道、长于产品创新的小家电公司，如小熊电器、科沃斯等。部

分品牌由于基数和自身策略调整的原因，目前仍处于成长的阶段，有望实现明显优于行业的表现。

3.6.2.机械：制造业需求仍待修复，关注机器人产业新进展带来的机遇

机器人：工业机器人国产化率有望提升，人形机器人长期空间广阔。据产业研究机构高工机器人测算，2023年我国工业机器人行业销售增速有望达到20%-25%之间；其中，年销量破万台的国产厂商数量有望达到5家。制造业数字化改革背景下，推动工业机器人应用是大势所趋。《“十四五”机器人产业发展规划》指明了行业目标：到2025年，我国制造业机器人密度较2020年实现翻番。人形机器人方面，特斯拉Optimus取得新进展，有望带动整体产业链关注度，部分国内零部件公司亦有望受益。马斯克表示，乐观预测下，人形机器人需求有望达到100亿台。综合以上，**建议关注：国产工业机器人龙头埃斯顿、谐波减速器技术实现突破绿的谐波等。**

通用机械：短期制造业需求筑底，长期国产替代趋势不改。4月制造业固定资产投资累计同比增长6.4%，较3月略有下滑。4月国内金属切削机床产量为5.0万台，同比下降1.9%。今年，加大制造业投资支持力度仍是扩大内需的重要措施之一，关注下半年行业复苏情况。展望未来，设备升级、国产替代仍是推动通用机械行业发展的主要逻辑。**建议关注：国产减速机龙头国茂股份、数控刀具厂商欧科亿、数控机床板块。**

工程机械：出口好于内销，龙头推进国际化战略。据工程机械协会统计，2023年4月，挖掘机内销量为9513台，同比下降40.7%；出口量为9259台，同比增长8.9%，占总销量的49.3%。中国小松挖掘机开工小时数同比略降0.7%。国内挖掘机下游需求较弱，国四切换影响仍待消化，销量承压。出口方面，头部企业继续深化全球化布局，海外收入占比有望进一步提升，平滑整体收入的周期波动。成本方面，海运费的压力有所缓解，利于企业利润率修复。**建议关注：零部件龙头恒立液压，主机厂三一重工、徐工机械、中联重科。**

3.6.3.汽车：新车型催化，新能源汽车景气改善

乘用车零售持续回暖，经销商库存回落。乘联会预计，5月狭义乘用车零售销量173万辆，同比+28%，环比+7%，其中新能源乘用车销量58万辆，同比+61%，环比+11%，对应渗透率33.5%。去年4-5月长三角、东北地区汽车产销受到短期因素冲击，基数降低导致4月以来汽车销量同比增速大幅提高；零售端，乘用车市场回暖趋势延续，新车型的相继上市、上游原材料价格的企稳回升；同时，渠道库存有所回落，据中国汽车流通协会，4月汽车经销商综合库存系数为1.51，高端豪华&进口品牌、合资品牌库存水平环比下降较为显著，国六排放标准相关政策的落地也在一定程度上缓解了渠道去库存的压力，随着去库存逐步接近尾声，批发端压制因素边际减弱。

整车领域，关注新车型上市对相关车企的积极催化。上海车展后，自主品牌、新势力迎来新车型的密集上市，尤其在A级和B级的主流市场均有多款重磅新车型推出。其中A级车市场，比亚迪宋Pro DM-i 冠军版（13.58-15.98万元）、哈弗枭龙/枭龙MAX（13.98-15.68万元/15.98-17.98万元）、吉利银河（13.87-17.37万元）均已上市。B级车市场，蔚来全新ES6（36.80-42.60万元）已上市，腾势N7已开启盲订，深蓝S7（预订价格16.99-23.99万元）已开启预订，小鹏G6计划二季度末正式上市并启动交付。随着新车型配置、定价的陆续落地，或催化新能源乘用车渗透率加速提升，而其中具备配置及价格优势的新车型有望获得良好的销量表现，可持续关注其销量及订单情况。

汽车零部件领域，关注智能化核心赛道、供应链出海趋势。（1）智能化核心赛道：汽车智能化趋势明确，随着新势力、自主品牌车型智能化配置不断提高，智能驾驶、智能座舱相关产品持续放量，可关注线控底盘、域控制器、空气悬架等核心领域。（2）新能源汽车供应链出海：随着近年来国内新能源汽车产业的高速发展，国内已具备完善的新能源汽车零部件供应体系，以特斯拉产业链为代表的供应商在成本管控、响应速度等方面优势显著，随着特

斯拉加快新车型产能建设，相关供应商积极在海外建厂，或将分享特斯拉下一轮新车周期红利，并有望受益于海外传统车企的电动化转型。

3.7.金融

——分析师：王鸿行 S0630522050001

3.7.1.银行：扰动因素下，主线依然稳健

宏观经济复苏是我们看好银行板块的底层逻辑，并建议依据 PMI 与市场利率等指标来把握板块行情。4 月 PMI 明显转弱，但银行板块在低估值国有行及股份制银行的带动下仍然表现强势，体现银行板块中国特色估值体系属性。5 月中旬以来，前期表现良好的低估值国有行及股份制银行明显回落，体现经济数据较弱及资产质量担忧情绪上升。

我们认为金融安全底线之上，不同银行面临的信用风险是分化的，以国有大行及优质中小银行为代表的主线基本面依然健康稳健，叠加阶段性底部逐步清晰，板块基本面与估值长期极限背离后的价值回归仍值得期待。我们建议重点关注经济发达地基本面良好的区域性银行：**常熟银行、宁波银行、苏州银行、江苏银行。**

4.风险提示

(1) 国内政策落地不及预期，可能导致市场信心无法顺利恢复，进而影响经济的内生性增长。

(2) 地缘政治事件导致通胀再次上升，引发海外货币政策再次超预期紧缩，进而出现全球经济衰退甚至萧条风险。

(3) 全球金融市场不稳定的风险，历次美联储加息末期，由于高利率环境下金融风险一旦发生极易传导，容易引发全球金融市场风险

(4) 中美关系的不确定性。美国进一步对国内高科技产业进行打压，导致相关产业供应链产生风险。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 电话:(8621) 20333619
 传真:(8621) 50585608
 邮编:200215

北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 电话:(8610) 59707105
 传真:(8610) 59707100
 邮编:100089