

## 行业研究 2023 年中期回顾与展望合集——

**分化复苏曲折前行，稳中求进积蓄动能**

■ 2023 年上半年，中国经济复苏路径呈现“波浪式发展、曲折式前进”过程。一季度经济脉冲式修复，GDP 超预期回升 4.5%；积压需求释放后，二季度内生增长动能显著放缓，低基数下 GDP 增长 6.3%。从三驾马车看，基建和制造业投资稳健增长，消费如期反弹但内生动能存修复空间，地产投资持续偏弱，出口增速波动下行，分化复苏特征延续。展望下半年，复苏基础有望通过扩大内需和提振信心得到夯实，预计 2023 年 GDP 增长能够实现“5%左右”的目标。

■ **房地产：修复趋势未能延续，下半年边际企稳但仍处磨底阶段。**需求端看，Q1 地产销售修复的力度和节奏好于我们去年年末预期，但 Q2 以来复苏动能显著放缓，4-6 月商品房销售面积跌落至近五年最低水平。供给端看，上半年地产投资开发额同降 7.9%，房企投资意愿承压。综合供需两端，行业尚未进入良性循环，背后是居民收入预期疲弱致加杠杆积极性下降。7 月政治局会议对地产定调较为积极，首提“适时优化调整房地产政策”，未来需持续关注政策落地及效果。我们判断中性情况下 2023 年商品房销售面积同比下滑 10.2%、投资额同比下滑 9.8%；考虑基数调整因素后为-4.3%和-7.5%。

■ **基建：继续发挥托举作用，下半年增速或有回落。**1-6 月，全口径基建投资规模同增 10.7%，对固定资产投资形成有力支撑。上半年专项债整体发行进度不及去年，但银行信贷和政策性开发性金融工具提供了良好的资金配合。从实物工作量观测，开工进展尚存在提升空间。展望下半年，基建仍是稳增长的重要抓手，但财政紧平衡对基建投资构成客观制约，增速或有回落。结合历史年份央企基建订单的释放节奏规律，预计全年基建投资增速将达 5.7%，考虑到订单释放规模和投资规模间的统计口径差异，或还存在 2%的上浮空间。

■ **制造业：投资具备韧性但动能放缓，全年稳健增长。**1-6 月，制造业投资同比增长 6%，高技术制造业投资同比增长 11.8%。投资韧性源自部分行业在出口高景气带动下扩大生产、政策推动现代化产业体系建设促进相关产业优化升级。不过，需求不振令 PMI 再度落入收缩区间、工业企业仍处去库阶段、企业盈利疲弱。展望下半年，PPI 降幅将逐渐收敛，有望驱动企业库存向上和盈利修复，叠加减税降费政策延续优化，制造业投资将维持稳健增长。

■ **消费：复苏力度不及预期，修复动能边际改善值得期待。**1-6 月，我国社零总额累计同比增长 8.2%，剔除基数影响后两年复合增速为 3.6%，仍显著低于疫前水平。“疤痕效应”制约社会整体购买力和购买意愿，消费修复的内生动能不足。展望下半年，经济活动全面正常化将继续支撑服务消费需求复苏、CPI 企稳回升叠加促消费政策出台将支撑商品消费的修复动能，消费有望呈现温和复苏态势。然而，缓解内需疲弱最终仍依托于社会主体信心和预期的改善，并非一蹴而就。

招商银行研究院

行业研究所

☎：0755-83182012

✉：lif@cmbchina.com

(研究员名单详见附录)



## 目录

1.概览	1
1.1 房地产：修复趋势未能延续，下半年边际企稳但仍处磨底阶段	3
1.2 基建：继续发挥托举作用，下半年增速或有回落	5
1.3 制造业：投资具备韧性但动能放缓，全年稳健增长	7
1.4 消费：复苏力度不及预期，修复动能边际改善值得期待	10
1.5 景气度回顾与展望	12
➤ 地产与公用事业	15
2.房地产：基本面不再延续去年大幅下跌趋势，但景气度或将持续处于磨底阶段	16
2.1 回顾：销售景气度冲高回落，开发投资持续恶化	16
2.2 展望：下半年政策落地及效果有待观察，基本面大幅反转可能性不大	18
3.基础设施建设：全年投资或新增 5.7%	21
3.1 全年全国基建投资增速或达 5.7%	21
3.2 地方国企的市场占比增长显著	23
4.电力：全社会用电需求稳步增长，源网侧投资提速显著	25
➤ 制造业	27
5.煤炭：需求偏弱供给增加，价格回归合理区间	28
5.1 回顾：上半年需求偏弱进口大增，价格持续下滑	28
5.2 展望：下半年迎峰度夏和冬季供暖或带来上行动力，关注行业转型升级及兼并重组机遇	30
6.钢铁：需求偏弱价格波动运行，关注兼并重组机遇	31
6.1 回顾：价格“N”型变化，行业亏损面扩大	31
6.2 展望：供需双弱格局延续，关注兼并重组机遇	34
7.锂：供应紧张缓解，价格波动剧烈	35
7.1 回顾：价格急跌缓升，供需增速均有所放缓	35
7.2 展望：供给释放需求放缓，价格趋势向下	37
8.石油化工：供需失衡短期难改，景气度延续磨底	40
8.1 回顾：行业盈利筑底回暖，油品化工品表现分化	40
8.2 展望：全年盈利有望恢复增长，扩能削弱修复预期	42
9.风电光伏：全年风光新增装机规模总和或将突破 200GW	44
9.1 风电：新增装机规模增速回升明显，全年高增确定性强	44
9.2 光伏：全年装机可能再超预期，出口动能存在不确定性，硅料过剩压力仍存	45
10.汽车整车：自主加速崛起，出口呈现高景气	48
10.1 新能源汽车：销量增速回落，混动和出口表现亮眼	49
10.2 动力电池：产能结构过剩，投资明显降速	52
11.通信：电信运营盈利提升，数字经济高质量发展	54
12.软件：上半年如预期迎来拐点，AI 技术突破及宏观经济向好将推动行业持续繁荣	57
12.1 回顾：上半年行业收入增速上升，成本增速下降，利润增速大幅回升，如我们预期迎来拐点	57
12.2 展望：AI 技术突破、宏观经济向好推动行业继续繁荣	58
12.3 优选领域需求端表现得到验证，信创需关注下半年采购情况	60



13.高端装备：国防装备保持高景气度，工程机械出口高增长	62
13.1 国防军工：保持高景气度，重点关注航空与军工电子	62
13.2 工程机械：2023 年国内市场下行，出口占比持续提升	63
14.船舶制造：造船厂手持订单持续饱满，收入利润有望进一步释放	66
14.1 回顾：行业发展态势良好，油轮市场回暖，中国造船市场份额提升	66
14.2 展望：造船企业收入利润进一步释放，把握绿色船舶方向	68
15.造纸：成本改善但需求低迷，周期仍处于磨底阶段	70
15.1 下游需求低迷订单不足，上半年纸价、浆价均大幅走弱	70
15.2 行业周期底部磨底，纸企盈利陷入低谷	72
➤ 消费及服务	74
16.生物医药：疫情扰动持续减弱，创新产业链仍需等待投融资恢复	75
16.1 医药制造：疫情和政策影响持续减弱，诊疗恢复，行业有望迎来拐点	76
16.2 医疗服务：CXO 行业仍处在成长周期，受高基数和下游创新药景气度低迷影响增速下降	82
16.3 生命科学上游：短期受新冠高基数和下游创新药影响，长期“国产替代”仍将继续	83
17.畜牧养殖：猪鸡将持续筑底	85
17.1 生猪养殖：上半年受消费疲软影响行情偏弱，关注猪价下半年下行风险	85
17.2 白羽鸡：下半年鸡价预计偏弱，引种受限影响或在年底传导至终端出栏	87
18.家电：上半年小幅修复，下半年改善力度更大	89
18.1 回顾：内需和外销边际好转，成本端持续改善	89
18.2 展望：内需延续修复，海外调整进入后半段	91
19.文化传媒：线上线下均迎来修复	93
19.1 线上娱乐：头部平台延续修复态势，短视频电商是亮点	93
19.2 电影院线：积压观影需求释放带动票房修复明显，关注暑期档情况	94
20.商业连锁：市场逐渐向常态靠拢	98
20.1 回顾：市场逐渐向常态靠拢，但恢复进度受到消费意愿制约	98
20.2 展望：政策频出助推短期复苏动力释放，中长期关注集中度提升主线	98
21.快递物流：上半年复苏偏弱，下半年修复或由弱渐强	100
21.1 物流快递实际恢复速度不及预期，全年或呈“U型”复苏	100
21.2 下游直播电商需求增速较快，难掩电商市场整体增长乏力	101
21.3 快递公司竞争再度激烈，集中度提升同时份额也在洗牌	103



## 图目录

图 1: 2023 年上半年, 社零在低基数下反弹, 基建、制造业投资稳健增长	2
图 2: 房地产开发投资增速	4
图 3: 商品房销售面积、销售额累计同比	4
图 4: 施工、新开工、竣工面积累计同比增速	4
图 5: 基建行业投资增速(全口径)	5
图 6: 专项债发行节奏(亿元)	6
图 7: 实物工作量存在提升空间	6
图 8: 制造业投资增速	7
图 9: 二季度 PMI 和新订单指数处于收缩区间	8
图 10: 当前处于主动去库向被动去库的切换期	8
图 11: 上下游利润占比回落, 中游利润占比提升	8
图 12: PPI-CPI 剪刀差处于收敛区间	8
图 13: 社会消费品零售总额增速	11
图 14: 2023 年上半年社零总额及两年复合增速	11
图 15: 消费品类结构性复苏	11
图 16: 城镇调查失业率和青年失业率	11
图 17: 各行业景气度回顾与展望	12
图 18: 各行业景气度回顾与展望	13
图 19: 商品房销售面积、销售额累计同比	16
图 20: 近 5 年单月商品房销售面积数据(万平方米)	16
图 21: 土地成交建面、出让金累计同比	17
图 22: 新开工、竣工、施工累计同比	17
图 23: 房地产开发投资额累计同比	17
图 24: 一线/二线/三四线城市销售面积累计同比	17
图 25: 全国“四限”政策累计力度评分	18
图 26: 商品房销售面积预测(统计基数调整)	20
图 27: 房地产开发投资预测(统计基数调整)	20
图 28: 建筑央企各家订单 Q1/全年	22
图 29: 建筑央企全类型订单 Q1/全年(亿元)	22
图 30: 央企全年基建类订单占总订单相对稳定(亿元)	22
图 31: 订单释放与基建投资相关性较高(亿元)	23
图 32: 央企订单释放占比市场总规模上升(亿元)	23
图 33: 不同所有制企业基建业务营收情况	24
图 34: 地方国企基建业务营收及占比变化情况	24
图 35: 我国全社会用电量及同比增速情况	25





图 36: 名义 GDP 增速与全社会用电量增速情况	25
图 37: 截至 2023H1 全国发电装机容量结构情况	26
图 38: 主要发电设备累计平均利用小时数情况	26
图 39: 全国电网基本建设投资金额及增速情况	26
图 40: 全国电源工程投资金额及增速情况	26
图 41: 2023 年上半年国内产量稳定增长	28
图 42: 2023 年上半年当月产量增速放缓	28
图 43: 国际煤价下降	29
图 44: 2023 年 1-5 月煤炭进口: 分国家	29
图 45: 秦皇岛动力煤 Q5500 市场价	29
图 46: Q5500 年度长协价格	29
图 47: 基建投资持续发力	31
图 48: 房地产拖累整体用钢需求	31
图 49: 粗钢产量自 4 月同比开始下降	32
图 50: 高炉与电炉产能利用率	32
图 51: 出口量大幅增加	32
图 52: 中国热轧出口价格处于低位	32
图 53: 钢材价格指数先升后跌	33
图 54: 五大钢材价格弱势运行	33
图 55: 行业利润总额与企业亏损数量	33
图 56: 钢材社会库存与重点企业库存	33
图 57: 国内电池级碳酸锂及氢氧化锂价格	35
图 58: 国内碳酸锂供给	36
图 59: 国内碳酸锂需求	37
图 60: 中国化工产品价格指数 CCPI 及油价趋势	40
图 61: 石油化工主要产品价差历史分位数变化趋势	41
图 62: 国内成品油消费量变化趋势 (亿吨)	42
图 63: 1-5 月主要石化产品表观消费量 (万吨)	42
图 64: 涤纶长丝库存天数	43
图 65: 近 5 年化工产品出口金额情况 (亿美元)	43
图 66: 石油化工主要产品 2023 年产能变化情况 (万吨)	43
图 67: 中国风电新增并网装机容量及增速情况	44
图 68: 风电单月新增装机容量及同比增速情况	44
图 69: 2022 年 7 月至今风电设备单月招标情况	45
图 70: 2022 年 7 月至今风电项目中标均价	45
图 71: 国内光伏新增装机容量及增速情况	45
图 72: 国内集中式和分布式光伏新增装机情况	45



图 73: 2023H1 中国光伏组件出口情况 .....	46
图 74: 国内光伏主要产品出口金额占比情况 .....	46
图 75: 光伏制造产业链端主流产品一线厂商成交均价变化情况 .....	47
图 76: 中国汽车年度销量及同比变化 .....	48
图 77: 中国汽车月度销量及同比变化 .....	48
图 78: 中国乘用车市场不同品牌份额变化 .....	49
图 79: 2016-2023 年中国汽车出口销量走势 .....	49
图 80: 中国新能源汽车年度销量及渗透率 .....	49
图 81: 中国新能源汽车月度销量及同比增速 .....	49
图 82: 中国新能源乘用车不同品牌份额变化 .....	50
图 83: 2023 年 1-5 月中国新能源车市场格局 .....	50
图 84: BEV 和 PHEV 销量及增速 (万辆, %) .....	51
图 85: 2023 年 1-5 月中国 PHEV 竞争格局 .....	51
图 86: 2016-2023 年中国汽车出口销量走势 .....	51
图 87: 2018~2023 新能源汽车出口地区占比 .....	51
图 88: 中国动力电池 2015-2022 装机量 (GWh) .....	52
图 89: 三元与磷酸铁锂电池装机占比变化 .....	52
图 90: 2023 年 1-5 月全球动力电池装机量格局 .....	53
图 91: 2023 年 H1 中国动力电池装机量格局 .....	53
图 92: 动力电池环节 CAPEX 投入及增速 .....	53
图 93: 2023 年 6 月电池材料环节产能利用率 .....	53
图 94: 国内电信运营业务收入 (亿元) .....	54
图 95: 国内电信运营数字化业务收入 (亿元) .....	54
图 96: 国内电信运营商资本开支 (亿元) .....	55
图 97: 国内 5G 基站建设规模 (万站) .....	55
图 98: 千兆宽带用户规模快速扩大 (万户) .....	56
图 99: 物联网连接保持高速增长 (亿户) .....	56
图 100: 通信设备行业公司营业收入 (亿元) .....	56
图 101: 通信设备行业公司归母净利润 (亿元) .....	56
图 102: 2019-2023 年 1-5 月软件业收入及增速 .....	57
图 103: 2019-2023 年 1-5 月软件业利润及增速 .....	57
图 104: 2022-2023 季度软件业研发费用增速 .....	58
图 105: 海外 AI 产品迭代时间线 .....	59
图 106: 通用大模型和垂直领域大模型分类 .....	59
图 107: AI 对收入端与成本端的不同影响 .....	60
图 108: 中国国防预算增速 .....	62
图 109: 军工子版块近年收入情况 (亿元) .....	63



图 110: 军工子板块近年净利润情况 (亿元)	63
图 111: 十四五期间国防子行业预期平均增速	63
图 112: 2023 年上半年国内挖掘机销量同比大幅下降	64
图 113: 2023 年上半年地产新开工面积大幅下降	64
图 114: 2023 年上半年地产开发投资完成额下滑	64
图 115: 中国挖掘机出口量高速增长	65
图 116: 全球新承接船舶订单量 (DWT)	66
图 117: 全球造船厂手持订单饱满	66
图 118: 油轮运费“淡季不淡”	67
图 119: 油轮在手订单仍处于低位水平	67
图 120: 中日韩新承接船舶订单份额变化 (以 CGT 计)	68
图 121: 高价船舶订单进入交付期	69
图 122: 对应造船板价格回落	69
图 123: 今年以来木浆价格快速下跌至历史低位	70
图 124: 文化纸(铜板纸、双胶纸)价格跌至低位	70
图 125: 文化纸与木浆价差走阔, 下半年毛利将修复	71
图 126: 白卡纸价格创历史新低, 下半年亏损将收窄	71
图 127: 箱板纸、瓦楞纸价格处于下降通道	72
图 128: 国废价格大幅回落, 行业毛利有望修复	72
图 129: 1-5 月规模以上纸企利润总额下降 52.4%	72
图 130: 规上纸企平均利润率创近 5 年同期新低	72
图 131: 造纸行业代表性上市公司营业利润或将迎来底部拐点	73
图 132: 医药制造业营收和利润情况	75
图 133: 2018 年至今医院总诊疗人数和病床使用率	75
图 134: 生物医药上下游产业链情况	76
图 135: 2013-2022 国内药品销售情况	77
图 136: 2016-2023H1 年国产创新药 IND 申报数	78
图 137: 国内 2012-2023H1 医疗健康产业投融资变化	78
图 138: 2018-2023Q1 中药上市企业营收情况	80
图 139: 2018-2023Q1 中药上市企业归母净利润	80
图 140: 2018-2023Q1 原料药企业营收情况	81
图 141: 2018-2023Q1 原料药企业归母净利润情况	81
图 142: 2017-2023Q1 上市疫苗企业营收情况	82
图 143: 2017-2023Q1 上市疫苗企业利润情况	82
图 144: 2018-2023Q1 CXO 企业营收	83
图 145: 2012-2023H1 全球医疗健康产业融资趋势	83
图 146: 2015 年以来猪价、自繁自养成本及盈利: 元/kg	85



图 147: 本轮猪周期能繁母猪存栏: 万头	86
图 148: 我国生猪季度出栏及均价: 亿	86
图 149: 我国白羽鸡祖代引种/更新量: 万套	87
图 150: 白羽鸡祖代月度更新量: 万套	87
图 151: 商品代毛鸡价格、商品代养殖利润: 元/kg、元/羽	88
图 152: 2015 年以来猪价、自繁自养成本及盈利: 元/kg	88
图 153: 家电零售额同比增速	89
图 154: 家电主要品类零售额增速	89
图 155: 空调分大区零售额增速	90
图 156: 空调分线级零售额增速	90
图 157: 家电出口金额	90
图 158: 家电主要原材料价格	91
图 159: 中国出口集装箱运价综合指数 CCFI	91
图 160: 美元兑人民币汇率	91
图 161: 中国网民、网络视频、直播用户数: 亿	93
图 162: 流媒体细分行业用户数: 亿	93
图 163: 短视频平台抖音、快手、微视 MAU: 亿	94
图 164: 在线视频平台 MAU: 亿	94
图 165: 电影票房年度收入	95
图 166: 全国电影单月票房: 亿元	95
图 167: 近三年节日档期票房相比疫情前水平增速	96
图 168: 社会消费品零售总额当月同比	98
图 169: 上半年中国物流业景气指数 (LPI) 回落	100
图 170: 中国快递发展指数显示行业景气度 Q2 走低	100
图 171: 2023 年上半年快递业务量增速呈 M 型	100
图 172: 2023 年二季度快递业务收入增速收窄	100
图 173: 直播电商市场规模快速增长至 3.5 万亿	102
图 174: 三大直播电商平台最近几年 GMV 对比	102
图 175: 快递行业中电商件占比超 9 成, 直播电商成主要履约订单来源之一	102
图 176: 线上消费渗透率提升趋势明显放缓	103
图 177: 近年 618 期间全网成交量增速逐年下降	103
图 178: 上半年快递业竞争加剧, 单票价格走低	104
图 179: “风向标”义乌快递单票价格来到低位	104
图 180: 快递业集中度持续提升, CR6 超过 86%	104
图 181: 圆通市场份额反超韵达升至行业第二	104



## 表目录

表 1：建筑行业央企基础设施建设领域新增订单年度累计情况（亿元） .....	21
表 2：石油化工主要上市公司半年报/业绩预告情况 .....	41
表 3：中国移动资本开支显示数字化投入加大 .....	55
表 4：中日韩主流船型订单量占比 .....	68
表 5：2019-2023Q1 生命科学上游重点企业营业收入同比增长 .....	84
表 6：暑期档影片预计票房：亿元 .....	96
表 7：近期促消费相关政策 .....	99

## 附录

附录 1 行业研究员名单 .....	105
--------------------	-----





## 1. 概览

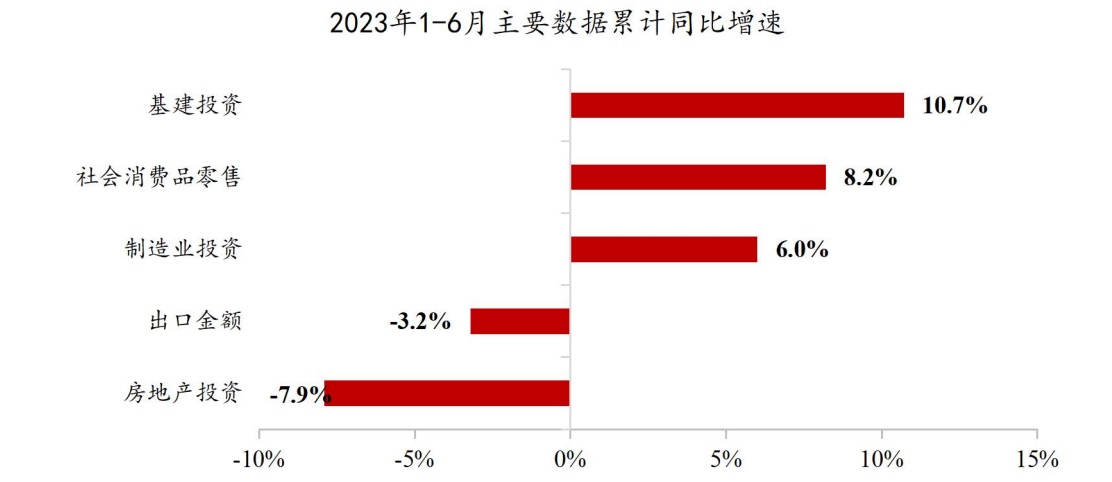
2023年上半年，中国经济复苏路径呈现“波浪式发展、曲折式前进”的过程。一季度经济脉冲式修复，供需两端步入恢复性增长，GDP实现4.5%的超预期回升；二季度积压需求基本释放完毕，内生增长动能显著放缓，多项经济指标出现回落，低基数下GDP同比增长6.3%。从三驾马车出发，基建和制造业投资稳健增长，消费如期反弹但内生修复动能偏弱，地产开发投资低迷，出口增速呈现波动下行态势，分化复苏特征延续。

7月政治局会议指明当前经济面临的主要挑战，即国内需求不足、一些企业经营困难、重点领域风险隐患较多、外部环境复杂严峻。具体看，疫后“疤痕效应”仍存，全社会资产负债表受损，居民部门消费意愿和置业意愿不足、企业部门资本开支增长承压、地方政府部门财政收支压力加大。映射至各领域的结果是，居民消费倾向尚未回到疫前趋势水平；地产销售表现冲高后再度回落至本轮下行周期的低位水平，土地出让收入仍大幅下滑；工业企业盈利持续收缩、库存拐点未至；物价持续低迷，CPI显著下行、PPI跌幅走阔等等。另外，地产、金融、地方债务风险需要持续防范化解，会议中首提“实施优化调整房地产政策”。与此同时，外需趋势性放缓、全球化逆风强劲，凸显提振内需的重要性。

展望下半年，通过扩大内需和提振信心，上述经济挑战有望获得缓解，复苏基础有望进一步夯实。消费端，经济活动全面正常化支撑服务消费需求持续恢复，促消费政策出台将提振耐用品消费的修复动能，中长期居民收入和收入预期的改善能够带动消费向常态化增长回归。投资端，基建将继续发挥稳增长作用，增速或在高基数下有所回落。制造业投资预计仍具备韧性，PPI降幅收敛有望带动企业盈利修复，进而提振企业投资意愿。地产行业尚未形成良性循环，预计后续政策调整在“因城施策”的大框架下进行，下半年有望边际企稳但整体仍处磨底阶段。出口端，全球经贸景气度下行或拖累出口增长动能延续放缓，不过结构性亮点会持续显现。综上，经济渐进复苏、稳中求进，预计2023年我国GDP增速能够达到“5%左右”的目标。



图 1：2023 年上半年，社零在低基数下反弹，基建、制造业投资稳健增长



资料来源：Wind，招商银行研究院



## 1.1 房地产：修复趋势未能延续，下半年边际企稳但仍处磨底阶段

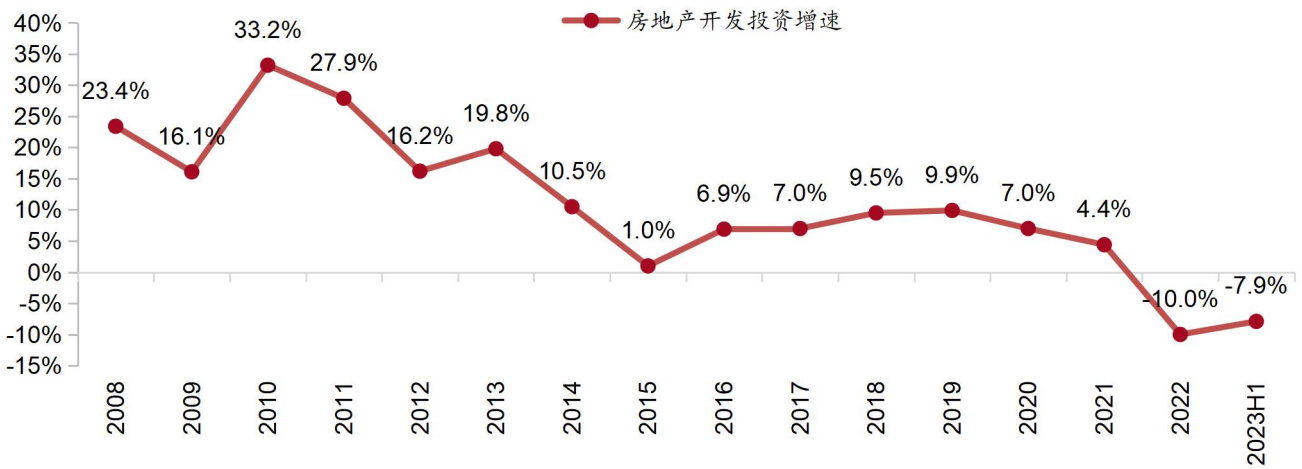
**需求端：**上半年地产销售表现先扬后抑。一季度，得益于积压性需求集中释放和低基数效应，我国商品房销售额和销售面积同比增速分别为4.1%和-1.8%（2022年全年分别下滑26.7%和24.3%），销售修复的力度和节奏好于我们去年年末的预期。不过，二季度以来复苏动能显著放缓，5、6月商品房累计销售额和销售面积增速呈现环比回落态势，70城大中城市二手、新建住宅价格指数也相继转入环比下跌区间。

**供给端：**上半年开发投资持续偏弱，后端存量投资明显修复而前端增量投资延续低迷。1-6月，房地产投资开发额累计同比下滑7.9%，较去年全年10%的跌幅边际收窄，但单月投资增速降幅呈现环比走阔态势，反映出房企投资意愿仍承压。分结构看，竣工端在“保交楼”政策托举和房企回笼资金需求的带动下实现强势修复，上半年竣工面积同比增长19%。而新开工、施工面积的跌幅持续扩大，土地成交建面和出让金仍大幅下滑。另外，区域间土地市场的分化特征尤其明显，核心城市、核心板块表现较优，而非核心城市去化压力仍较大。

**综合供需两端看，行业整体尚未形成良性循环。**究其原因，疫后“疤痕效应”拖累居民收入预期，以个人住房贷款为代表的居民中长期贷款上半年新增额度较近五年均值减少了1.15万亿元，居民部门的加杠杆积极性下降。前期积压需求得到释放后销售改善的持续性不足，进而导致房企资金紧张，压制开发链条修复。

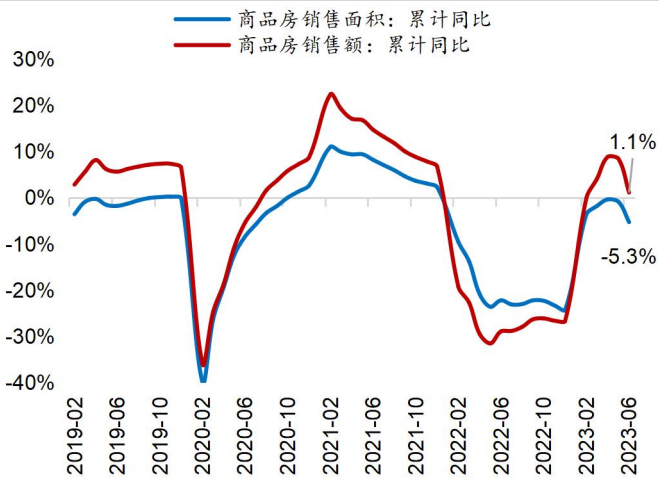
**前瞻地看，下半年基本面大幅反转的可能性不大，考虑基数调整因素后全年销售、投资端预计中低个位数下滑。**7月政治局会议对地产的定调较为积极，首提“实施优化调整房地产政策”，未来需持续关注政策落地及效果。综合考虑季节性因素、居民信心状况、上半年土地成交数据，我们判断中性情况下2023年全年商品房销售面积同比下滑10.2%、地产投资额同比下滑9.8%；纳入基数调整因素后预计为-4.3%和-7.5%。

图 2：房地产开发投资增速



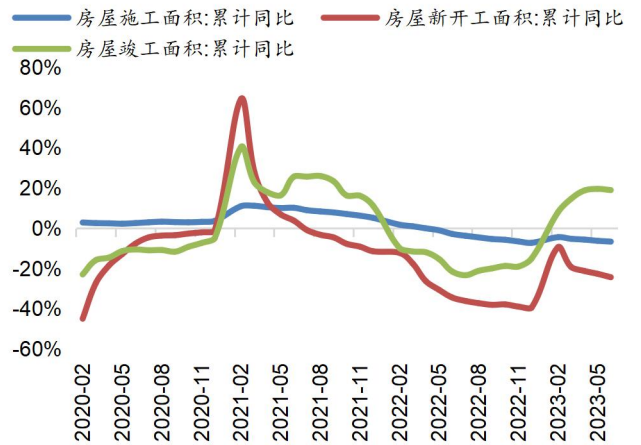
资料来源：国家统计局，招商银行研究院

图 3：商品房销售面积、销售额累计同比



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 4：施工、新开工、竣工面积累计同比增速



资料来源：Wind，招商银行研究院

## 1.2 基建：继续发挥托举作用，下半年增速或有回落

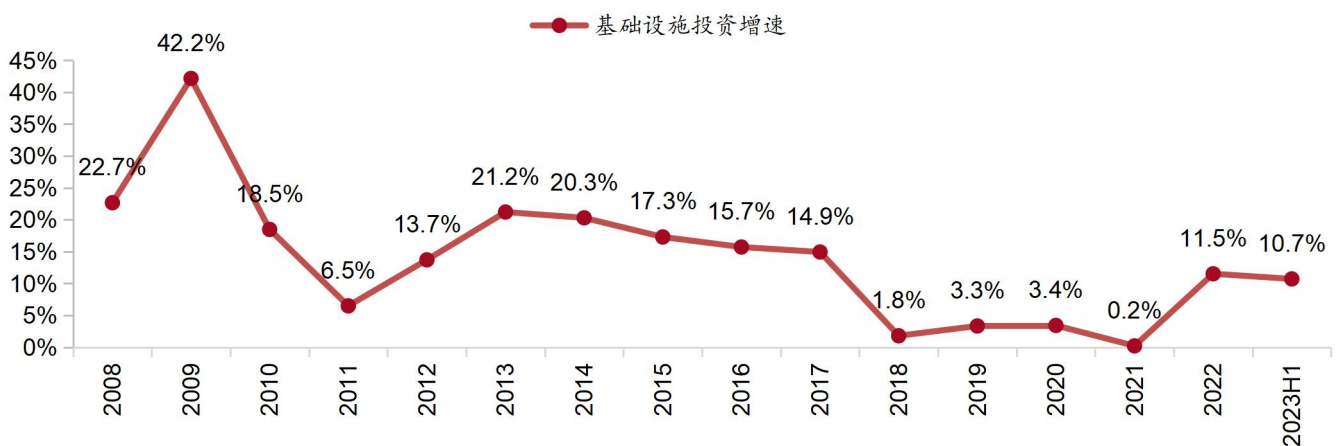
**2023 年上半年，基建继续发挥托举作用。**1-6 月，全口径基建投资规模同比增长 10.7%，增速保持高位，对固定资产投资形成有力支撑。其中，电热燃水、交运储邮、水利公环三大板块的两年复合累计投资增速分别为 20.9%、7.8%、6.8%，可见电热燃水贡献显著。

**从资金端看，Q1 新增专项债发行前置，4-5 月发行节奏有所放缓，**上半年专项债整体发行进度不及去年，不过银行信贷和政策性开发性金融工具提供了良好的资金配合，助力基建投资稳健增长。**从项目端看，**年初以来基建重大项目储备充足，但映射实物工作量的石油沥青装置开工率、水泥发运率等高频指标表现偏弱，开工进展存在提升空间。

**展望下半年，基建仍是稳增长的重要抓手，但增速或有所回落。**当前经济复苏的基础还不扎实，下半年基建投资有望继续发挥稳增长作用。但财政紧平衡对基建投资的客观制约依旧存在。一方面，企业盈利弱势、土地出让收入收缩，财政收入改善幅度有限；另一方面，地方政府债务负担高企限制了债务限额增发专项债的空间，财政支出逐渐向民生领域倾斜将不可避免地挤出基建投资。在此背景下，下半年银行信贷和准财政工具或将发挥更重要的投资撬动作用。总体而言，结合历史年份央企基建订单的释放节奏规律，我们预计全年基建投资增速将达 5.7%，考虑到订单释放规模和投资规模间的统计口径差异，或还存在 2% 的上浮空间。

**两大结构性趋势值得关注。**一是细分领域中，基建投资的重心逐步由城市外向城市内转移，城市更新、市政基建乃至近期提及的城中村改造将成为重点投向；若区分新旧基建，除传统基建的基本盘外，工业互联网、智慧交通、数据中心等新兴基建构成创新驱动和高质量发展的重要发力点。二是参与主体中，央企仍是基建建设的主力军，同时地方国企的市场规模占比显著提高，这与近年来城市更新项目热度增加相关。

图 5：基建行业投资增速（全口径）

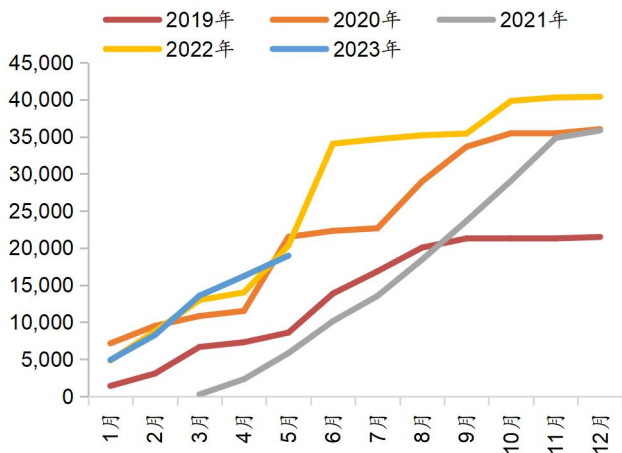


资料来源：国家统计局，招商银行研究院



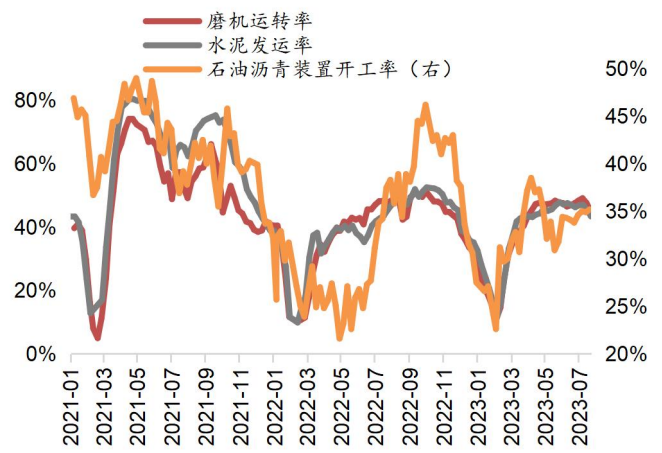


图 6：专项债发行节奏（亿元）



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 7：实物工作量存在提升空间



资料来源：Wind，招商银行研究院

### 1.3 制造业：投资具备韧性但动能放缓，全年稳健增长

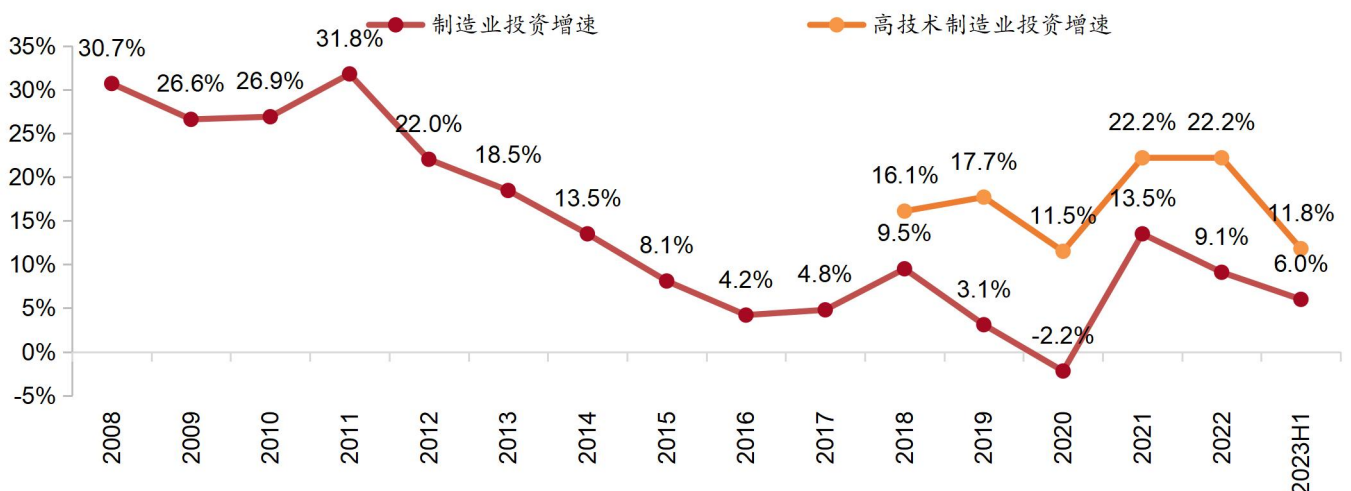
2023 年上半年，制造业投资同比增长 6%，高技术制造业投资同比增长 11.8%，在高基数下维持韧性。制造业投资的增长韧性来自于：1) 上半年汽车产业链、成品油等行业出口表现亮眼，这些行业在出口拉动下扩大生产。2) 政策持续推动现代化产业体系建设，制造业高端化、智能化、绿色化趋势不变，相关产业优化升级。

但必须关注到，上半年制造业的单月投资增速呈现逐月下滑态势。需求不振导致投资动能放缓，疲弱的需求反映在以下三方面：一是制造业 PMI 和新订单指数在短暂回升后再度落入收缩区间。二是工业企业仍处于去库存阶段，今年以来产能利用率落在历史低位水平。三是 PPI 已连续九个月为负，且跌幅不断扩大，压制企业盈利增长空间，1-5 月规上工业企业利润总额累计同比下降 18.8%（两年复合增速-9.4%）。

前瞻地看，我们判断下半年制造业投资有望维持稳健增长。积极的因素包括：PPI 降幅将在下半年逐渐收敛，驱动企业库存拐头向上和盈利能力修复；减税降费政策将得到延续和优化，促进民间投资的政策有望出台。但不利因素同样存在：伴随海外经济放缓，下半年我国出口增长动能或将延续放缓；外需走弱的背景下内需的重要性提升，但经济曲折式复苏的过程意味着内需改善需要时间。

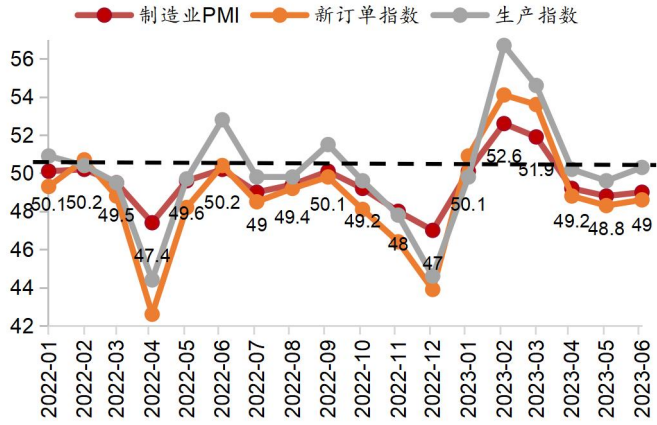
结构上，下半年制造业投资可关注以下两条主线。一是下半年 PPI-CPI 剪刀差预计仍呈收敛态势，产业链利润分配将延续上游回哺中下游的趋势，考虑到终端需求缓慢修复，中游设备制造行业的盈利修复弹性和确定性可能更高，进而带来相应企业投资能力的提升。二是出口结构性亮点有望持续，我国电动车、锂电池、太阳能电池“新三样”产品的全球竞争优势显现，正在成为新的出口增长引擎，相关企业扩产动能仍强。

图 8：制造业投资增速



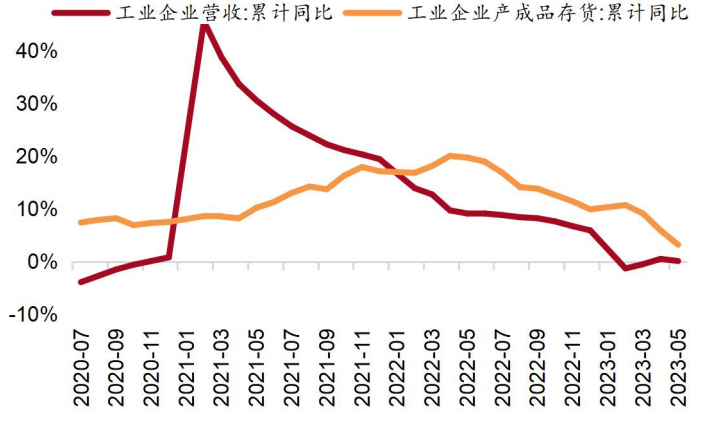
资料来源：Wind，招商银行研究院

图 9：二季度 PMI 和新订单指数处于收缩区间



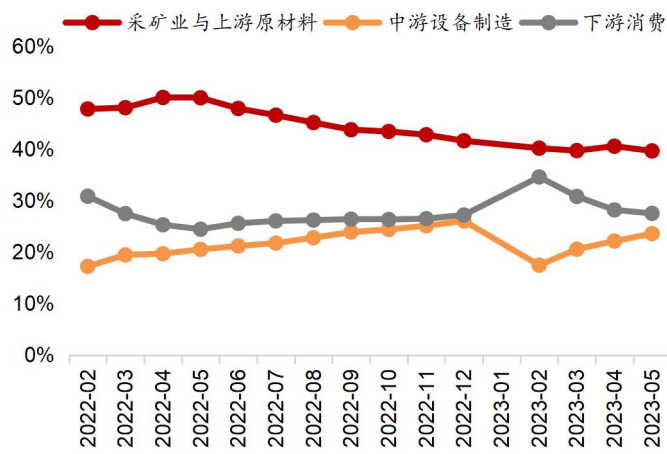
资料来源：Wind，招商银行研究院

图 10：当前处于主动去库向被动去库的切换期



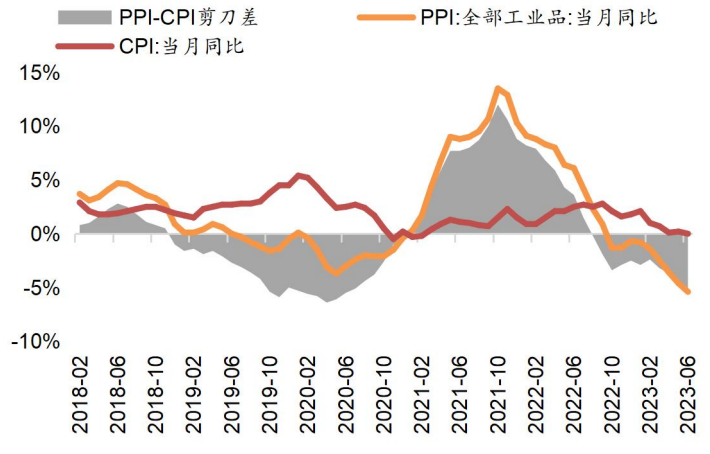
资料来源：Wind，招商银行研究院

图 11：上下游利润占比回落，中游利润占比提升



资料来源：Wind，招商银行研究院

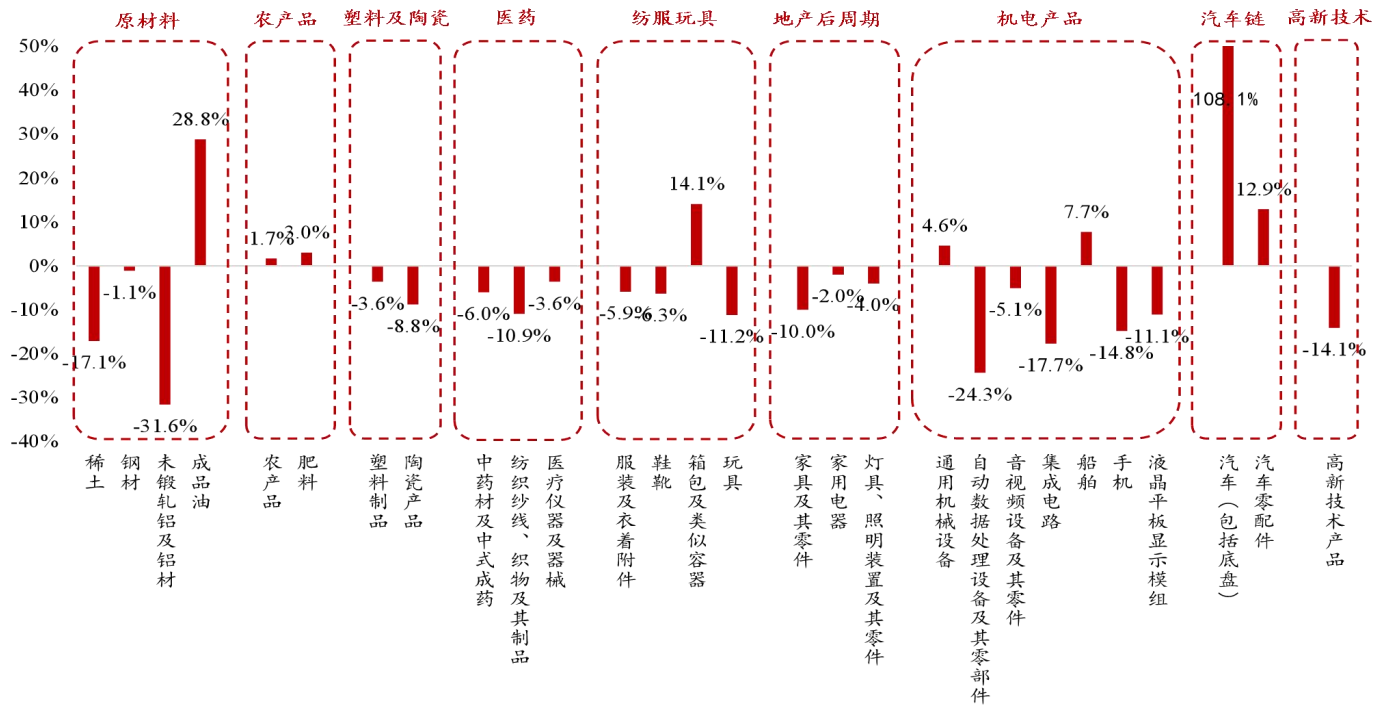
图 12：PPI-CPI 剪刀差处于收敛区间



资料来源：Wind，招商银行研究院



图 15: 我国出口商品结构 (1-6 月商品金额累计增速, 按美元计价)



资料来源: 海关总署, 招商银行研究院

## 1.4 消费：复苏力度不及预期，修复动能边际改善值得期待

2023年上半年，消费如期反弹，但改善程度和修复持续性整体上不及预期。1-6月我国社零总额累计同比增长8.2%，成为经济增长的主要驱动力。不过，剔除基数影响后，上半年的社零两年复合增速仅为3.6%，显著低于疫前水平。从边际上看，消费增长动能明显放缓，1-2月社零复合增速为5.1%，3-4月逐步走弱，6月稍有好转至3.1%。

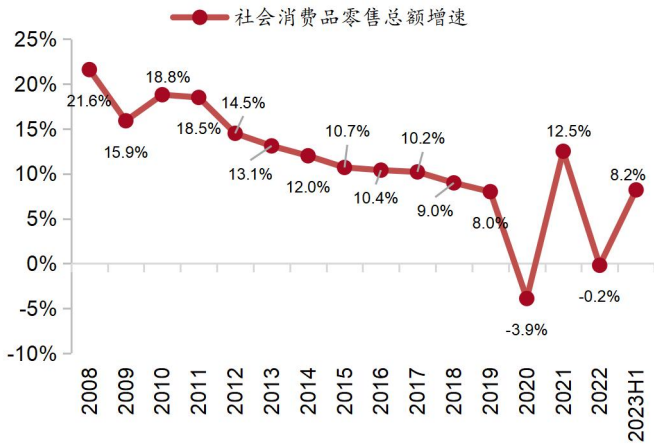
上半年消费修复的内生动能不足，主要源自社会整体购买力和购买意愿的制约。1) 经历三年疫情后，居民人均可支配收入较疫前趋势水平仍有差距，政府部门的税收收入和土地出让收入收缩，企业部门营收降速，“疤痕效应”尚未消退，社会整体购买力的恢复还不充分。2) 青年失业率处于20%以上的历史高位水平，居民收入预期不稳，消费倾向边际改善但不及疫前水平；同时政府债务负担加剧、企业盈利承压，社会整体信心仍有待提振。

消费结构方面，1) 服务消费显现复苏弹性。上半年旅游、院线票房、餐饮的收入分别同比增长96%、53%、21%，消费场景恢复导致积压的消费需求得到释放，剔除基数效应后两年复合增速分别为18.8%、-2.3%、5.9%。2) 商品消费延续结构分化。吃类消费中，上半年粮油食品和烟酒对社零总额增速的贡献较为稳定。穿类消费中，服装鞋帽、金银珠宝为社零总额增速提供有力支撑。用类消费中，出行相关的石油类消费表现亮眼；家电、家具、建筑装潢等地产链消费仍受到地产行业低景气度的拖累；汽车类消费品于一季度经历国补退坡透支需求及价格战扰动的影响，二季度在政策支持和需求回暖之下明显好转。

展望下半年，消费有望呈现温和复苏态势。一方面，经济活动全面正常化将继续支撑服务消费需求复苏。另一方面，上半年商品价格显著下行，核心通胀保持弱势，对社零总额形成压制。我们预计下半年CPI将企稳回升，叠加针对汽车、家居、电子产品等领域的促消费政策陆续出台，商品消费特别是耐用品消费的修复动能有望增强。然而，缓解内需疲弱最终仍依托于社会主体信心和预期的改善，并非一蹴而就。

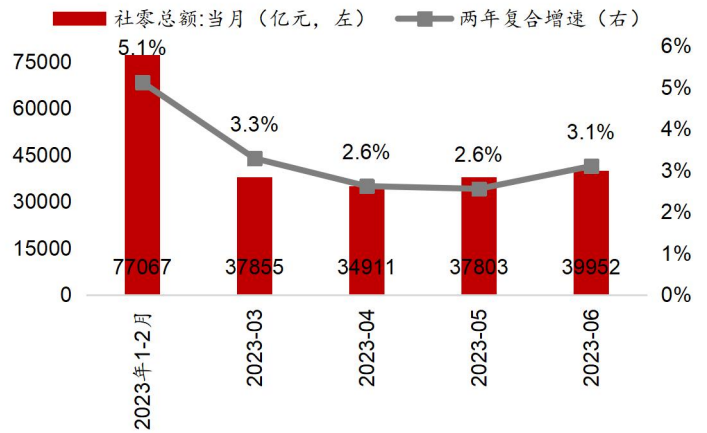


图 13: 社会消费品零售总额增速



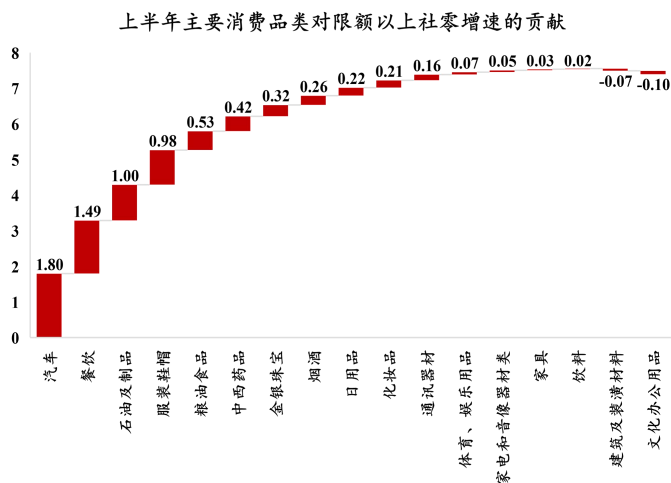
资料来源: Wind, 招商银行研究院

图 14: 2023 年上半年社零总额及两年复合增速



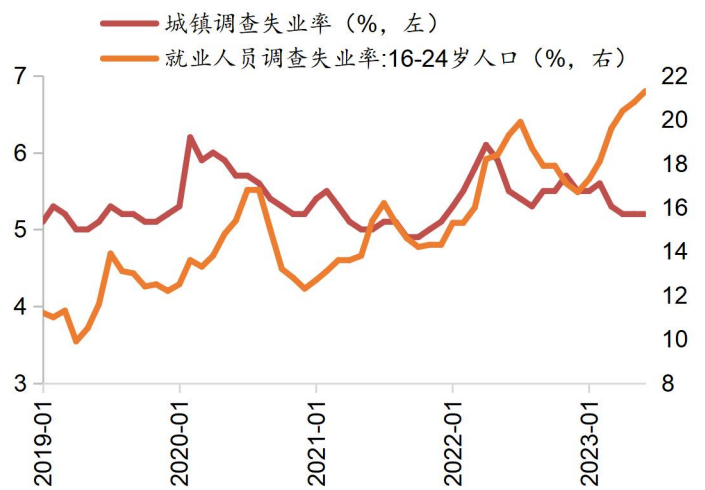
资料来源: Wind, 招商银行研究院

图 15: 消费品类结构性复苏



资料来源: 国家统计局, 招商银行研究院

图 16: 城镇调查失业率和青年失业率



资料来源: Wind, 招商银行研究院



## 1.5 景气度回顾与展望

图 17：各行业景气度回顾与展望

行业大类	一级行业	二级行业	景气度衡量指标	2023H1 景气度判断	2023H2 景气度前瞻	预期2023H2同比 2022H2趋势	详细情况
地产及公用事业	房地产	房地产开发	销售面积	低	低	→	上半年销售脉冲式修复后，景气度在4月起明显走弱，再次恢复市场信心并不容易。考虑到需求端大概率不会出台强力刺激政策，以及本轮下跌周期还受到经济下行、居民收入预期不足的影响，年内或难看到地产景气度有较大幅度改善。
	建筑业	建筑施工	基建投资增速	高	高	→	全国基建投资现阶段增速中枢或位于4-6%之间，受上年递延与下年延迟释放等统计口径影响，单年数据或有较大波动，但由于基建本身属于传统重资产行业，总体投资规模较难迅速出现脱离市场客观规律的增长速度。受项目市场需求的变化影响，目前基建投资的细分领域增速或在发生变化，围绕“城市基建”为主题展开的城市更新类、市政基建类，乃至近期频频被国务院相关工作报告提及的“特大城市城中村改造”类项目，或将成为未来市场的重要增长点。
	节能环保	环境治理	新增订单情况 营业收入	中	中	→	大气与土壤治理行业在未出现新增需求的情况下，延续此前的低迷市场；固废（含垃圾发电）领域受产能建设阶段性饱和影响，新增市场建设需求迅速萎缩；目前环保行业从新增建设投资角度看仍存在一定增长动力的主要是污水处理领域，或主要集中在工业污水处理提标、农村污水处理普及、海水淡化及中水循环再利用等额外供水补充等领域。
	电力	光伏发电	光伏新增装机容量	高	高	→	上半年国内光伏新增装机规模达到78.42GW，同比增速高达153.97%，今年上半年的新增装机规模已经接近去年全年的装机，大幅超出市场预期。预计在光伏产业链制造价格持续下行至底部趋稳的情况下，光伏电站收益率实现大幅提升，全年光伏新增装机规模可能超预期，我们上调年初的国内装机预测至140-150GW左右。
上游资源及原料	煤炭	煤炭开采	价格	中	中	→	下半年需求主要来自于7-9月迎峰度夏和冬季供暖的火电需求。世界气象组织警告，2023年出现厄尔尼诺的可能性正在增加，可能会导致全球气温升高甚至打破高温记录。参考2022年夏季高温时段的情况，区域性干旱或导致水电供应偏紧，火电需求将相应增加。供给方面，严控产能和安全监察下国内产量难以有大幅增长，进口增速也将边际减缓。火电需求增加，供给增速放缓，为价格向上提供支撑，但需持续关注两大火电需求实际动能强弱。
	钢铁	普通钢铁	价格	低	中	↑	本轮钢价下跌主要源于下游需求趋弱，而房地产用钢需求偏弱是较为确定的趋势。整体用钢需求是否能够有所好转，还需持续关注基建和制造业用钢需求的动能强弱，考虑到稳增长下基建的托底作用，钢价整体仍以波动为主。
	有色金属	能源金属（锂）	价格	低	低	↓	全年新增供给集中释放于下半年，尤其是第四季度。下半年电池用锂需求放缓，整体用锂需求趋弱，价格趋势向下。考虑到远期所签长协锂盐合约上市的影响，情绪或导致现货价格剧烈波动。整体来看，下半年价格将明显低于去年同期。
	石油	油气开采	利润总额	低	高	→	随着美联储加息进入尾声，大宗商品市场受到的冲击逐渐减弱。虽然当前全球经济复苏增速缓慢，但在OPEC+前期减产溢价以及美国原油库存偏低的影响下，全球原油供给格局偏紧，价格中枢有望上移，对油气开采企业利润将形成利好。
		油品制造	汽柴油裂解价差	高	高	↑	得益于国内交通出行全面恢复正常，上半年成品油需求快速增长，汽柴油裂解价差同比增长显著。考虑到油价震荡上行、终端市场需求稳定，下半年有望延续平稳运行的态势。
	化工	基础化工	利润总额	低	中	↑	产能扩张叠加以房地产为代表的核心下游需求疲软，景气度持续低迷，后续边际改善难度较大。
合成材料		利润总额	低	中	↑	产能扩张叠加以房地产为代表的核心下游需求疲软，景气度持续低迷，边际改善难度较大。不过三季度纺织服装进入传统消费旺季，涤纶长丝去库存度理想，合成纤维行业改善幅度有望好于行业平均。	
中游制造	电力设备	光伏制造产业链	产业链各环节产能、产能利用率、价格、毛利率等数据	中	中	↓	从上半年产业链主链的价格走势来看，硅料价格在6月份实现了快速下跌触底，从而带动产业链价格持续走低，上游硅料和硅片环节的价格下降幅度相对较大，电池片和组件价格跌幅相对有限。展望下半年，硅料供给过剩的压力依然存在，预计下半年新增产能将在60-70万吨之间，这其中的大部分产能项目预计能够按时投产，因此硅料价格预计在底部缓慢下行，不排除再次下降逼近头部企业的成本线的可能。预计产业链价格下半年都将处于底部震荡，其中电池片环节受大尺寸PERC供应有限、N型产能陆续完成爬坡达产等因素影响，价格整体表现会相对坚挺。
	汽车	传统汽车整车	销量和市占率	中	低	→	2022年销量为1998万辆，比2017年减少820万辆，传统燃油车销量增速逐年下滑。2023年H1，传统燃油销量为949.2万辆，同比微增0.37%，预计下半年传统燃油车增速将转负。
		新能源整车	销量及渗透率	高	高	→	2023年H1，新能源汽车产销分别完成378.8万辆和374.7万辆，同比分别增长42.4%和44.1%，市场占有率达到28.3%。预计下半年同比增幅将收窄。
	储能	锂电材料	动力电池装机量	高	低	↓	2023年H1，我国动力电池累计装车量152.1Wh，累计同比增长38.1%。预计下半年增幅将收窄。
		锂电池制造	产能扩张和动力电池产量	低	低	→	2023年Q1锂电池各环节CAPEX同比增幅为负，2023年H1，我国动力电池累计产量293.6GWh，累计同比增长36.8%。预计下半年增幅将收窄。
	通信	电信运营	营业收入	中	中	→	新兴数字化业务高速增长和千兆网络套餐升级效应，电信运营保持平稳增长。
通信设备制造		营业收入	中	中	→	随着国内电信运营商网络设备资本开支逐步收缩，算力相关数字化资本开支加大，预计2023全年通信设备行业收入和利润与2022年持平。	
软件及服务	软件开发	经营利润	高	高	↑	chatgpt为代表的AI大模型将从两个方面促进软件行业的发展： 1) 收入端AI技术将有效拓展软件在各个应用领域的能力范围和边界，推动软件公司增速提升。 2) 成本端AI技术可自动生成简单程序代码，大幅减少软件公司的初级编码工作的成本，助力其降低成本。 这两个方面的影响将有利于软件公司提升收入降低成本，增加利润。同时国内宏观经济上半年实现弱复苏，还远未达到火热的状态，在政策托底下下半年依然将维持复苏进程，也将有利于软件公司收入的增长。 因此综合来看，我们认为AI技术的突破，宏观经济向好将推动行业下半年继续繁荣。	



图 18: 各行业景气度回顾与展望

行业大类	一级行业	二级行业	景气度衡量指标	2023H1 景气度判断	2023H2 景气度前瞻	预期2023H2同比 2022H2趋势	详细情况
中游制造	国防军工	国防军工	营业收入	高	高	↔	军费创四年新高, 军工板块整体仍保持高速增长。
	机械设备	工程机械	挖掘机销售规模	中	中	→	海外保持高速增长一定程度对冲本土下滑趋势。
	运输设备	船舶制造	新接订单量、手持订单量、造船完工量	高	高	↑	造船厂在手订单持续饱满, 但船价高、排期远抑制了船东下单意愿, 新接订单量预计下滑。下半年将进入“高船价低报价”的高利润接单交付期, 预计全年造船完工量将大幅增长, 造船厂实现收入利润进一步释放。
	轻工	造纸	企业利润、库存; 纸价、浆价	低	中	↑	今年上半年造纸行业仍处于周期底部磨底阶段, ①需求侧: 短暂经历2、3月份的疫后积压订单释放后, Q2开始下游需求低迷, 尤其包装纸(箱板瓦楞纸、白卡纸)价格下降接近历史低位, 文化纸、生活纸、特种纸价格也处于较低分位水平; ②供给侧: 造纸行业平均开工率5-7成, 低于历史平均, 5月中下旬有所好转。在当前产能利用率较低的环境下, 行业新增产能投放进度减缓; ③成本端: 原材料木浆价格大幅走低, 5、6月当前价格较年初下降超30%, 目前处于历史低位水平。但是上半年各大纸厂仍处于消化高价木浆库存阶段, 因此整体盈利水平低, 行业大量中小企业亏损。下半年造纸行业开始全面使用低价木浆, 成本端将有确定性改善。预计下半年, 在原材料成本端有确定性改善的情况下, 造纸行业整体盈利水平将得到一定程度修复, 但是行业整体景气度反转(周期开启上行)则取决于下游需求何时明确复苏, 目前看下游居民消费、出版印刷、工业生产用纸需求仍没有明显起色, 国家也尚未出台刺激政策, 需要持续跟踪。
下游消费及服务	食品饮料	白酒制造	白酒批价、M2 社融剪刀差	中	中	→	宏观方面, M2-社融剪刀差在去年上半年由负转正并持续走阔, 表明经济进入需求收缩区间。近期剪刀差仍处于较高水平, 显示市场需求仍然不足。
		乳制品制造	商超渠道乳制品销售占比	低	低	→	商超渠道乳制品销售占比从2022年5月开始转负, 2023年4月同比为-5%, 环比-4%。销售在Q1受疫情放开初期带动影响有一定恢复, 但Q2季度销售重回下滑。
	医药医疗	医药制造	营业收入; 投融资	中	中	→	疫情影响趋弱医院诊疗量复苏, 药品用量逐步恢复。上半年创新药投融资数据仍在较弱, 但整体悲观情绪略有修复。集采影响边际不断改善, 创新转型驱动下, 头部企业逐渐迎来业绩转折; 中药方面, 政策持续推动下, 仍然维持稳定增长。原料药板块上游成本增长使得业绩短期承压, 下半年行业或将迎来拐点。疫苗板块新冠疫苗业绩影响基本消除, 传统疫苗需求恢复于重磅疫苗渗透率提升改善行业景气度。
		医疗服务(医药外包服务)	营业收入; 在手订单数量	中	中	↓	药企研发投入增长趋缓叠加美联储加息影响下全球生物医药行业融资趋弱, 去年新冠订单高基数影响较大, 虽然行业仍然受益于全球产能向中国转移的趋势, 但增速有所下降。
		生命科学上游	营业收入	低	中	↓	下游生物医药行业融资仍然较弱, CDMO行业短期出现产能过剩可能, 叠加检验检测行业跟新冠疫情影响较大, 因此短期受新冠高基数和下游创新药行业影响, 景气度下行。下半年, 下游科研端有望率先恢复, 工业端仍需等待下游需求拐点, 压力较大, 而检验检测相关企业今年高基数影响下, 业绩承压。
	农林牧渔	养殖(生猪养殖)	猪价	低	低	↓	由于当前仍是猪周期持续筑底的拐点阶段, 导致我们对全年均价的预测难度较大。下调全年均价预期, 主要是由于今年上半年猪价低于我们的预期。年初我们预计待新冠放开全民免疫后, 猪肉需求将迎来一定修复和反弹, 整体均价或处于盈亏平衡附近。但实际消费需求相对疲软, 上半年猪价表现不佳。加之, 上文我们判断2023年全年猪价前高后低, 因此我们下调全年均价至14元/kg左右, 对应上半年均价分别为14.9元/kg与14元/kg附近。
		养殖(奶牛牧场)	原奶价格	中	低	↓	2020-2021受疫情带动的下游需求以及双寡头乳企的拓展上游原奶的战略, 原奶价格上涨同时原奶产能大幅扩张。2022年下半年以来, 原奶行业受到下游乳制品需求疲软, 以及近两年产能逐渐释放。整体价格下行。
	家用电器	白色家电	营业收入	中	中	↑	上半年大家电反弹力度整体偏弱, 空调表现较好。随着国内房地产竣工修复以及海外需求好转, 预计下半年内销和出口均好于上半年。
		小家电	营业收入	低	中	↑	清洁电器相对较好, 传统小家电拖累上半年整体表现。家电促消费政策有望提振下半年市场需求。
	文化和传媒	影视制作放映	电影票房	中	中	↑	疫情放开以及优质影片定档, 今年以来的节日档期中, 春节档、端午档、截至7.20暑期档的电影票房均有较好的表现。暑期档是重要的观影档期, 受到票房最大黑马《消失的她》带动, 预计7月票房有望创新高, 但8月就目前的片源来看相对7月偏弱, 预计整体暑期档将呈现“前高后低”的态势。全年票房有望达到520-550亿元的水平, 大致相当于2019年8-8.5成, 与2017年相近。
	消费者服务	商业连锁(餐饮、商超)	营业收入	中	中	↑	上半年消费增长较疫前中仍有差距, 随着促消费政策密集出台, 预计下半年将较上半年提速。
	教育	职业教育	招生数量、在校生数量	高	高	→	国家持续鼓励职业教育发展, 今年上半年出台了《职业教育产教融合赋能提升行动实施方案》等一系列刺激政策, 扶持产教融合、校企合作, 加大对职业院校的资源投入。相较去年, 今年以来没有疫情封控等因素扰动, 职业教育院校、培训机构招生恢复正常。根据调研, 招生情况显著好于去年。预计下半年职业教育院校招生、在校生规模将保持增长, 行业仍旧维持景气。
交通运输	仓储物流(物流)	行业快递业务量、业务收入; 企业利润、单票收入	中	中	↑	从1-5月快递行业整体情况来看, 业务量同比增长17.5%, 业务收入同比增长12.3%。考虑到今年上半年因疫情封控低基数的影响, 快递行业恢复较慢, 主要受下游居民消费低迷、恢复不及预期的影响。预计下半年行业传统旺季来临, 业务量与收入增速有望进一步提振(同时去年Q4疫情达峰, 低基数)。企业单票收入上半年逐月下降, 预计下半年将企稳反弹, 企业利润相较于去年同期有所提升。需要注意的是, 行业增速较快主要有去年同期低基数影响, 因此预计今年全年行业真实景气度应为中景气。	

资料来源: 招商银行研究院

注: 一、二级行业匹配我行特色行业分类体系, 行业大类按照不同行业在产业链中所处的相对位置进行划分。我们用各行业的重点关注指标衡量该行业的景气度。考虑到行业特性、所处发展阶段等因素, 不同行业高/中/低景气度对应的指标区间具有差异, 具体标准请联系研究院索取





景气度提供了对行业直观地进行横向比较和筛选的观察视角。我们对细分行业的景气度趋势进行梳理。

➤ **从同比视角（2023H2 VS 2022H2）出发：**

2023年下半年景气度同比改善的行业包括：普通钢铁、油品制造、基础化工、合成材料、软件开发、船舶制造、造纸、白色家电、小家电、影视制作放映、商业连锁、物流。

2023年下半年景气度存在同比下行风险的行业包括：锂、光伏制造产业链、锂电材料、医疗服务、生命科学上游、生猪养殖、奶牛牧场。

2023年下半年仍能维持高景气的行业包括：建筑施工、光伏发电、油气开采、新能源整车、国防军工、职业教育。

2023年下半年维持中或低景气度的行业包括：房地产开发、环境治理、煤炭开采、传统汽车整车、锂电池制造、电信运营、通信设备制造、工程机械、白酒制造、乳制品制造、医药制造。

➤ **从环比视角（2023H2 VS 2023H1）出发：**

2023年下半年景气度相比上半年边际改善的行业包括：普通钢铁、油气开采、基础化工、合成材料、造纸、生命科学上游、小家电。

2023年下半年景气度相比上半年或边际走弱的行业包括：传统汽车整车、锂电材料、奶牛牧场。

2023年上、下半年景气度均维持高景气度的行业包括：建筑施工、光伏发电、油品制造、新能源整车、软件开发、国防军工、船舶制造、职业教育。

2023年上、下半年景气度均维持中或低景气度的行业包括：房地产开发、环境治理、煤炭开采、锂、光伏制造产业链、锂电池制造、电信运营、通信设备制造、工程机械、白酒制造、乳制品制造、医药制造、医疗服务、生猪养殖、白色家电、影视制作放映、商业连锁、物流。



## ➤ 地产与公用事业

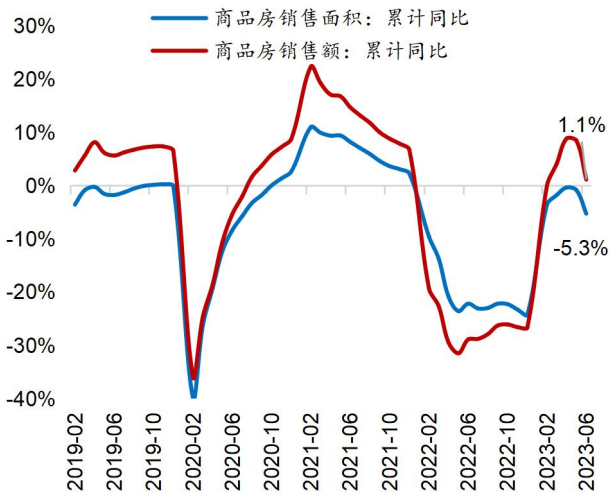


## 2. 房地产：基本面不再延续去年大幅下跌趋势，但景气度或将持续处于磨底阶段

### 2.1 回顾：销售景气度冲高回落，开发投资持续恶化

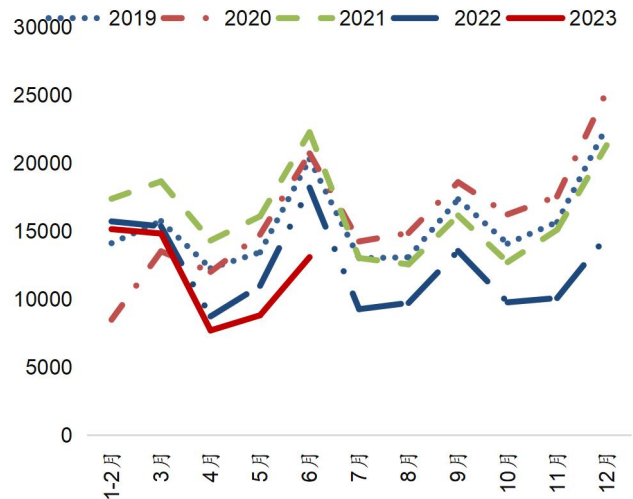
销售方面，春节后销售超预期修复，Q2 再度面临下行压力。根据统计局数据，1-6 月全国商品房销售面积、销售额累计同比分别为-5.3%、1.1%。本轮地产下跌周期自 2021 年下半年开始，2022 年下行幅度较大。今年销售没有延续去年的大幅下跌，但市场景气度仍然较低。从趋势来看，年初脉冲式复苏后行业再度面临下行压力。春节后疫情积压需求集中释放、开发商集中推盘等因素助推居民购房情绪上涨，1-3 月商品房销售面积恢复至近 5 年均值水平，销售表现超出我们年初预期。然而，Q2 未能延续此前的超预期修复态势，在统计基数调整后的数据表现也较为弱势，4-6 月商品房销售面积基本跌落至近 5 年最低水平，销售景气度再度回落。值得一提的是，6 月统计局公布的房地产国房景气指数为 94.06，跌至本轮下跌周期以来最低点。

图 19：商品房销售面积、销售额累计同比



资料来源：Wind, 招商银行研究院；注：2021 年为两年同比增速

图 20：近 5 年单月商品房销售面积数据(万平方米)



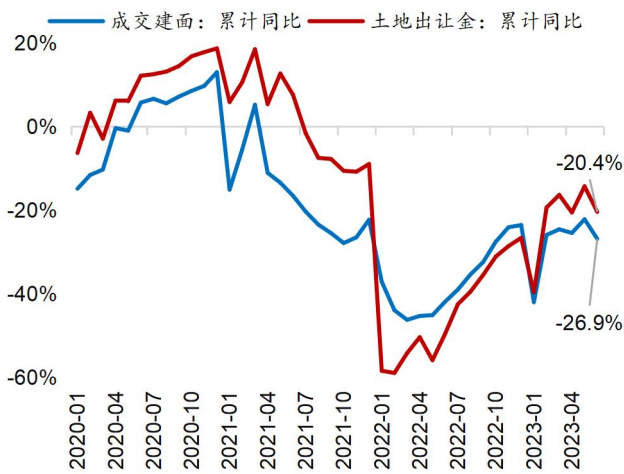
资料来源：Wind, 招商银行研究院

开发投资更显弱势，土地、开工、投资延续大幅回落趋势，仅竣工端有所修复。房地产开发链条为“拿地-新开工-施工-竣工”，根据开发链条上半年呈现出前端弱，后端强的特点。受销售景气恢复不及预期的影响，房地产企业拿地、开工投资的积极性较弱。具体来看：土地端，根据中指院数据，1-6 月全国商住土地成交建面、出让金累计同比分别为-26.9%、-20.4%，在去年已经大幅下跌基础上延续回落。一方面与政府供地减少有关，另一方面也反映了开



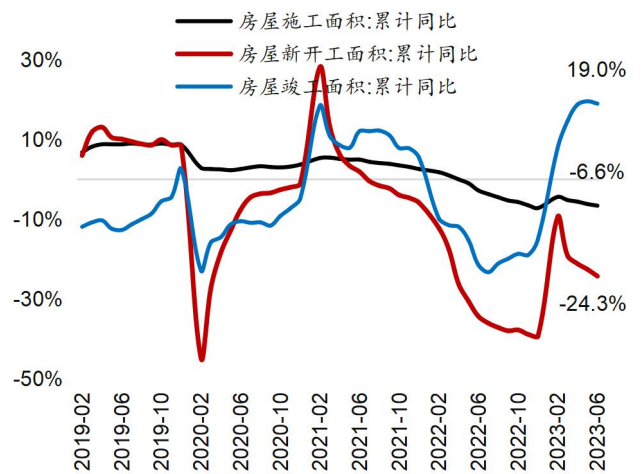
发商拿地意愿不足。新开工端，1-6月房屋新开工面积累计同比为-24.3%，需求端未能如期修复，叠加全国库存高企，制约了房企补库存意愿，上半年新开工持续走低。因此，我们观察到上半年房地产开发企业的投资降幅持续扩大，成为经济的主要拖累项。1-6月房地产开发投资额累计同比为-7.9%。竣工端走出了与拿地、开工、投资不一样的趋势。1-6月房屋竣工面积累计同比为19.0%。“保交楼”政策持续推进，叠加房企为回笼资金主动选择投入更多精力至竣工端，上半年竣工呈现强势修复态势。

图 21：土地成交建面、出让金累计同比



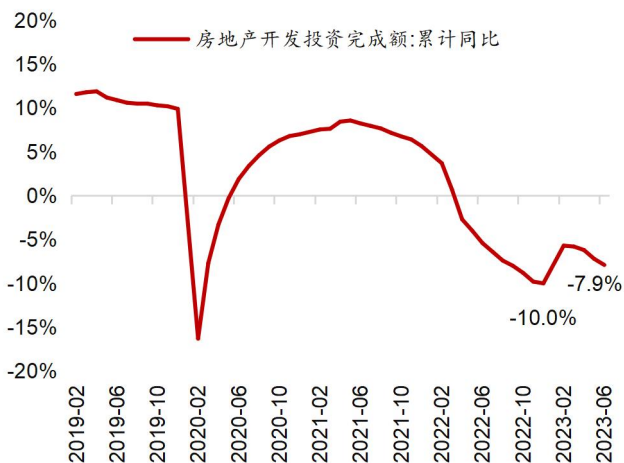
资料来源：Wind, 招商银行研究院

图 22：新开工、竣工、施工累计同比



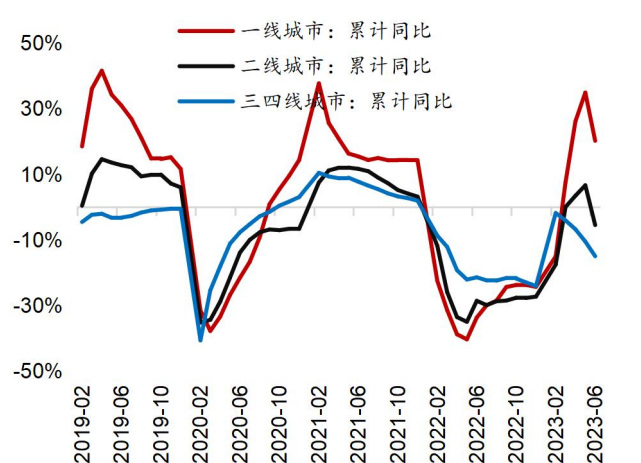
资料来源：Wind, 招商银行研究院

图 23：房地产开发投资额累计同比



资料来源：Wind, 招商银行研究院；注：2021 年为两年同比增速

图 24：一线/二线/三四线城市销售面积累计同比



资料来源：Wind, 招商银行研究院

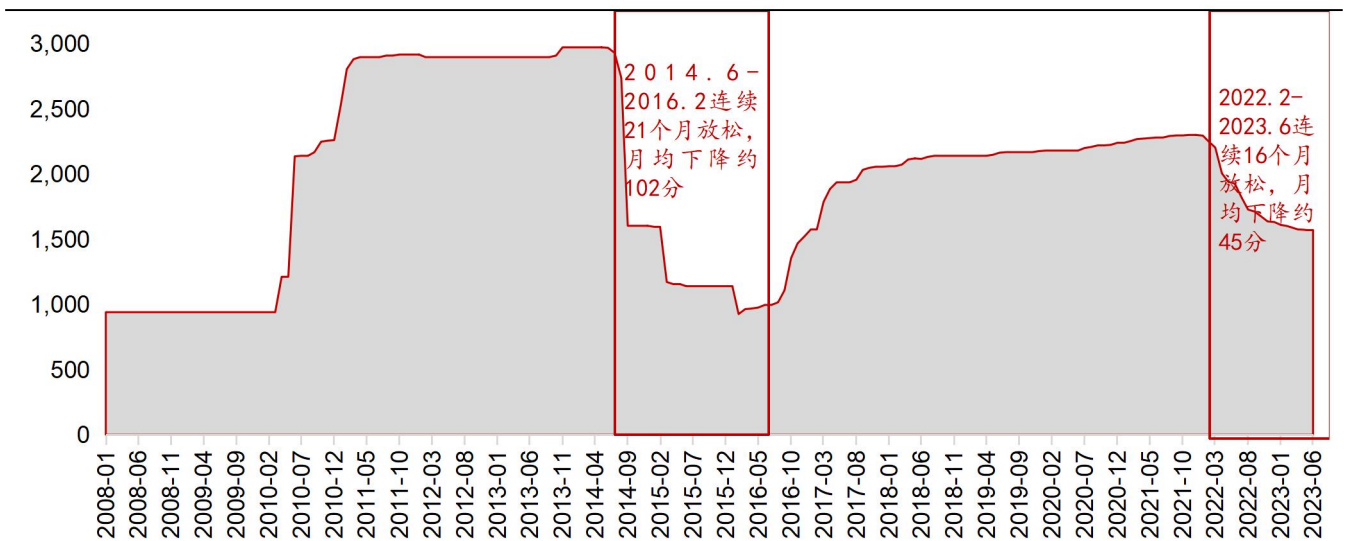
城市间呈现强分化趋势，核心城市表现较优。当前房地产区域分化特征愈发明显。从销售端来看，1-6月一线、二线、三四线城市销售面积累计同比分



别为 20.2%、-5.5%、-15.0%，一线城市表现优于二线优于三、四线。此外，统计局公布的销售额增速明显快于销售面积，也表明房价更高的一、二线核心城市销售更强。土地市场也呈现城市间“冷热不均”的特点，核心城市的核心地块受到开发商集中追捧，一线城市中北京、上海、深圳，二线城市中合肥、成都、杭州等上半年土地溢价率在 8% 以上，而较多非核心城市如郑州、长春土地仍延续底价成交。整体看，核心城市、核心板块表现较优，而非核心城市去化压力依然很大。

政策方面，上半年中央层面增量政策不多，“因城施策”出台力度减弱。上半年中央层面政策多为此前已出台政策的延续。1 月，央行将 2022 年的“930”阶段性动态调整首套房贷款利率措施常态化，7 月初，央行、国家金融监督管理总局将 2022 年 11 月出台“金融十六条”的政策适用期限延长至 2024 年 12 月 31 日；“因城施策”端上半年出台力度减弱，本轮四限调整自 2022 年 3 月开始。参考广发地产团队对全国“四限”政策评分模型，2022 年 3-12 月，月均下调 66 分；2023 年 1-6 月，月均仅下调 11 分。5-6 月单月下降 3 分，政策放松力度有减弱。整体看，上半年政策并未出现年初我们期待的更大力度调整。

图 25：全国“四限”政策累计力度评分



数据来源：广发证券发展研究中心，招商银行研究院；注：1. 政策力度评分规则详见广发地产团队于 2022. 6. 28 发布的《房地产行业 2022 年中期策略：长冬日渐暖，独梅迎春来》；2. 分数越高，代表行业政策越严格，分数越低，则代表购房难度越低，整体环境较为友好

## 2.2 展望：下半年政策落地及效果有待观察，基本面大幅反转可能性不大

政策力度及效果仍然是影响 2023 年下半年房地产销售、投资表现的最大变量。上半年政策释放节奏放缓、强度趋弱，并未出现我们年初预期的需求端强

力政策。因此，上半年销售在疫情放开集中释放后再度回落，而投资跌幅持续扩大，基本面修复趋势未能延续。

**7月24日中央政治局会议对地产的定调较为积极。**没有提及房住不炒，同时定调当前“房地产市场供求关系发生重大变化”，首次提出“适时优化调整房地产政策”，并强调“因城施策用好政策工具箱”。同时根据各地条件，结合部分“特大城市城中村改造”和保障性住房的供给端政策，合力推动地产信心企稳和投资的修复。

结合历史政策，目前需求端政策空间主要包括核心一二线城市“因城施策”和类似于棚改的货币化安置政策。因城施策端，目前低能级城市剩余可用政策工具已不多，不过高能级城市仍有较大放松空间，如一线城市及核心二线城市的限购政策，以及二套改善住房的首付比例、限贷支持等政策。考虑到房地产政策措辞的变化，主要在化解风险领域。后续的政策调整，可能更多是基于防风险的底线思维，出台强力刺激政策概率不大，仍将以“因城施策”为主。中性情况下，我们认为政策以二线及以下城市调整为主。

**销售方面，上半年市场景气度转弱后，再次恢复市场信心并不容易。**考虑到需求端出台强力刺激政策概率不大，以及本轮下跌周期还受到经济下行、居民收入预期不足的影响，年内或难看到地产景气度有较大程度改善。节奏上，与我们年初预期或有不同，此前我们预计最早在三四季度量价齐升，而实际上销售在一季度表现较好，二季度销售表现已有所偏弱。不过，相较去年同期，在疫情、政策上也均有了更积极的变化，重点城市表现明显优于全国。在统计局基数调减后，Q1-Q2单季商品房销售面积分别为3.00、2.96亿方，单季同比分别为-1.8%、-8.6%。针对下半年销售预估，我们主要从季节性角度出发考虑。考虑到去年下半年基数相对较低，下跌斜率相对可控。若政策环境维持二线及以下城市放松，预计Q3-Q4单季商品房销售面积分别为2.70、3.00亿方，同比分别为-16.9%、-12.8%，下调全年销售面积同比至-10.2%（年初预期-5.7%）。后续若有超出预期的政策提振市场，销售端或将迎来更好表现。

**值得一提的是，**后续月份若统计局数据持续调整，销售同比表现或优于此前预期。Q1-Q2统计局基数分别下修1.8%、14.6%，3-6月分别下修3.6%、16.7%、17.3%、12.1%。假设后续统计局下调节奏有所收敛，Q3-Q4均较基数下修12%。预计Q3-Q4单季商品房销售面积同比分别为-5.6%、-0.9%，全年销售面积同比或为-4.3%。

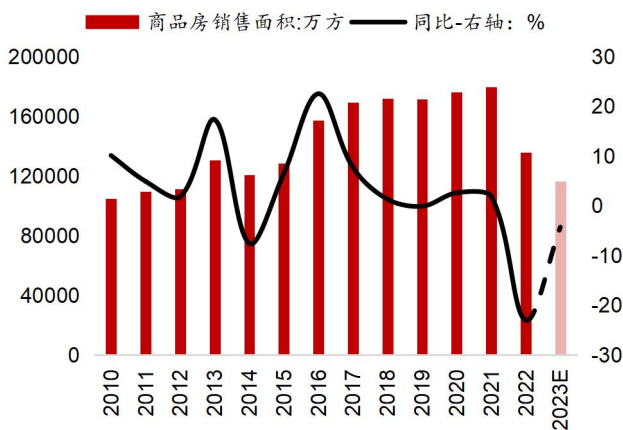
**开发投资方面，开工投资弱，竣工强的趋势仍将延续。**新开工端，房企开工与销售关联紧密，在销售景气未能持续企稳前，难以看到开工有明显转向。此外，虽然部分优质央国企销售-拿地-融资链条较为顺畅，但多数民营房企仍处去库存、资金回笼阶段，普遍缩减拿地、开工支出，将更多资金支持竣工端。因此，我们下调新开工面积增速至-20.0%（年初预期-10.0%）。**竣工端，**考虑到疫情结束后施工节奏恢复，政府推进“保交楼”下竣工的约束更强，因此





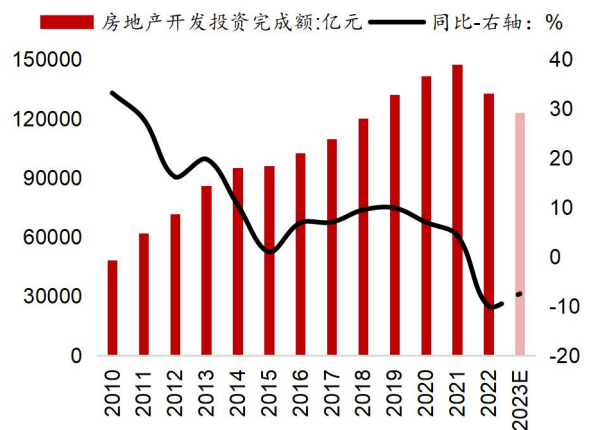
上调竣工面积增速至 10.0%（年初预期 5.0%）。**投资端**，土地投资及建安投资均将形成拖累，地产投资仍将持续承压。土地投资方面，上年低迷的土地成交会在本年土地购置费中滞后反应，预计土地投资下行压力仍存。建安投资方面，销售市场低迷以及资金链紧张，使得房企投资意愿及能力均不足，因此建安投资也难言乐观。不过考虑到下半年基数较低，预计投资虽承压但不会再度大幅下行。中性情形下，我们下调全年房地产开发投资额增速为-9.8%（年初预期-7.1%）。考虑到统计局下半年基数或有所调整，若 Q3-Q4 基数分别下修 5%，全年房地产开发投资增速或为-7.5%。

图 26：商品房销售面积预测（统计基数调整）



资料来源：Wind, 招商银行研究院

图 27：房地产开发投资预测（统计基数调整）



资料来源：Wind, 招商银行研究院



### 3. 基础设施建设：全年投资或新增 5.7%

#### 3.1 全年全国基建投资增速或达 5.7%

2022 年基建投资将上年快速增长（11.52%），在逆周期调节中发挥了关键作用，我们认为，基建投资在中短期内，仍然会是宏观经济增长的主线。头部建筑央企向来是我国基础设施建设的主力军，为消除疫情冲击对施工进度法预测基建增速造成的扰动，我们尝试通过央企新签订单增速与释放情况，对 2023 年基建投资增速进行分析判断。

主要的七家建筑行业央企上市公司（中国建筑，中国铁建，中国中铁，中国中交，中国能建，中国电建，中国化学）的基建订单公告情况整理如下。

表 1：建筑行业央企基础设施建设领域新增订单年度累计情况（亿元）

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
中国建筑	5,748	7,369	6,355	5,226	6,798	3,927	10,151
中国铁建	10,593	12,932	13,524	17,307	22,207	8,598	28,045
中国中铁	11,125	13,553	14,346	17,946	21,829	9,101	26,659
中国中交	6,905	8,691	8,771	9,522	10,575	6,800	13,671
中国能建	3,865	4,207	4,393	4,972	5,566	4,704	9,910
中国电建	1,543	3,458	4,159	5,082	6,652	3,140	3,566
中国化学	15	174	333	401	643	354	606
<b>总和</b>	<b>39,794</b>	<b>50,383</b>	<b>51,880</b>	<b>60,457</b>	<b>74,270</b>	<b>36,623</b>	<b>92,609</b>

资料来源：Wind、招商银行研究院

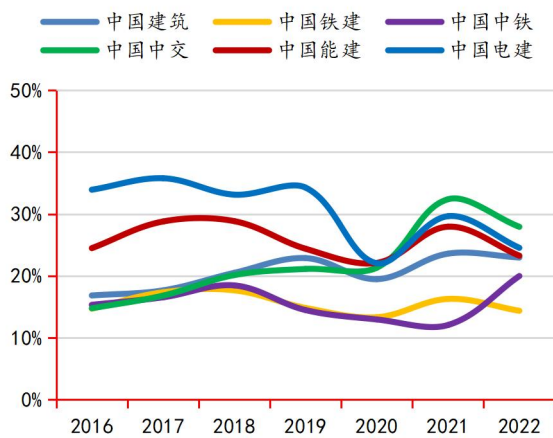
在此我们将通过历史 Q1 订单总量占比全年订单的规律对 2023 年全年新增订单情况进行预估。由于中国化学 Q1 订单量缺失，我们暂时使用 6 家央企数据，需要说明的是，中国化学订单量相对其他央企较少，因而缺失数据对总体估计结果影响较小。

从六家企业分别的历史数据来看，Q1 订单新增情况占全年比例在 10%到 35%之间波动较大。考虑到各央企互为订单竞争关系，因此我们将其订单总量合并化处理。合并后的数据波动幅度明显缩小，尽管由于疫情冲击，2020 年出现小幅异常，但从 2016 年至 2022 年间，合并数据的上半年订单占比全年订单总量的区间幅度已经锁定在 17.39%-20.98%。

考虑到 2020 年 Q1 新签订单受疫情影响较大，可能影响预测的一般性，因此去掉 2020 年数据后，使用各年 Q1 订单占比的平均水平（19.75%）作为 2023 年 Q1 订单预计占比，从而计算得出 2023 年央企全类型订单规模。

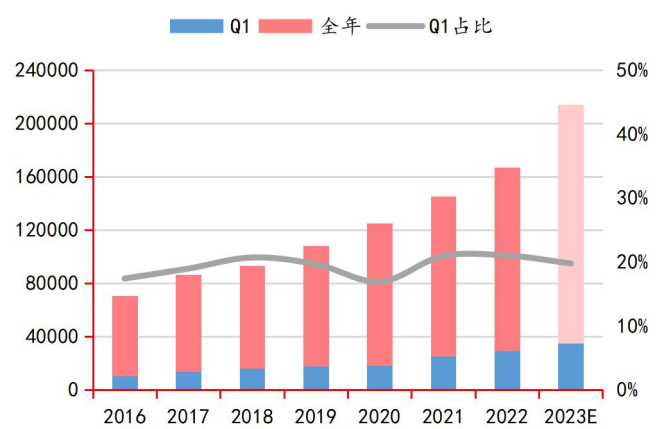


图 28：建筑央企各家订单 Q1/全年



资料来源：Wind、招商银行研究院

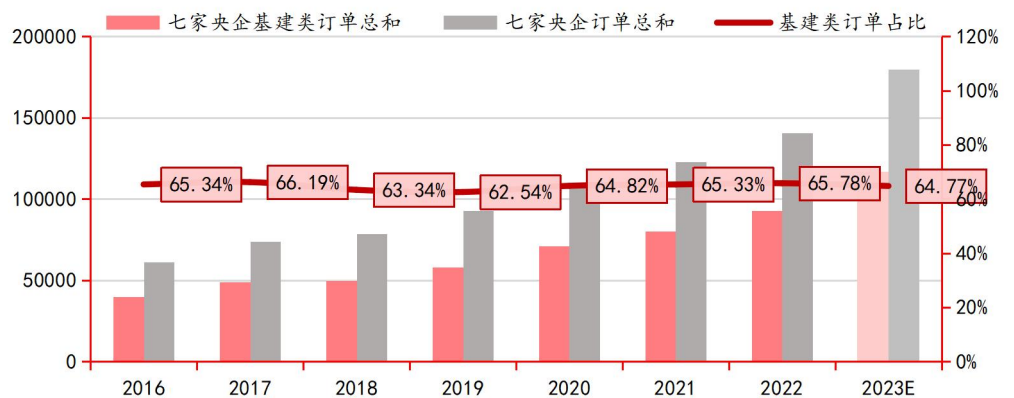
图 29：建筑央企全类型订单 Q1/全年 (亿元)



资料来源：Wind、招商银行研究院

从历史经验中发现，过往基建业务订单在建筑央企总订单中占比相对保持稳定（最大浮动比例在 3% 左右），因此可以根据央企总订单规模估计基建业务订单规模。此处取 2016-2022 年均值 64.77%，作为预测的 2023 年基建类订单占比，并估计出 2023 年央企基建业务订单量。

图 30：央企全年基建类订单占总订单相对稳定 (亿元)



资料来源：Wind、招商银行研究院

建筑央企的订单释放，从签订之时起到订单释放完毕通常会经历约 3 年的释放期，根据我们调研的部分央企基建项目的施工进度，在此假设：基建订单自签订之年起连续三年的释放金额比例分别占订单总额的 20%，40%，40%；由此得到央企基建订单释放规模。进一步测算央企基建订单释放规模与全国基建投资规模的相关性，发现两者正相关性较强，相关性系数高达 0.995。

需要说明的是，2021 和 2022 年基建投资增速出现异常值（分别为 0.21%、11.54%），不利于一般性的增速预测。2022 年相继出现多轮疫情，建筑施工

停工停产情况相较 2021 年更为严重，而基建投资增速却出现了较高的异常值，这或许是由于 2021 年的部分基建投资被递延算入 2022 年，为了预测的真实性，我们以一个平均增速将两年的基建投资规模总量进行了重新分配。

具体做法为：已知 2020 年的基建投资规模  $a$ 、2021 和 2022 年的基建投资总额为  $b$ ，取一个 2021、2022 年平均增速  $\beta$ ，使得 2021 和 2022 年基建投资总额不变，即  $a(1+\beta)+a(1+\beta)^2=b$ 。求得 2021、2022 年平均增速  $\beta$  为 3.94%，并分别计算对应真实的基建投资规模为：195669 亿、203371 亿。

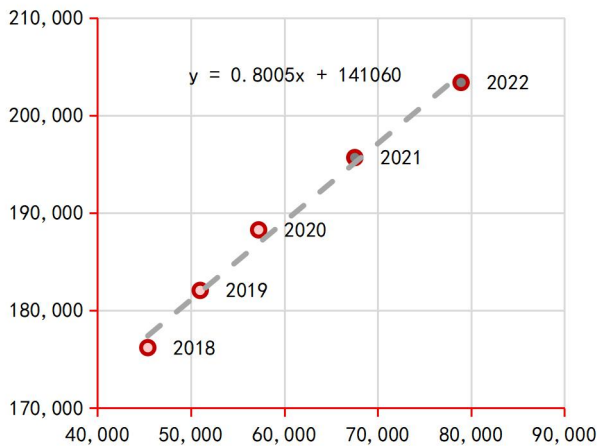
在上述基础上，测算央企基建订单与基建投资规模的多项式回归模型为：

$$Y = 0.8005X + 141060$$

注：其中  $Y$  为全国基建投资规模， $X$  为建筑央企订单释放规模。

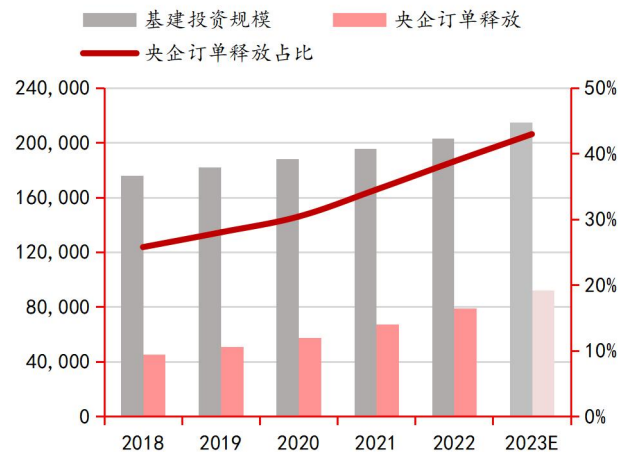
将前文测算的建筑央企订单释放规模代入  $X$ ，利用线性插值方法，测算得出 2023 年全国基础设施建设投资规模或可达 215006 亿元，同比 2022 年规模增长约 5.72%。此处需要注意，由于样本量个数较少，线性推导结果或存在一定偏差。同时，考虑到官方统计口径中通常会包含从上年投资额递延累积，以及向下年的投资额延迟释放，所以我们分析中基于央企订单测算的基建市场投资增速，或与官方统计的基建投资增速在数值存在约 2 个点偏差。但如果从拉长时间的年化复合平均增速来看，这一偏差或将随着观测周期的拉长而缩小。

图 31：订单释放与基建投资相关性较高(亿元)



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 32：央企订单释放占比市场总规模上升(亿元)



资料来源：Wind、招商银行研究院

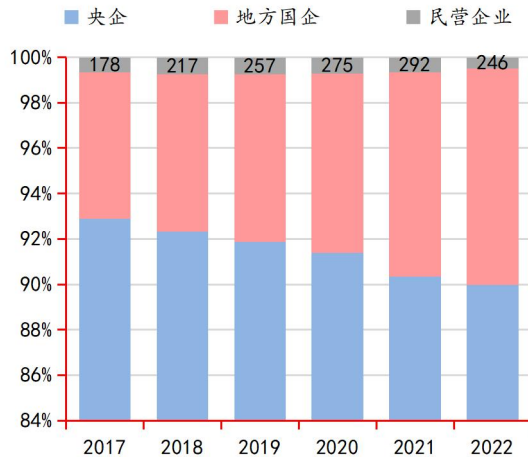
## 3.2 地方国企的市场占比增长显著

在上文针对 2023 年基建投资增速的预测中我们发现，从央企订单释放规模占比基建投资规模（预测值）的角度来看，央企订单释放占基建投资规模的



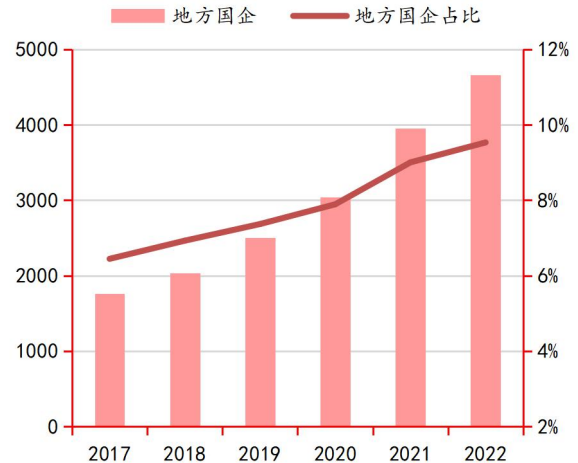
比例呈逐年稳定递增趋势，或可说明基建投资市场的参与主体所有制构成正在发生结构性变化。

图 33：不同所有制企业基建业务营收情况



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 34：地方国企基建业务营收及占比变化情况



资料来源：Wind、招商银行研究院

从近几年上市公司的表现来看，央企在基建领域仍占据绝对主导地位，地方国企市场占比有所提升，而民营企业生存空间持续被挤压。我们整理了基建建设类上市公司对应基建业务营收情况，分不同所有制来看，央企在基建建设中有着不可撼动的地位，上市公司的基建业务营收数据中，仍有超过九成的贡献来自央企。不过值得注意的是，从市场占比变化来看，近年来地方国企基建业务营收及占比出现明显增长态势，目前基建业务营收占总体的比重接近 10%，相较 2017 年增长超过 3 个百分点。

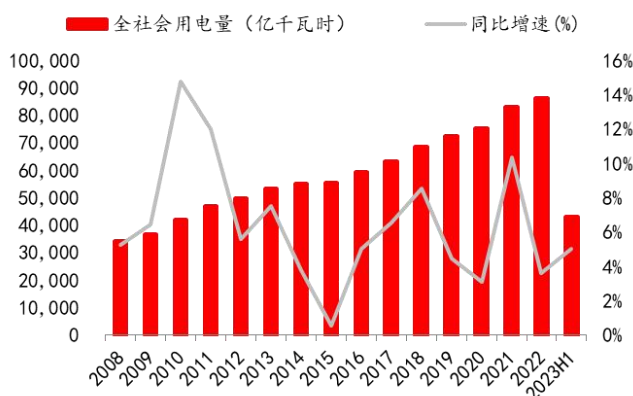
地方国企在基建建设中的市场规模占比逐步提升，这或许也受益于近年来城市更新建设相关项目的热度。一般而言，出于全市统筹发展视角，地方政府更加希望地方国企作为城市更新的参与主体，部分地区已有公开文件鼓励地方国企参与城市更新项目，且在广州、北京大兴、天津等地区的实践中，地方政府也将重大项目交由地方国企作为主导。

疫情期间民营企业上市公司的市场规模有所增长，但占比持续收缩。相较央企与地方国企而言，民营企业在融资成本、政府关系、品牌印象、工程信誉等方面均无优势，在面对前两者的市场下沉战略时，转型专业化分包、或发挥总部属地优势或成为其避免与国、央企直接竞争的生存之道。

## 4. 电力：全社会用电需求稳步增长，源网侧投资提速显著

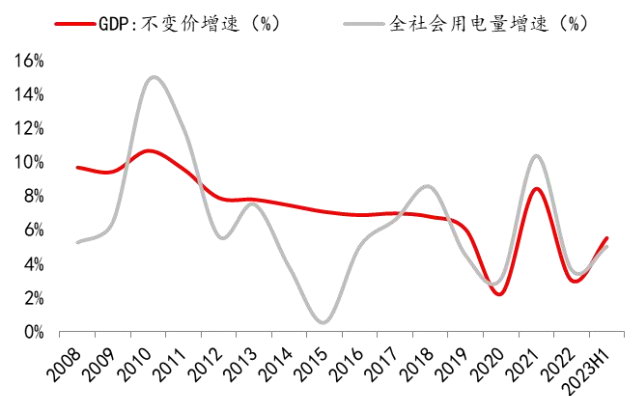
2023 年上半年宏观经济增长稳中向好带动全社会用电需求修复明显，全年看用电需求增速仍有提升空间。2023 年上半年全社会用电量达到 4.31 万亿千瓦时，同比增长 5%。从细分产业用电量增速来看，第一产业和第三产业的用电增长较快，上半年同比增速分别达到 12.1%和 9.9%，第三产业用电量增速表现强劲也与国内服务业经济同比修复明显相关。2023 年上半年我国名义 GDP 实现了 5.5%的增速，这在一定程度上对于全社会用电需求起到了重要支撑。虽然当前宏观经济在经历三年疫情后表现出一定的“疤痕效应”，经济增长修复动能仍面临众多挑战，但是全年国家制定的增长目标预期能够达成，叠加终端用能电气化的持续推进，维持年初对于全年全社会用电量增速在 6%-8%左右的判断。

图 35：我国全社会用电量及同比增速情况



资料来源：国家能源局、招商银行研究院

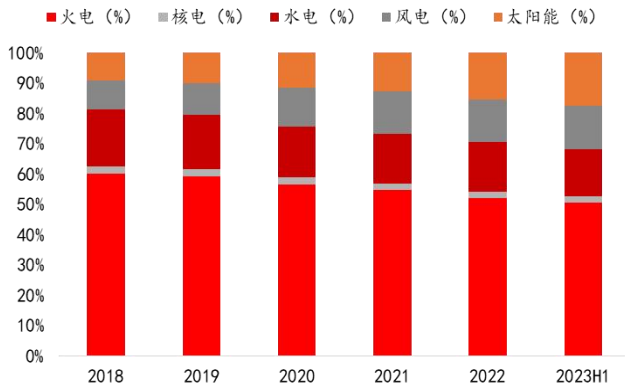
图 36：名义 GDP 增速与全社会用电量增速情况



资料来源：国家能源局、国家统计局、招商银行研究院

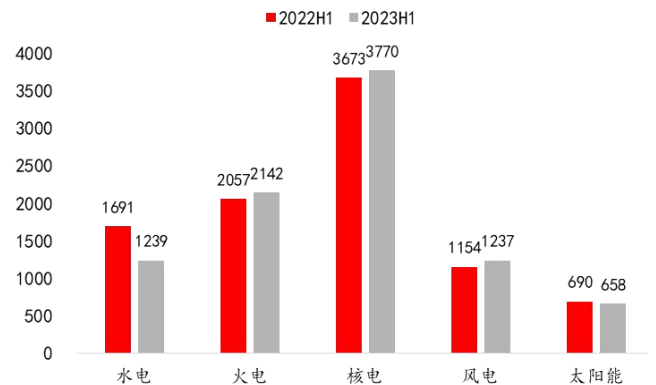
上半年受部分地区极端高温影响限电情况时有发生，全年电力供应保持平衡。今年上半年全国部分区域出现了持续性较强的极端高温天气，受此影响水电大省云南和背靠新能源大省的包头，都出现了阶段性用电紧张。今年入夏以来国内的用电负荷持续走高，迎峰度夏能源电力保供面临一定挑战。随着全国发电装机容量结构中太阳能和风电的占比不断提高，电力整体的供需情况也逐步呈现“供给侧受天气影响难以预测，用电负荷侧受不确定气候条件影响难以预测”的特点，因此电力装机需要一定的冗余度来应对极端情况下的电力保供。从主要发电设备上半年的累计平均利用小时数来看，水电受极端高温影响下滑明显，而火电在部分水电出力受限大幅下降的地区大发，担任着电力可靠供应的重要角色。

图 37：截至 2023H1 全国发电装机容量结构情况



资料来源：国家能源局、招商银行研究院

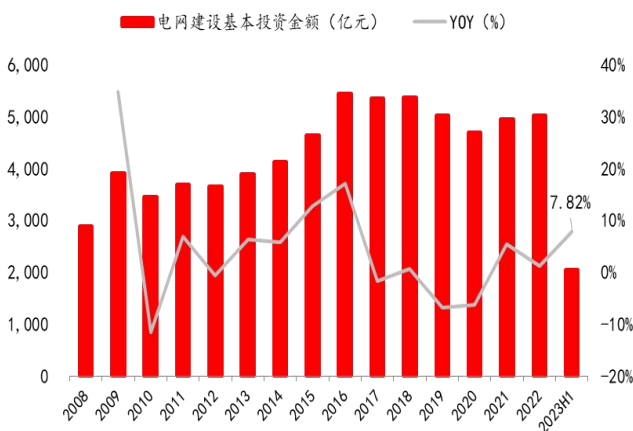
图 38：主要发电设备累计平均利用小时数情况



资料来源：国家能源局、招商银行研究院

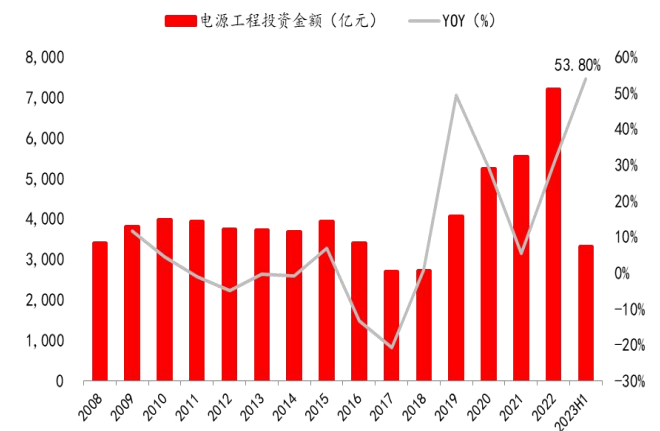
今年上半年电网和电源侧投资提速显著，预计全年增速维持高位。2023 年 1-6 月份全国电网工程完成投资 2054 亿元，累计同比增长 7.82%。电网工程建设投资提速明显，主要系多地特高压工程建设迎来了密集开工，同时通过我们调研了解到特高压工程产业链相关制造企业的在手订单和开工率情况都保持在景气度较高的水平。考虑到特高压工程的审批核准到建成投产存在 1 年半到 2 年的时间差，“十四五”前两年核准的特高压项目有望在“十四五”中后期落地，预计全年电网工程投资增速保持高位。2023 年 1-6 月份全国电源工程投资金额达到 3319 亿元，累计同比增速高达 53.80%。从细分电源的投资情况来看，太阳能发电工程完成投资 1349 亿元，同比增长 113.60%，是拉动电源工程投资高增长的主要动因；风电上半年累计完成投资 761 亿元，同比增长 34.30%，风电投资今年开始重新回到增长区间。

图 39：全国电网基本建设投资金额及增速情况



资料来源：国家能源局、招商银行研究院

图 40：全国电源工程投资金额及增速情况



资料来源：国家能源局、招商银行研究院

# ➤ 制造业





## 5. 煤炭：需求偏弱供给增加，价格回归合理区间

### 5.1 回顾：上半年需求偏弱进口大增，价格持续下滑

“稳增长”目标下用煤需求平稳增长。2023年上半年，国内GDP增速为5.5%，用煤需求相应平稳增长。从具体需求行业来看，火电方面，上半年电力生产保持增长，全国火电产量为29456亿千瓦时，同比增长7.5%；冶金方面，上半年粗钢产量为5.4亿吨，同比增长1.3%；建材方面，上半年水泥产量为9.5亿吨，同比增长1.3%。整体计算，上半年国内用煤需求约为21.8亿吨，同比增长4.9%。出口方面，1-5月出口原煤量为161万吨，同比增长3%。

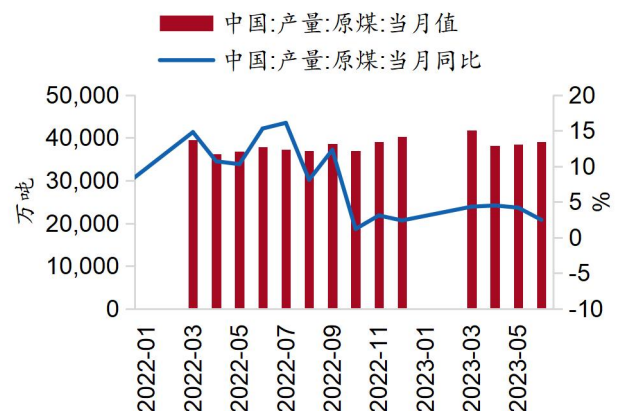
保供增产政策下国内产量稳定增长，但单月产量增速放缓。保供增产仍是年内政策主题，1-6月国内原煤产量为23亿吨，同比增长4.4%。但从当月产量来看，国内产量增速有所放缓，1-2月当月产量增速为5.8%，6月增速下滑至2.5%。年内煤矿安全事故频发，安全监察力度加大或是导致产量增速放缓的主要原因之一。

图 41：2023 年上半年国内产量稳定增长



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 42：2023 年上半年当月产量增速放缓

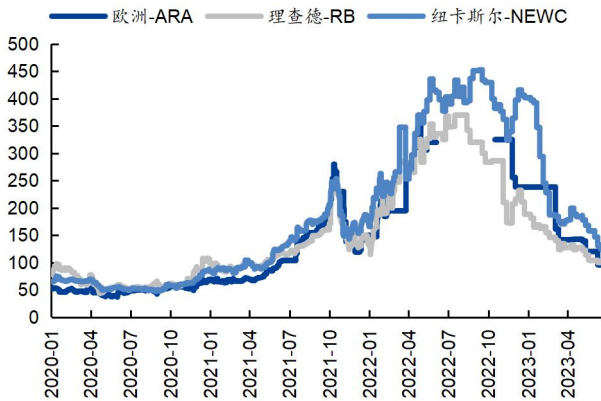


资料来源：Wind，招商银行研究院

国际煤价下行，进口量大增。1-6月原煤进口量为2.2亿吨，同比增长93%。进口量增速较高的原因，一是去年上半年俄乌冲突下进口量偏少所导致的低基数；二是国际煤价下行，内外价差收窄，性价比凸显，进口量有所增加；三是“澳煤禁运”实际取消，澳洲进口煤炭快速增加。从进口国来看，澳大利亚贡献主要增量。1-5月自澳大利亚煤炭进口1173万吨，同比大增336.34%；俄罗斯和印尼仍为主要进口国，其中自印尼进口2806.7万吨，同比增加43.1%；自俄罗斯进口4045.6万吨，同比增加125.5%。

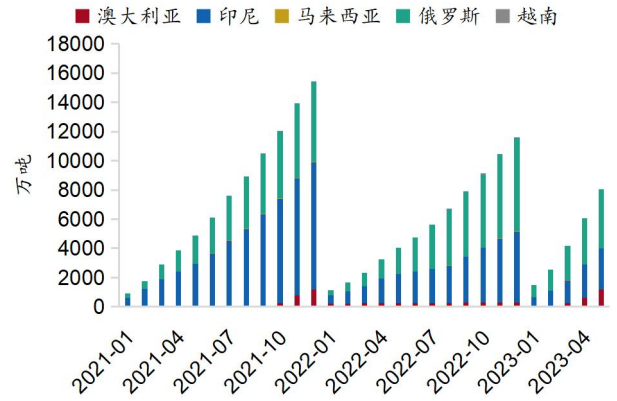


图 43：国际煤价下降



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 44：2023 年 1-5 月煤炭进口：分国家



资料来源：Wind，招商银行研究院

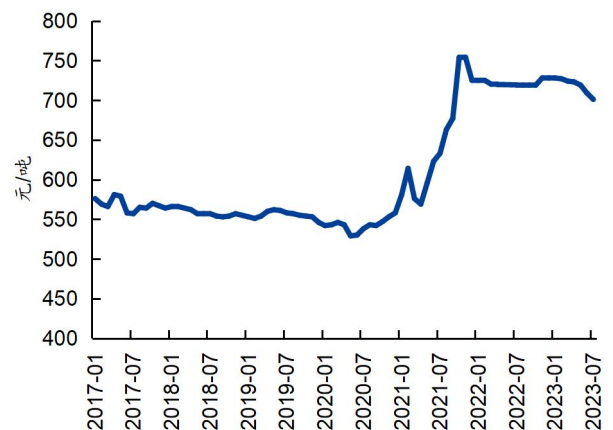
供过于求下市场价格下行，长协价随之小幅下降但保持高位。如前所述，2023 年上半年国内总供给为 25.2 亿吨，同比增长 9.5%；国内总需求约为 21.8 亿吨，同比增长 4.9%。供过于求下煤炭价格下行，以动力煤为例，秦皇岛动力煤 Q5500 市场价从年初的 1225 元/吨下滑至 6 月底的 820 元/吨左右，降幅为 33%。与往年相比，3 月份动力煤价格已经低于 2022 年同期水平，6 月份开始低于 2021 年的同期水平，但仍高于其他往年水平。市场价下行，长协价也随之下降。根据 675 元/吨的基准价计算，2023 年上半年 Q5500 年度长协价格从 1 月的 728 元/吨左右下降至 6 月的 709 元/吨，降幅为 2.6%，继续维持在 570-770 元/吨的合理区间内波动。虽然价格小幅下降，但由于基准价提升，上半年长协价格仍处于高位。

图 45：秦皇岛动力煤 Q5500 市场价



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 46：Q5500 年度长协价格



资料来源：Wind，招商银行研究院

## 5.2 展望：下半年迎峰度夏和冬季供暖或带来上行动力，关注行业转型升级及兼并重组机遇

上半年行业供需格局与价格走势基本与年初报告中的判断一致，下半年需关注“迎峰度夏”和“冬季供暖”火电需求和冶金需求带来的价格变化。具体来看，动力煤方面，从历年来看，7-9月迎峰度夏和11月-1月冬季供暖两大需求支撑下，动力煤价格将高于上半年。从今年的情况来看，世界气象组织警告，2023年出现厄尔尼诺的可能性正在增加，可能会导致全球气温升高甚至打破高温记录。参考2022年夏季高温时段的情况，区域性干旱或导致水电供应偏紧，火电需求将相应增加。供给方面，严控产能和安全监察下国内产量难以有大幅增长，进口增速也将边际减缓。火电需求增加，供给增速放缓，或为价格向上提供支撑，但需持续关注两大火电需求实际动能强弱。焦煤方面，当前港口库存和炼焦企业库存均已降至历史低点，价格是否向上还需持续观察下游钢企利润的改善情况。

**全年价格趋势仍然维持年初报告中的判断：供给-需求缺口扩大下价格将较2022年有所下降，但在价格管控下价格下降幅度有限。**全年GDP政策目标为5%，火电用煤需求增加。但粗钢产能产量压减目标不变，加之下游房地产需求趋弱，冶金用煤增速将持续转负。整体来看，2023年用煤增速将较2022年持平或小幅增长。供给端，“双碳”目标下，煤炭产能进一步增加空间有限，国内产量增速将有所放缓；国际煤价下跌，进口将较去年有所增加。供需调整下供给-需求缺口扩大，2023年煤炭价格将较2022年有所下滑。但近期“963”新规发布，要求2023年保持电煤和供热用煤等动力煤价格在合理区间内稳定（570-770元/吨）。政策调控下，动力煤价格下跌幅度有限，仍将保持在历史相对高位上。

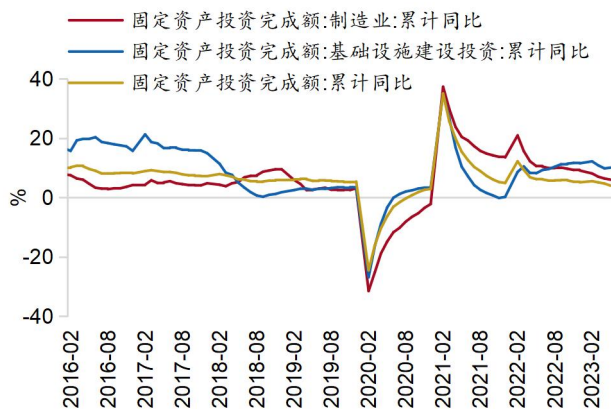
2023年7月11日，中央全面深化改革委员会第二次会议审议通过了《关于推动能耗双控逐步转向碳排放双控的意见》，逐步实现从能耗双控到碳排放双控的转变。这意味着对煤炭行业的管控强度边际放缓。虽然强度边际放缓，但减碳趋势仍然不变，行业发展将从依靠产量增加的规模化发展模式转为转型和高质量发展。转型发展方面，企业均在加大非煤业务的投入，包括依托煤炭资源优势的火电、煤化工等上下游一体化业务，以及拓展风电、水电等新能源业务；煤炭清洁高效利用和煤矿智能化是行业高质量发展的重心和主攻方向。国家发改委、国家能源局等要求到2035年，各类煤矿要基本实现智能化。

## 6. 钢铁：需求偏弱价格波动运行，关注兼并重组机遇

### 6.1 回顾：价格“N”型变化，行业亏损面扩大

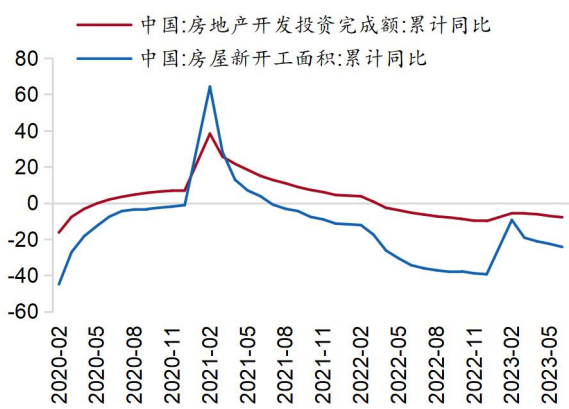
2023年上半年，国内需求呈现出“强预期、弱现实”的基本特征。疫情管控放开后，行业普遍预期宏观经济将得到快速恢复，带动用钢需求增加。但实际上，国内经济发展动能偏弱，一季度GDP增速为4.5%，低于全年5%的政策目标；二季度虽同比大幅增加，但主要源于去年同期的低基数，实际需求仍然偏弱。行业需求面临“弱现实”，具体来看，房地产方面，虽然利好政策频繁推出，但实际需求并未得到明显好转。房地产开发投资完成额和房屋新开工面积累计同比为负且持续下滑，1-6月累计同比分别为-7.9%和为-24.3%。制造业方面，汽车、高新技术产业等带动整体制造业增长，1-6月制造业累计同比为6%。基建仍起到托底作用，稳增长目标下，1-6月基建固定资产投资完成额累计同比增加10.7%。但当前我国用钢需求仍以房地产为主，房地产用钢需求偏弱拖累整体用钢需求。

图 47：基建投资持续发力



资料来源：Wind, 招商银行研究院

图 48：房地产拖累整体用钢需求

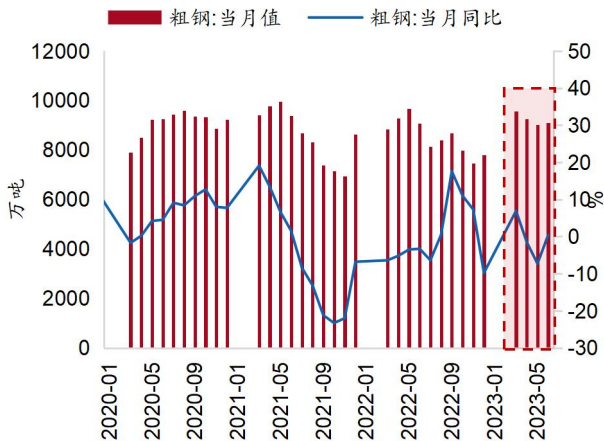


资料来源：Wind, 招商银行研究院

国内生产方面，粗钢产量4-5月同比下滑。1-6月，国内粗钢产量为5.4亿吨，同比增长1.3%。但从单月产量来看，4-5月，需求趋弱叠加企业亏损面扩大，钢企主动减产以减少亏损，导致粗钢产量同比减少。分类型来看，电炉炼钢企业停产减产现象较为突出。吨钢毛利持续为负，电炉产能利用率从3月中旬的78.3%左右下滑至5月底的67.3%；高炉产能利用率虽有所下滑，但仍保持在84%左右的高位上。

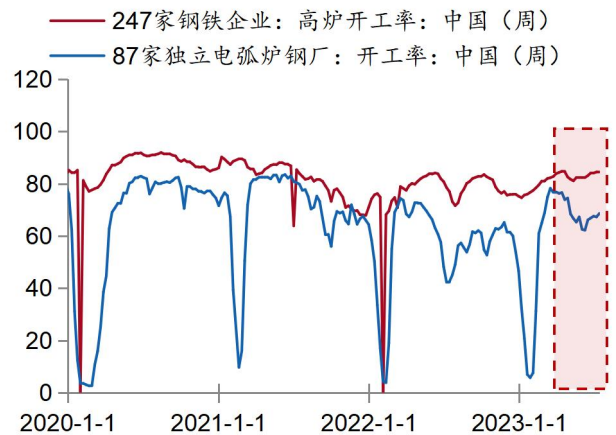


图 49：粗钢产量自 4 月同比开始下降



资料来源：Wind, 招商银行研究院

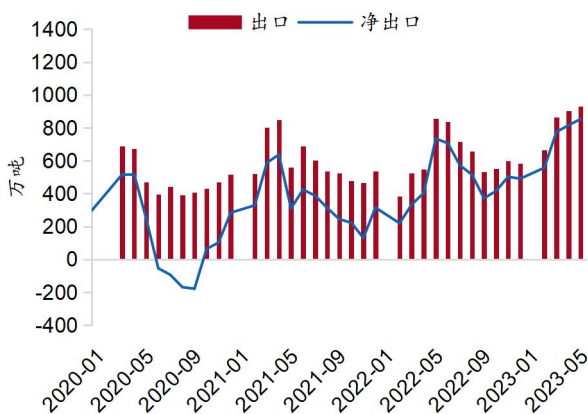
图 50：高炉与电炉产能利用率



资料来源：Mysteel, 招商银行研究院

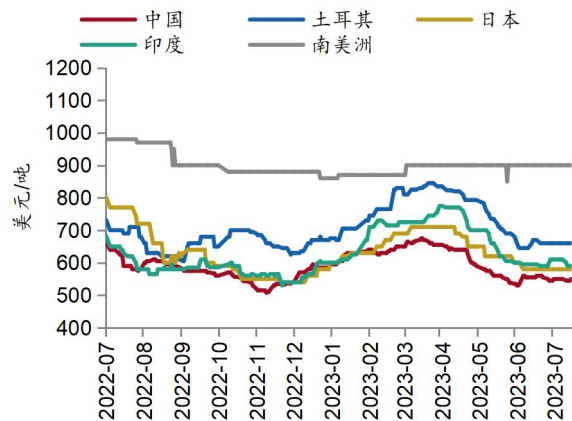
**价格优势下粗钢出口量大增。**1-5 月我国粗钢出口数量为 4009 万吨，同比增加 43%；进口数量为 436 万吨，同比下降 49.3%；净出口量为 3574 万吨，同比增加 83.6%。我国钢材主要出口至东南亚和中东地区，出口量大幅增加主要来自于国内出口价格优势。一方面，海外粗钢产量降幅较大，国际钢铁市场供应下降，导致国际钢价上涨。CRU 国际钢材价格指数从 1 月份的 216 升至 5 月末的 238.2；另一方面，国内需求趋弱，钢价持续处于低位，出口价格具备明显优势。以热轧板卷为例，中国出口价格持续低于日本、土耳其、印度等国家和地区。

图 51：出口量大幅增加



资料来源：Wind, 招商银行研究院

图 52：中国热轧出口价格处于低位

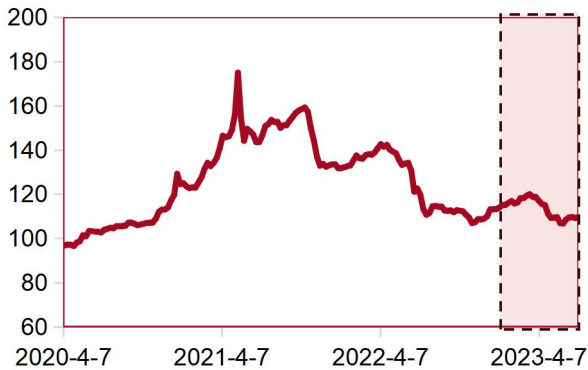


资料来源：Wind, 招商银行研究院

“强预期、弱现实”调整下，价格呈现出先升后降的类“N”型变化。2023 年 1-3 月，在下游需求恢复的“强预期”支撑下，中钢协钢材综合价格指数持续上行，从年初的 113.9 升至 3 月中旬的 119.9，涨幅为 5.3%。3 月下旬，房地产等下游需求持续疲弱，“弱现实”下钢材综合价格快速下跌。从 3

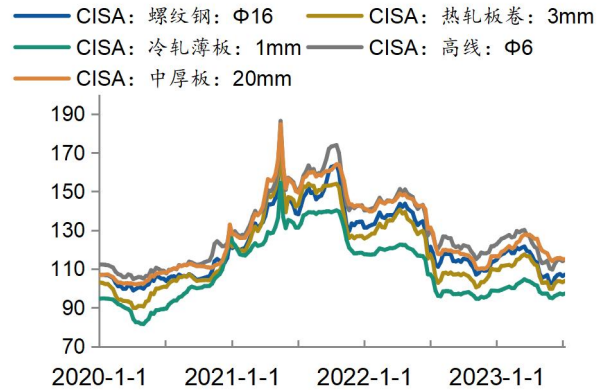
月初的 120 左右下降至 6 月初的 106.7，降幅为 11.1%。随后价格小幅上涨，并稳定在 109-110 的区间内。五大钢材价格与整体钢材价格走势一致，也呈现出类“N”型变化。分类型来看，与房地产相关钢材价格下跌最为明显。3 月 17 日到 6 月 2 日，螺纹钢和线材下跌 17.2%，热轧下跌 15%，中厚板下跌 10.7%，冷轧下降 9.4%。

图 53：钢材价格指数先升后跌



资料来源：Wind, 招商银行研究院

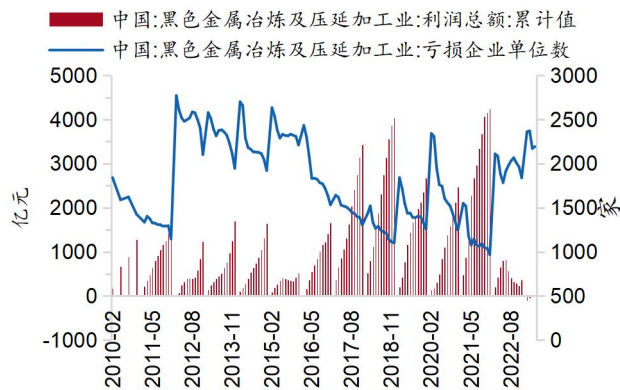
图 54：五大钢材价格弱势运行



资料来源：Wind, 招商银行研究院

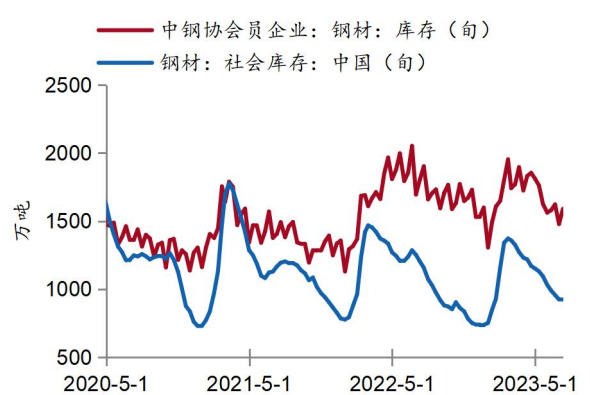
**钢铁行业利润下滑，亏损企业数量上升。**虽然一季度钢材价格有所上行，但原材料价格也随之上升并持续处于高位，尤其是铁矿石。2023 年一季度行业利润转负，行业累计利润总额为-48.4 亿元，同比下降 111.9%。虽然铁矿石价格下降和焦炭价格提降对企业利润有所修复，但钢材价格下跌持续挤压企业利润。1-5 月行业累计利润总额为-21 亿元，同比下降 102.6%。企业亏损数量从 2022 年底的 1838 家回升至 2023 年 3 月份的 2370 家，后回落至 5 月的 2192 家，但仍处于历史较高水平。

图 55：行业利润总额与企业亏损数量



资料来源：Wind, 招商银行研究院

图 56：钢材社会库存与重点企业库存



资料来源：Mysteel, 招商银行研究院



## 6.2 展望：供需双弱格局延续，关注兼并重组机遇

上半年行业供需和价格变化基本符合我们年初对钢铁行业的判断。整体来看，这轮钢材价格下跌主要源于下游用钢需求的不足。下半年行业虽然具备较多的不确定因素，但从需求端来看，房地产用钢需求偏弱是较为确定的趋势。整体用钢需求是否能够有所好转，还需持续关注基建和制造业用钢需求的动能强弱。

从全年看，我们继续维持年初对行业的判断：**2023 年供需双弱格局延续，供需缺口收窄为价格提供向上动力。但房地产持续疲弱拖累下，价格回升空间有限，以波动运行为主。**具体来看，需求端，房地产新开工面积和施工面积快速下降趋势不改，持续拖累整体用钢需求。但基建投资保持韧性，对用钢需求形成支撑。供给端，钢铁产能管控将延续减量置换或等量置换政策，且重点地区减量置换标准提升，粗钢产能易减难增。原材料方面，进口铁矿石价格虽有所调整但仍处于高位，叠加钢价下降，钢企利润空间受到挤压，吨钢毛利持续低位，钢企生产意愿有所抑制，整体粗钢产量延续下降趋势。整体来看，虽行业供需双弱，但结构调整下供给-需求较去年有所收窄，为价格向上提供支撑力。由于我国钢铁下游消费 30%左右来自于房地产用钢，房地产低迷将持续拖累需求，价格上涨幅度有限，整体仍以波动运行为主。

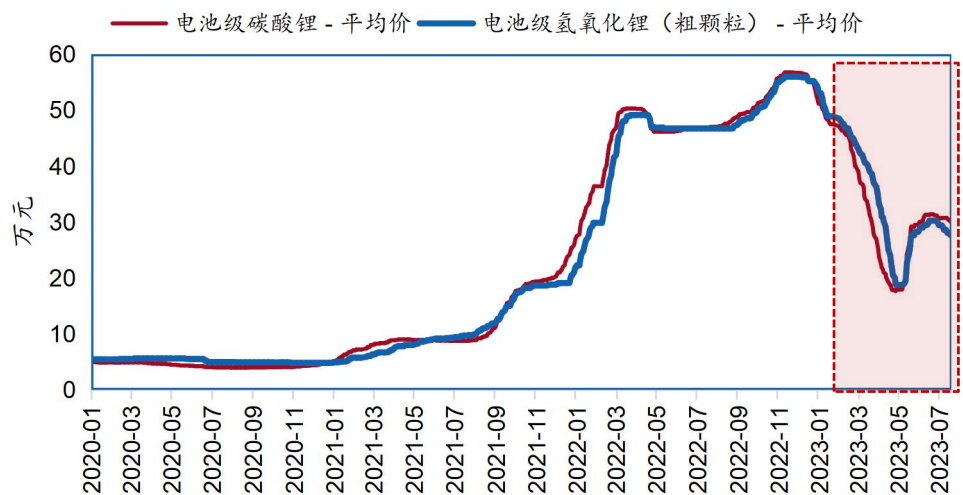
**钢价弱勢震蕩，降本增效仍为年内钢企重点任务。**面对 2022 年下半年价格快速下跌、行业亏损的局面，钢企普遍提出降本增效的目标。以行业龙头宝武钢铁集团为例，其主要目标为“对标找差、极致效率”和“三降两增”（增产增收降本、经济采购降本、节能降耗降本、卓越精品增效、联合并购和专业化整合增效）。行业持续低迷下，降本增效仍是今年钢企重点任务。在中钢协一季度经济运行座谈会中，与会企业代表认为，下半年钢铁市场不确定因素较大，钢价总体或呈现弱勢震蕩走势。成本管理成为重中之重，企业仍要强化精益管理，提升效率和效益。除降本增效外，面对建筑用材需求疲弱的现状，部分生产建筑钢材的企业也在积极调整产品结构，提高工业用材产量占比，以降低价格下跌对企业经营的影响。

## 7. 锂：供应紧张缓解，价格波动剧烈

### 7.1 回顾：价格急跌缓升，供需增速均有所放缓

2023 年上半年，国内锂盐价格先降后升，波动较为剧烈。分产品来看，碳酸锂和氢氧化锂价格变化趋势一致。以电池级碳酸锂为例，1-4 月，供过于求下，电池级碳酸锂价格从 1 月初的 51.2 万元/吨左右下跌至 4 月底的 17.6 万元/吨左右，跌幅为 65.6%。5-6 月，供需结构改善，电池级碳酸锂价格开始回升，并稳定在 30-31 万元/吨的区间内。由于碳酸锂和氢氧化锂价格变化一致，本章节均以碳酸锂为例进行分析。

图 57：国内电池级碳酸锂及氢氧化锂价格



资料来源：SMM，招商银行研究院

#### 1、供给端：国内生产保持稳定增长，进口量小幅增加

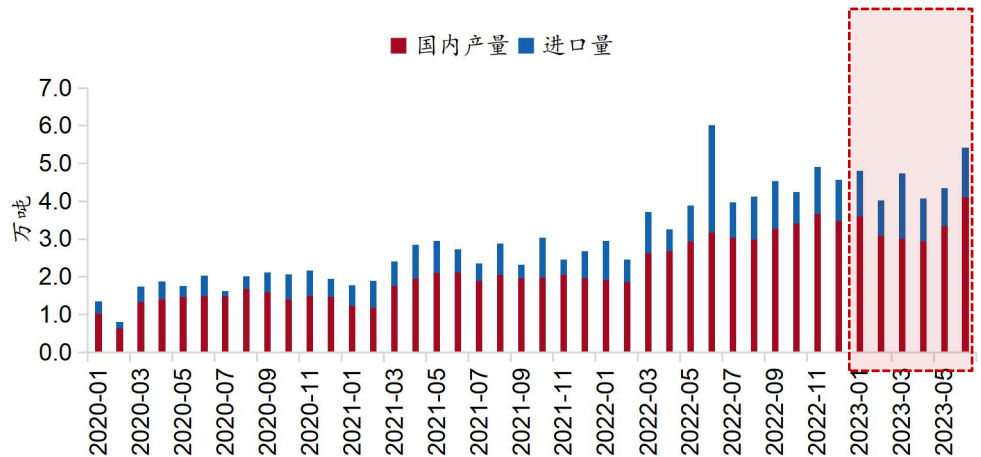
2023 年上半年，国内碳酸锂供给量为 27.4 万吨，同比增长 23%。具体来看，国内产量为 20.1 万吨，同比增长 32.3%；进口量为 7.3 万吨，同比增长 2.9%。

国内生产保持稳定增长，趋势上先降后增。1-4 月，国内产量逐月下降，分别为 3.6 万吨、3.1 万吨、3 万吨、2.9 万吨。产量下滑主要来自于江西云母提锂产量下降。年初因《财经》杂志发布关于江西宜春锂矿乱象调查的报道，直指江西宜春地区存在非法开采锂云母等乱象，中央督察组赶赴宜春地区进行调查督导，主要调查内容一是“非正规采矿”造成的资源流失和私挖滥采问题；二是“锂渣提锂”带来的环境污染和锂渣污染处理问题。督导直接导致部分采选矿山停产整顿，江西地区碳酸锂产量从 1 月份的 1.5 万吨下降至 4 月的 0.8 万吨。5-6 月，江西地区基本恢复正常生产，产量逐月回升，分别为 1 万吨和

1.2 万吨。加之青海和四川等地区产能利用率上升，国内产量增长，5-6 月产量分别为 3.3 万吨和 4.1 万吨，同比分别为 14.2%和 29.6%。

价格优势下进口小幅增长，趋势上先增后降。我国碳酸锂进口主要来自于南美盐湖企业，进口量则取决于价格优势。1-3 月，国内碳酸锂价格虽然下降，但仍处于高位，南美碳酸锂价格优势下，进口量逐月增加。一季度碳酸锂进口量为 3.9 万吨，同比增长 41.7%。4-5 月国内外碳酸锂价差缩窄，进口量回落。4-5 月进口量逐月下滑，环比分别为-35%和-11%。

图 58：国内碳酸锂供给



资料来源：SMM，招商银行研究院

## 2、需求端：国内需求经历“一波三折”，增速整体放缓

2023 年上半年，国内碳酸锂总需求为 26.8 万吨，同比增长 28.1%，增速较 2022 年上半年有所放缓。具体来看，国内消费量为 26.2 万吨，同比增长 28.1%；出口量为 0.65 万吨，同比增长 28.1%。由于出口量对整体需求量影响较小，在此不做具体展开。

国内需求经历“一波三折”。从整体趋势来看，2023 年上半年锂盐需求整体呈上升趋势，但从同比和环比来看，经历了三个阶段：

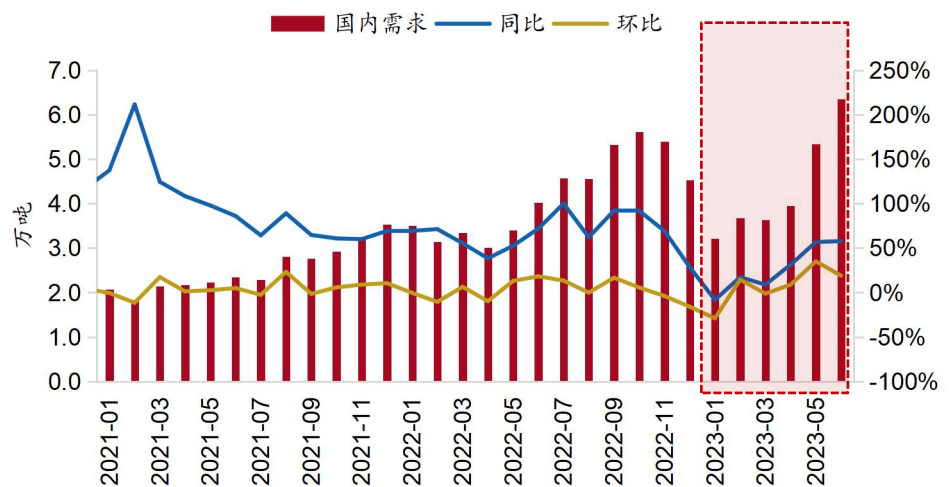
(1) 1 月：同比和环比双双为负。受到传统燃油车购置税优惠和新能源汽车补贴等政策退出、年末厂家冲量效应，同时叠加今年春节假期提前至 1 月，消费者提前透支需求，1 月国内新能源汽车产量和销量分别为 42.5 万辆和 40.8 万辆，同比分别为-6.9%和-6.3%。用锂需求随之下滑，国内碳酸锂需求为 3.2 万吨，同比为-8.3%，环比为-29%。

(2) 2-3 月：同比回正，环比震荡。多款新能源新车上市，同时多地出台新能源车补贴和汽车消费券等方式提振消费，新能源汽车产销量回升，动力电池产量和装车量增加，用锂需求随之回升。但由于电池企业主要处于去库存阶

段，回升动力不强。2月国内碳酸锂需求为3.7万吨，同比为17.3%，环比为14.4%；3月需求为3.6万吨，同比为8.8%，环比为-1.2%。

**(3) 4-6月：同比环比均回升。**新品和低价新款推出刺激消费，消费需求有所释放，新能源汽车产销量均有所增加。动力电池排产边际转好，叠加电池厂商库存处于低位，补库需求增加。4-6月，国内碳酸锂需求分别为3.9万吨、5.3万吨、6.4万吨，同比分别上升31.3%、56.8%、57.8%，环比分别为8.8%、35%和18.9%。

图 59：国内碳酸锂需求



资料来源：SMM，招商银行研究院

## 7.2 展望：供给释放需求放缓，价格趋势向下

参考《锂行业深度研究之 2023 年跟踪报告——供给紧张缓解，价格如期回落》，无论是上游资源还是中游冶炼，全年新增产能均集中在下半年，具体来看：

**上游资源方面，新增实际产能集中在四季度释放。**澳洲锂辉石方面，Pilbara 的 P680 项目计划在 2023 年三季度投产，四季度增加产量，新增年产能约 1.4 万吨 LCE；Mt Marion 二期扩产计划在 7 月满产运行，新增产能约 4.3 万吨 LCE；Wodgina 二期扩产计划在 2023 年投产，新增产能约 3.6 万吨。除澳洲锂辉石外，津巴布韦两座矿山今年也将释放增加，包括中矿资源的 Bikita 采选矿和扩建项目，计划于 2023 年中投产；盛新锂能的萨比星矿山，目前试生产情况良好，已产出第一批锂精矿。考虑到矿山平均约 1 年左右的爬坡期，今年矿山新增供给释放将集中在四季度。

南美盐湖方面，智利 Atacama-SQM 盐湖计划扩产 3 万吨，计划年内投产；阿根廷地区，赣峰 C-O 盐湖已于 6 月产出首批碳酸锂产品，新增年产能 4 万

吨 LCE；Allkem 的 Olaroz 盐湖 Stage 2 已于 7 月产出首批碳酸锂产品，新增年产能 2.5 万吨 LCE，爬坡期约为 1-1.5 年。其他盐湖中，Livent 的 Hombre Muerto 盐湖扩产，一阶段计划于 2023 年上半年投产，新增年产能 1 万吨 LCE；Argosy 的 Sal de Rincon 盐湖计划于 2023 年下半年投产，新增年产能 0.2 万吨 LCE；紫金矿业的 3Q 盐湖计划于 2023 年底建成投产，新增年产能 2 万吨。与锂辉石类似，考虑到盐湖平均 1-2 年的爬坡期，今年南美盐湖大部分新增产能也集中于下半年释放。

**中游冶炼方面扩产继续。**盐湖项目在附近均配套有提锂工厂，因而盐湖资源释放一般直接反映到锂盐产能中。锂辉石项目产品一般为锂精矿，既可外售给中游冶炼厂进行碳酸锂或氢氧化锂生产，也可自用。碳酸锂方面，除使用盐湖资源的项目外，仅新增盛新锂能的印尼盛拓项目，年产量为 1 万吨 LCE，预计 2023 年底建成投产。氢氧化锂方面，除使用盐湖资源的项目外，新增项目集中在盛新锂能、赣锋锂业和天齐锂业三家。其中天齐锂业 Kwinana 项目已于去年 11 月达到商业化生产能力，目前正在积极推进产能爬坡和外部验证过程，预计新增 2 万吨 LCE；盛新锂能在印尼盛拓新增 5 万吨 LCE，预计 2023 年底建成投产；赣锋锂业在丰城新增 2.5 万吨 LCE，计划在 2023 年正式投产。

**下游需求方面，电池用锂增速放缓。**根据招商银行研究院测算，2023 年国内动力电池全年产量约为 640GWh，同比增长 17.4%；下半年产量约为 355.5GWh，较去年同期增长 1.3%，增速较上半年有所放缓。

**供给释放，需求放缓，下半年价格趋势向下，向上动能较弱。**广期所碳酸锂期货合约上市，考虑到期货“双刃剑”效应，一方面或为稳定碳酸锂价格提供助益，另一方面情绪冲击下也导致价格剧烈波动。基准情况下，全年价格展望依旧维持年初展望中的判断，即 2023 年锂盐全球供需格局将转为紧平衡的状态，供给紧张情况将较 2022 年有所缓解，需求-供给缺口将较 2022 年收窄，锂盐价格中枢将低于 2023 年。

**价格波动较大，企业面临经营策略调整及兼并重组。**上半年价格波动较大，企业经营情况受到较大影响。国内龙头企业均使用海外进口锂精矿进行锂盐生产，季度定价模式导致锂精矿和锂盐价格变化出现一个季度左右的时滞，从而导致一季度大部分企业遭受产品价格下滑和成本过高的双重挤压，营收和净利润均遭遇环比下滑。二季度随着海外矿山调整报价及国内锂盐价格回升，这一情况得到边际缓解。值得关注的是，面对价格下滑，各企业均调整了经营策略，导致各企业经营结果有所差异。举例来说，融捷股份和盐湖股份减少了产销量，从而导致营收和归母净利润同比环比双双下滑；赣锋锂业和盛新锂能则增加了资产减值损失，归母净利润同比环比均下滑。永兴材料调整了销售策略，加大销售量，其营收和归母净利润均同比上升。此外，价格进入下行期，冶炼成本较高的企业经营将受到冲击，行业或面对一轮兼并重组热潮。实际上，最近两





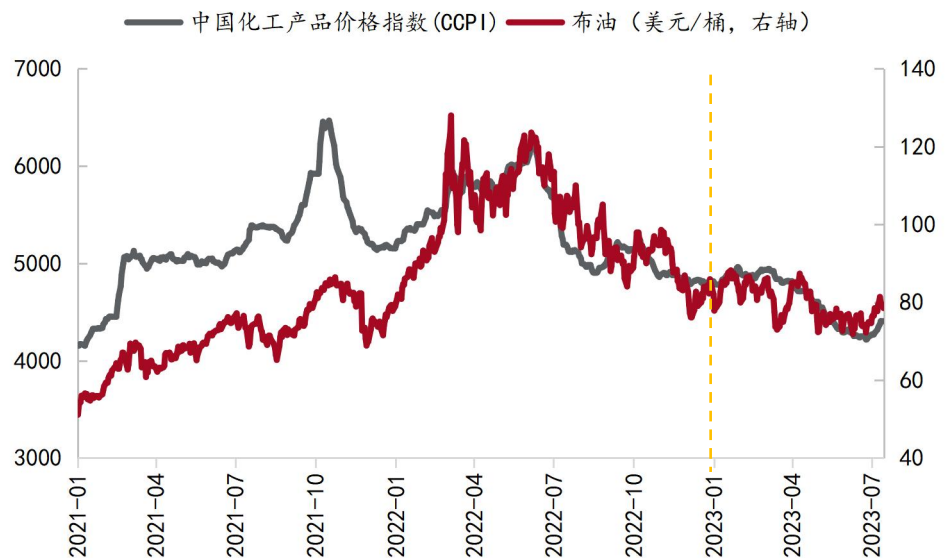
年，国际龙头企业已经开始兼并重组进程，从而提升资源和规模竞争力。举例来说，2021 年全球龙头企业 Galaxy 和 Orocobre 合并，成立 Allkem。2023 年，Allkem 拟和 Livent 合并，筹备新的合资公司。

## 8. 石油化工：供需失衡短期难改，景气度延续磨底

### 8.1 回顾：行业盈利筑底回暖，油品化工品表现分化

回顾上半年，石油化工行业的景气度变化基本符合我们年初展望“底部基本探明，盈利边际改善”的判断。开年以来，国际油价在 70-85 美元/桶的区间内窄幅震荡，上半年布伦特原油价格中枢 79.9 美元/桶，同比下降 24%，较去年下半年下降 14%，企业成本端压力明显缓解。不过在宏观经济回暖并不显著的情况下，化工品价格跟随油价同步回落，中国化工产品价格指数（CCPI）持续处于疫情以来的低位水平，与去年同期高通胀环境下的表现形成了鲜明的对比。尤其是进入二季度需求复苏的乐观预期被证伪后，化工品价格便呈现单边下行的态势。不过，上半年 CCPI 均值的环比降幅（7%）略低于国际油价，这表明产品价差有所修复，行业景气度并未在去年四季度历史底部的基础上进一步恶化。

图 60：中国化工产品价格指数 CCPI 及油价趋势



资料来源：Wind，招商银行研究院

从目前已披露的半年报或业绩预告来看，行业盈利逐季改善的预期也得到了验证。绝大多数企业都已走出去年四季度巨幅亏损的泥潭，并在今年二季度实现了单季净利润扭亏为盈。不过由于供需失衡之下核心产品价差修复不及预期，叠加去年同期出口强劲带来的高基数，主要上市公司的净利润同比仍然呈现大幅下滑。



表 2：石油化工主要上市公司半年报/业绩预告情况

上市公司	归母净利润 (亿元)	同比增速	22Q4 归母净利润 (亿元)	23Q1 归母净利润 (亿元)	23Q2 归母净利润 (亿元)
荣盛石化	-12 - -11	-123% - -121%	-21.10	-14.68	2.68 - 3.68
恒力石化	30.50	-62%	-37.68	10.17	20.33
上海石化	-11 - -9	-152% - -106%	-8.69	-1.63	-9.37 - -7.37
恒逸石化	0.6 - 0.8	-97% - -96%	-23.97	0.35	0.25 - 0.45
卫星化学	18.43	-34.13%	0.46	7.07	11.36

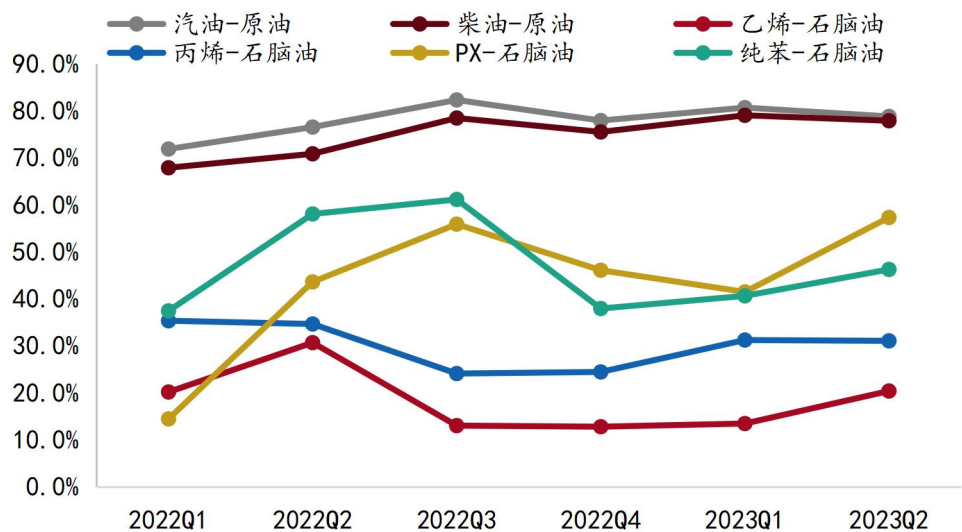
资料来源：Wind，招商银行研究院

从炼化产品来看，上半年成品油、烯烃、芳烃三大领域的表现存在分化。

(1) 成品油方面，得益于国内交通出行全面恢复正常，上半年需求快速增长。1-5 月国内成品油表观消费量达到 1.55 亿吨，同比增长 12%。强需求下汽柴油出厂价与原油之间的价差始终处于历史前 20%分位数。据百川盈孚统计，上半年汽柴油裂解价差均价分别为 1306 元/吨、1018 元/吨，同比分别增长 72%、53%。量价的同步改善使得成品油成为上半年炼厂表现最为亮眼的板块。

(2) 芳烃方面，由于三方面利好带来的供需差修复，对二甲苯（PX）从二季度开始回暖。一是二季度装置进入集中检修期，叠加新增产能投产进度不及预期，供给端出现缩量；二是下游 PTA 新增产能高达 1000 万吨，有效支撑了 PX 的需求；三是终端纺织服装于 6 月开始出现消费复苏的迹象，涤纶长丝持续去库。(3) 烯烃方面，产能的高速扩张以及房地产市场的持续疲软使得以聚烯烃为代表的基础化工品成为上半年业绩的最大拖累项。截至二季度末，烯烃价差并未显著回暖，仍处于历史较低分位，需求增速也相对平淡。

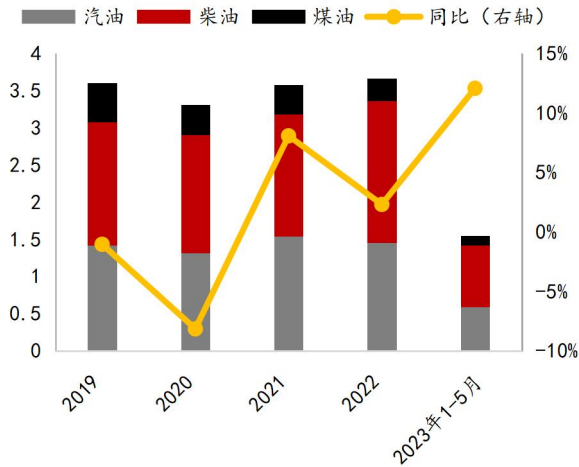
图 61：石油化工主要产品价差历史分位数变化趋势



资料来源：兴业证券化工品价格价差与库存开工数据库，招商银行研究院

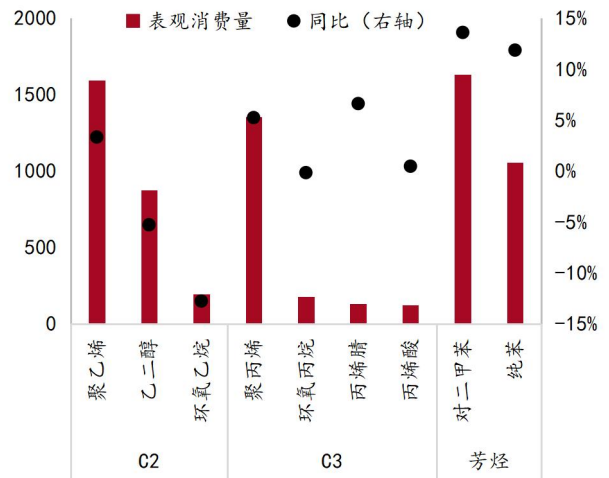


图 62：国内成品油消费量变化趋势（亿吨）



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 63：1-5 月主要石化产品表观消费量（万吨）



资料来源：卓创资讯，百川盈孚，招商银行研究院

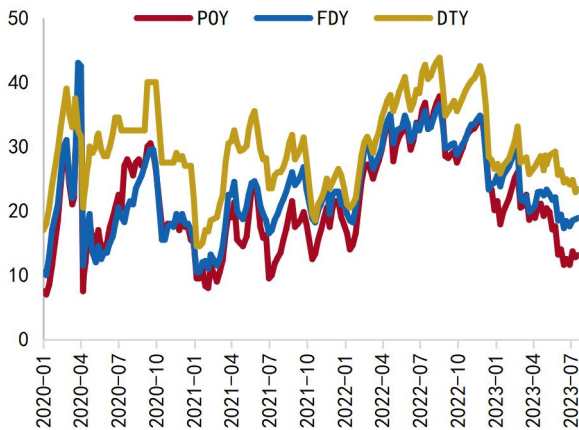
## 8.2 展望：全年盈利有望恢复增长，扩能削弱修复预期

展望下半年，石油化工行业即将在三季度迎来传统旺季，景气度有望进一步改善。但在进入四季度后，基础化工品产能集中释放，如果以房地产为核心的下游需求复苏动力不足，那么景气度掉头向下将成为大概率事件。不过在去年同期历史底部的衬托下，盈利同比增幅仍有显著提升。全年来看，我们认为行业利润有望恢复正增长，但反弹力度不大，产能周期下行业的景气磨底阶段尚未结束，周期拐点仍需等待。

成本方面，下半年国际油价存在抬头预期。随着美联储加息进入尾声，大宗商品市场受到的冲击逐渐减弱，供需基本面成为决定油价走势的主导因素。虽然当前全球经济复苏增速缓慢，但在 OPEC+ 前期减产挺价以及美国原油库存偏低的影响下，全球原油供给格局偏紧。预计布伦特原油价格中枢将小幅上移至 85 美元左右，对化工品价格将形成一定的支撑。

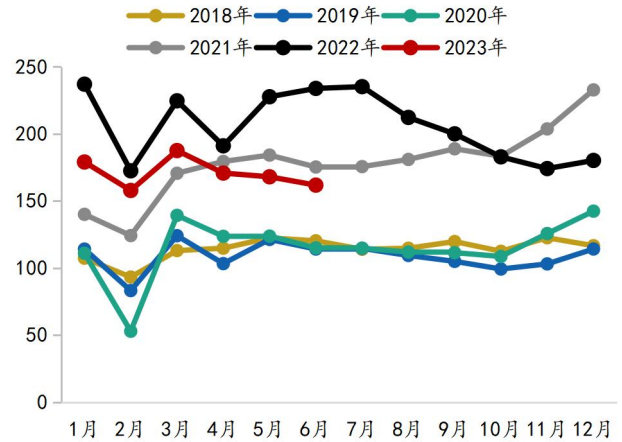
需求方面，下半年（主要是三季度）芳烃及其下游产品有望接棒成品油成为内需改善的主要板块。得益于国内纺服消费复苏以及海外库存得到一定去化，涤纶长丝在 6 月呈现出“淡季不淡”的迹象，开工率攀升到历史同期高位，POY、FDY、DTY 加速去库存。展望下半年，随着传统需求旺季的到来，芳烃上下游产品的需求有望进一步改善。考虑到油价震荡上行、终端市场需求稳定，成品油在下半年有望延续平稳运行的态势。烯烃板块需求改善难度较大，需等待地产、家电、汽车等领域出台更为有效的刺激政策。至于因通胀加息而受到压制的海外需求，下半年则有望逐步释放，预计化工品出口金额将在三季度重新进入增长区间。综上所述，随着宏观经济的缓慢修复，下半年化工品内外需都存在边际改善预期，但趋势是否稳固仍存在较大的不确定性。

图 64：涤纶长丝库存天数



资料来源：Wind，招商银行研究院

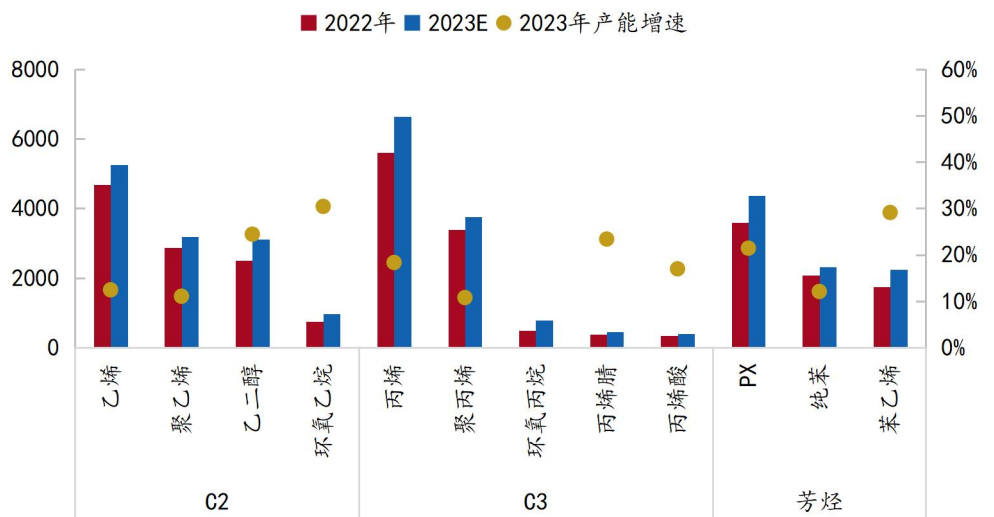
图 65：近 5 年化工产品出口金额情况 (亿美元)



资料来源：Wind，招商银行研究院

供给方面，2023 年主要石化产品产能仍然延续扩张态势。除了 PX、丙烯酸等少数产品下半年已无投产计划以外，大多数产品的扩能节奏进一步加快。其中，环氧丙烷、环氧乙烷、乙二醇、丙烯腈等产品全年的产能增速都有望达到 20% 以上。在需求弱复苏的背景下，产能过剩加剧无疑给行业景气度修复蒙上了一层阴影。中长期来看，供给因素仍将是行业回暖最大的拦路虎。此轮由炼化一体化带动、因疫情而延误的产能周期将延续到 2024 年底或 2025 年初，未来仍需要较长的时间消化。

图 66：石油化工主要产品 2023 年产能变化情况 (万吨)



资料来源：卓创资讯，招商银行研究院



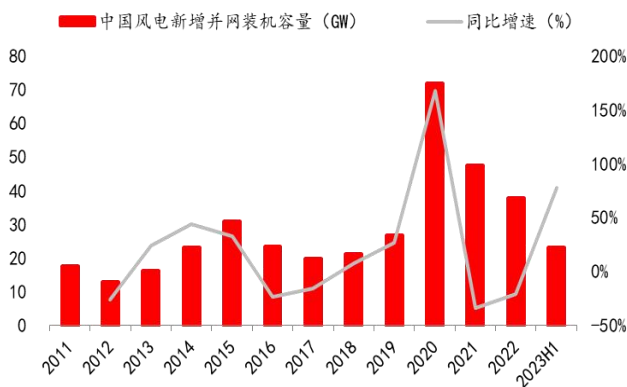


## 9. 风电光伏：全年风光新增装机规模总和或将突破200GW

### 9.1 风电：新增装机规模增速回升明显，全年高增确定性强

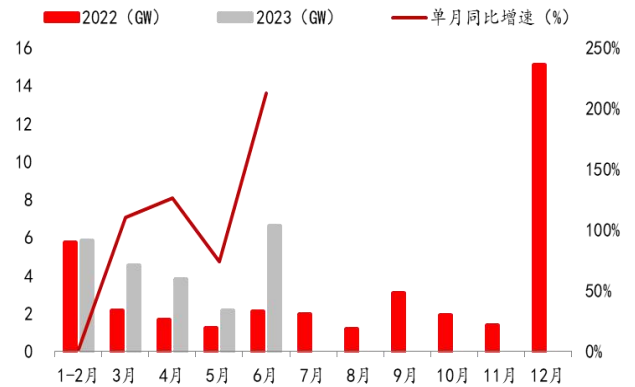
今年上半年风电新增装机规模增速大幅回升，下半年或进入装机旺季，全年基本确定高增。2023年1-6月份，国内风电新增并网装机容量达22.99GW，同比增速为77.70%，风电新增装机增速出现了大幅回升，同时从产业链制造端主要企业的排产情况也基本能够印证风电装机需求的旺盛。从单月装机容量来看，一季度整体尚处于温和复苏阶段，进入二季度后风电单月装机开始提速。按照往年风电装机节奏的惯例，下半年尤其是三季度末至四季度末期间是新增装机的旺季，因此今年上半年的新增装机已经超过了去年前11个月的水平，全年的高增长趋势毋庸置疑。我们预计全年或将实现陆风新增装机50GW左右，海风新增装机在6-8GW左右。

图 67：中国风电新增并网装机容量及增速情况



资料来源：国家能源局、招商银行研究院

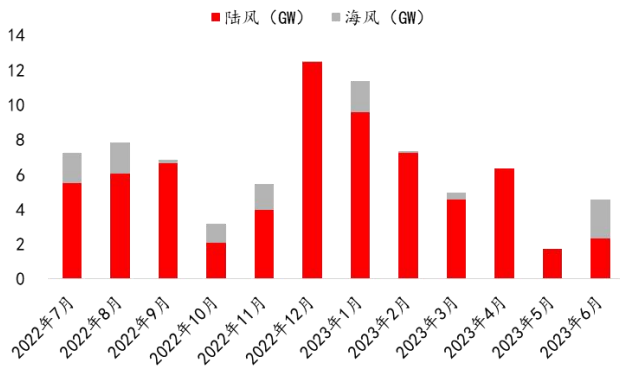
图 68：风电单月新增装机容量及同比增速情况



资料来源：中电联、招商银行研究院

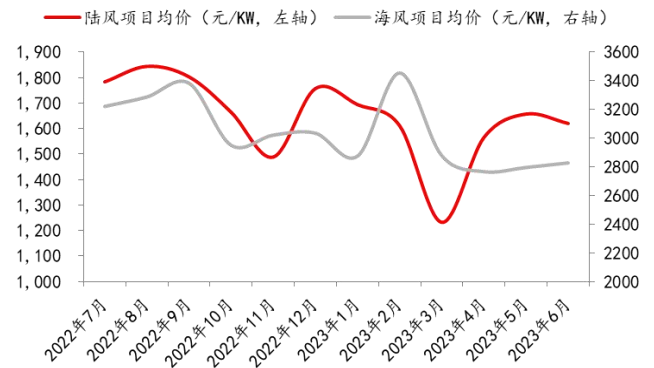
上半年国内风电招标市场维持高位，海风招标于6月份开始重启上量，中标价格近期趋稳。2023年1-6月份风电累计招标容量达到36.24GW，同比下降29.5%，尽管同比增速下滑但招标的绝对体量仍维持高位。海上风电的风机设备招标受项目建设周期影响在今年2-5月份基本出于停滞状态，随着广东省海上风电的竞配方案发布，上网电价不作为竞配要素，执行当地的脱硫燃煤指导价，这向整个海风市场释放了一定的积极信号，6月份开始海风当月新增招标容量达到了2.2GW。2023年6月，陆上风电项目风机中标均价在1620元/KW（不含塔筒），从过去一年的中标价格情况来看处于底部震荡；海上风电项目风机中标均价为2827元/KW（不含塔筒），该价格较去年下降显著。

图 69：2022 年 7 月至今风电设备单月招标情况



资料来源：锐轩咨询、招商银行研究院

图 70：2022 年 7 月至今风电项目中标均价



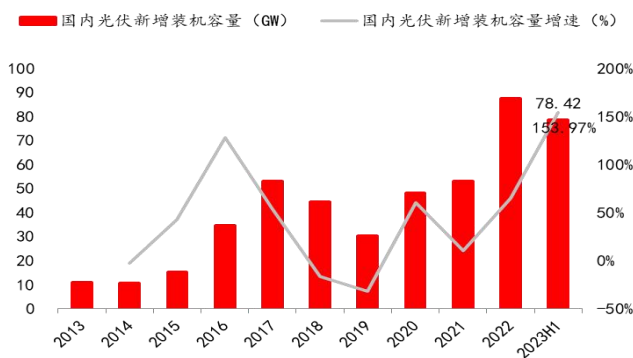
资料来源：锐轩咨询、招商银行研究院

注：图中数据为不含塔筒价格

## 9.2 光伏：全年装机可能再超预期，出口动能存在不确定性，硅料过剩压力仍存

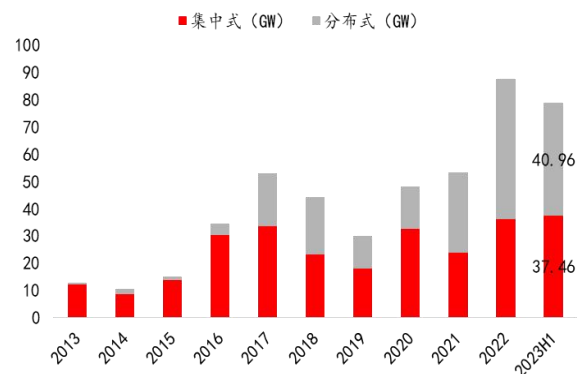
2023 年上半年国内光伏新增装机规模实现超预期增长，预计全年仍存在超预期的可能。2023 年 1-6 月份，国内光伏新增装机容量达 78.42GW，同比增速高达 153.97%，今年上半年的新增装机规模已经接近去年全年的装机，大幅超出市场预期。国内光伏的新增装机规模的高增与“十四五”国内第一批风光大基地项目加速投产并网、分布式维持高增、供应链价格快速下行刺激终端装机需求等因素有关。展望全年，随着供应链价格快速触底企稳，光伏潜在装机需求有效释放，全年装机规模存在超预期可能，我们暂时将年初国内光伏全年新增装机预测上调至 140-150GW 左右。

图 71：国内光伏新增装机容量及增速情况



资料来源：国家能源局、招商银行研究院

图 72：国内集中式和分布式光伏新增装机情况

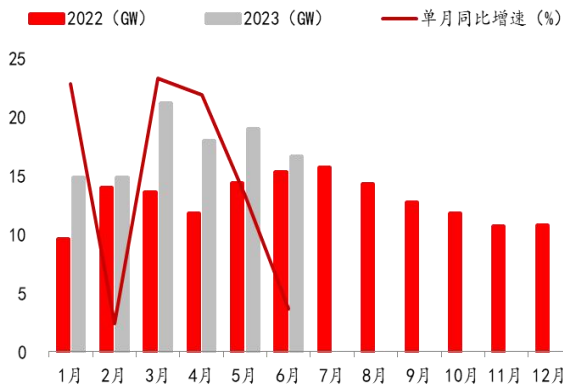


资料来源：国家能源局、招商银行研究院

上半年光伏产品出口情况整体良好，出口动能下半年存在一定不确定性。2023 年 1-6 月中国光伏组件累计出口量达到 104.51GW，同比增长 32.8%，

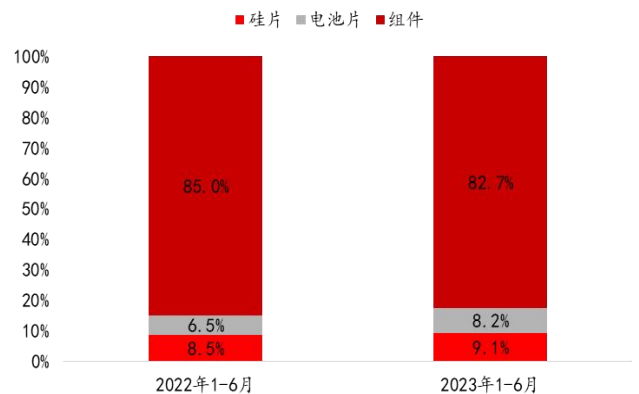
上半年光伏组件累计出口增速保持高位表明海外市场需求旺盛，但 6 月份单月组件出口增速回落至 9% 左右的低位，海外市场组件库存的消化情况未来值得关注。国内光伏主要产品（硅片、电池片和组件）出口总额大约超过 290 亿美元，同比增长 13% 左右，国内组件厂商海外本地化的组件产能扩张布局，带动了国内电池片和硅片的出口需求。往后看，出口情况在下半年受海外市场前期进口组件库存安装消化、土地、电网消纳等因素影响，不排除会出现类似去年下半年出口动能偏弱的可能。

图 73：2023H1 中国光伏组件出口情况



资料来源：海关总署、招商银行研究院

图 74：国内光伏主要产品出口金额占比情况



资料来源：CPIA、招商银行研究院

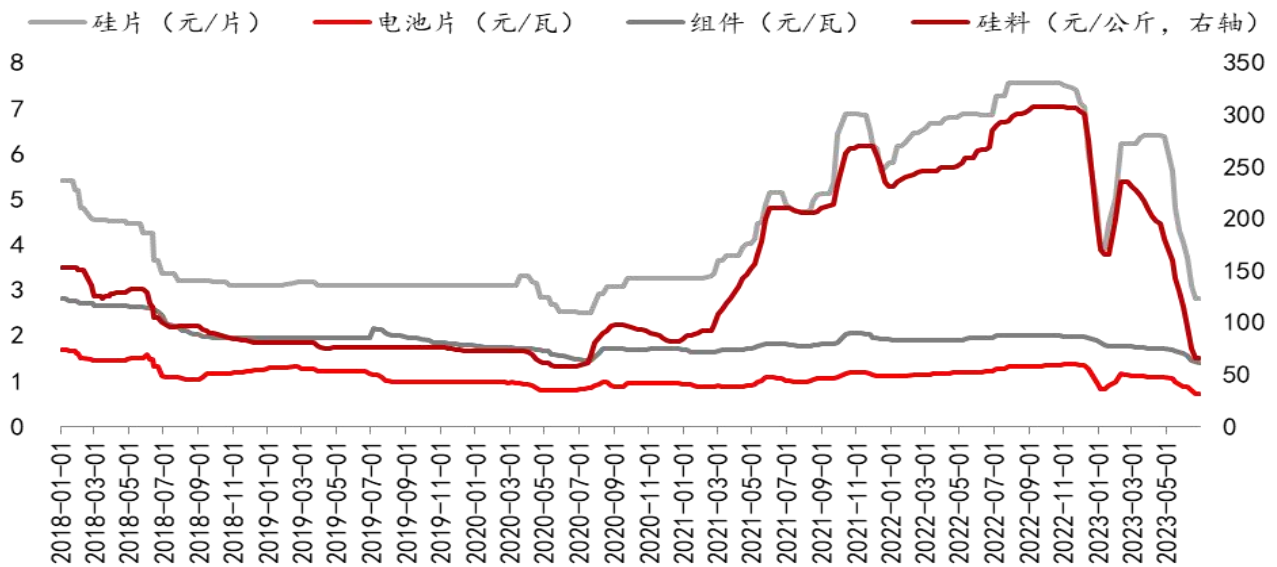
光伏制造产业链方面，上游原材料硅料价格在上半年经历了快速下滑，由此供应链价格迎来了快速触底。展望下半年硅料价格短期趋稳，但随着新增产能持续投放过剩压力犹存，价格上不排除存在进一步下跌突破上半年底部的可能，电池片和一体化组件环节是价格下行周期中盈利相对较好的部分。

**硅料过剩压力初显，价格快速触底，下半年价格下行压力仍存，N 型和 P 型料走势存在分化。**今年上半年硅料价格在经历春节后的短暂反弹后，从 3 月份开始单月 12 万吨的产量基本能够满足终端用料需求，其价格再次步入下行区间；在龙头硅片厂商持续地降价加速高价料周转的策略下，硅料价格下行曲线也开始逐步变陡，叠加市场上一些低品质硅料厂商急于降价出货加速了硅料价格下行的节奏。硅料价格在 6 月份实现了快速触底，近期略有反弹至 60-70 元每公斤的水平，而 6 月份的价格低点基本逼近了二线硅料厂商的成本线。展望下半年，根据我们年初对于全年硅料新增产能释放进度的预测，下半年新增的有效产能将近 60-70 万吨左右，并且前期投产的项目大概率不会停止，因此硅料过剩的压力可能更大，价格可能还有下探的空间，但从绝对值上看下降的空间也相对有限。同时随着下半年行业内新增的 N 型电池片有效产能持续增加，未来对于 N 型硅料的用料需求存在较大增长，N 型和 P 型硅料的价格可能会在保持一定价差的基础上逐步拉大。



电池片可能是产业链主链中盈利相对较好的环节。电池片环节中大尺寸 PERC 电池在上游硅料、硅片大幅降价的情况下价格向下的弹性相对较弱，在当前 N 型电池片产能处于爬坡阶段，大尺寸 PERC 电池仍然是供需两旺，稼动率也基本保持满产状态；N 型电池中 TOPCON 电池技术的性价比等优势也得到了头部组件厂商的认可，上半年隆基、中环等相继公布了其 TOPCON 电池的产能扩张计划，未来 N 型 TOPCON 电池相较 PERC 电池存在一定的溢价水平，新技术产品有望在产业链价格下行周期贡献业绩增长的亮点。

图 75：光伏制造产业链端主流产品一线厂商成交均价变化情况



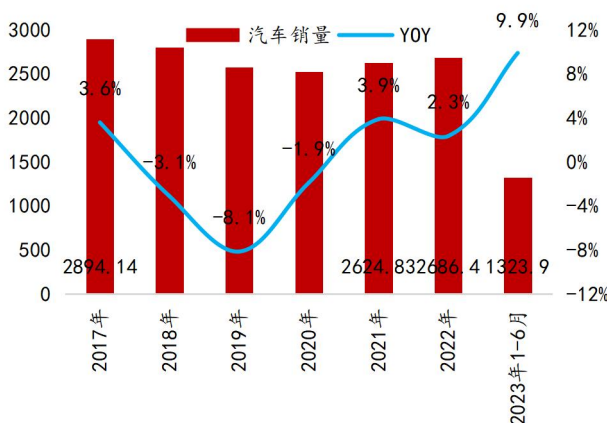
资料来源：SOLARZOOM、招商银行研究院



## 10. 汽车整车：自主加速崛起，出口呈现高景气

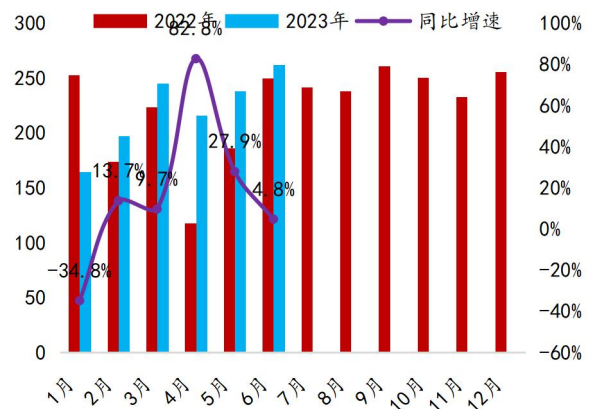
今年 1-6 月汽车销售呈现前低后高走势，上半年累计实现较高增长。今年一季度，我国汽车市场整体呈现负增长状态。主要原因系传统燃油车购置税优惠政策的退出、新能源汽车补贴的结束等造成去年底提前消费；年初以来为提升市场份额，特斯拉率先对旗下新能源车型降价，多数新能源品牌相继跟进；国六 b 将于今年 7 月 1 日正式施行，部分燃油车品牌纷纷掀起促销潮进行去库存，终端消费者持币观望情绪浓厚，导致汽车行业经济运行总体面临较大压力。进入二季度，汽车市场有明显好转。主要原因系中央和地方促消费政策推出、国六 b 排放标准实施有较长缓冲期、多地汽车营销活动、企业新车型大量上市，市场需求逐步恢复。叠加车企半年度节点冲量和去年 4、5 月基数相对偏低的影响，二季度汽车销售呈现较大增幅。上半年累计来看，我国汽车整体产销分别完成 1324.8 万辆和 1323.9 万辆，同比分别增长 9.3% 和 9.9%。

图 76：中国汽车年度销量及同比变化



资料来源：中汽协，招商银行研究院

图 77：中国汽车月度销量及同比变化



资料来源：中汽协，招商银行研究院

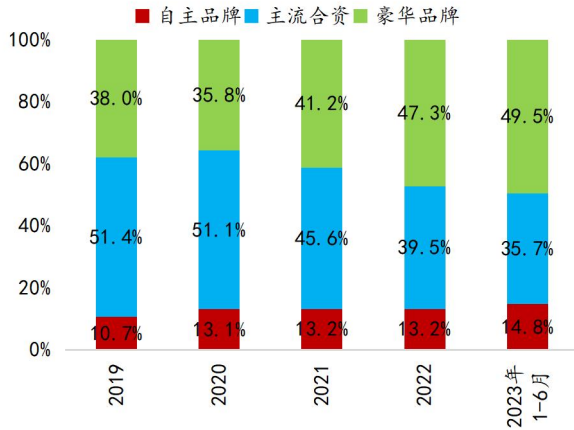
自主品牌占比持续提升，出口呈现高景气。从市场格局看，2023 年上半年豪华品牌占比 14.8%，比 2022 全年占比提升 1.6pct；合资品牌占比 35.7%，较 2022 全年下降 3.8pct；自主品牌占比 49.5%，较 2022 全年提升 2.2pct。自主品牌表现优异，新能源销量高增长，份额持续改善；合资品牌产品吸引力下滑，叠加电动化转型缓慢，份额持续下降。从出口数据看，2023 年上半年，国内汽车企业出口 214 万辆，同比增长 75.7%。分车型看，乘用车出口 178 万辆，同比增长 88.4%；商用车出口 36.1 万辆，同比增长 31.9%；新能源汽车出口 53.4 万辆，同比增长 1.6 倍。国内汽车产业在成本、效率、产业链等领域具有较强优势，出口市场呈现高景气状态，市场前景广阔。

前瞻地看，当前汽车下游需求已经出现比较明显的复苏迹象，叠加国家和地方促进汽车消费政策实施，有望进一步带动下半年汽车行业消费需求提升，



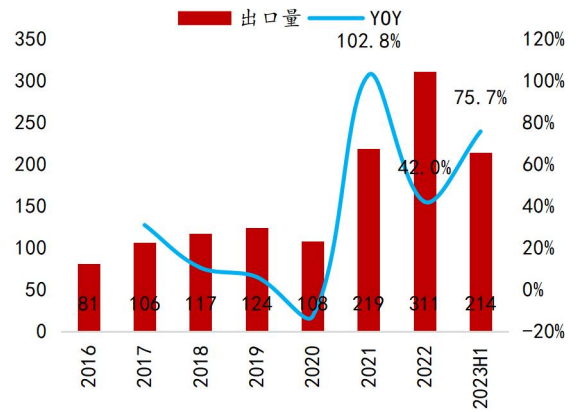
助力汽车销量维持较快增长。我们维持年初全年销量 2730 万辆（+2.0%）的预测。

图 78：中国乘用车市场不同品牌份额变化



资料来源：乘联会，招商银行研究院

图 79：2016-2023 年中国汽车出口销量走势

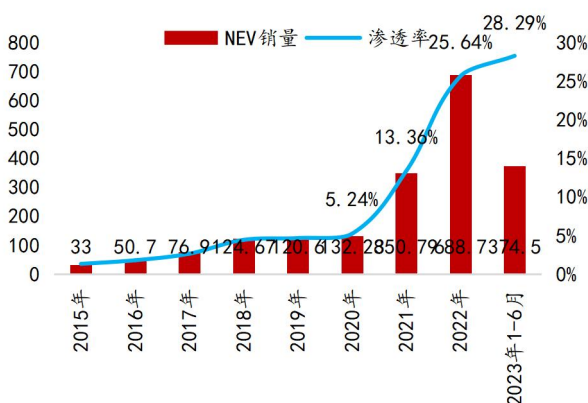


资料来源：乘联会，招商银行研究院

## 10.1 新能源汽车：销量增速回落，混动和出口表现亮眼

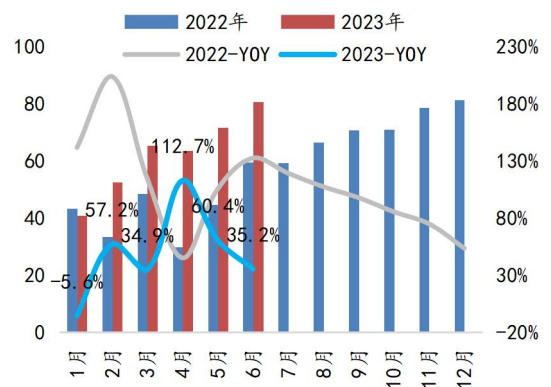
新能源车销量增速如期回落，渗透率持续提升。2023 年 1 季度，在新能源补贴退坡透支需求以及价格战扰动的影响下，新能源车销量仍保持稳健增长，新能源汽车累计销量达到 158.6 万辆，同比增长 26.2%，渗透率为 26.1%。2023 年二季度，由于去年同期基数较低，新能源汽车销量实现同比高增。上半年累计来看，新能源汽车销量达 374.7 万辆，同比增长 44.1%，增速有所回落，渗透率达到 28.3%，比去年同期提升 6.7pct。

图 80：中国新能源汽车年度销量及渗透率



资料来源：中汽协，招商银行研究院

图 81：中国新能源汽车月度销量及同比增速



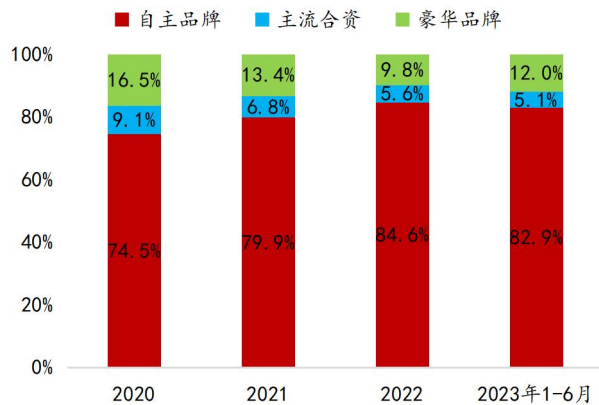
资料来源：中汽协，招商银行研究院

新能源汽车市场中自主品牌仍占主导，合资品牌仍显弱势。从品牌份额来看，2023 年上半年自主品牌占比 82.9%，比 2022 年全年占比略微下降 1.7pct；



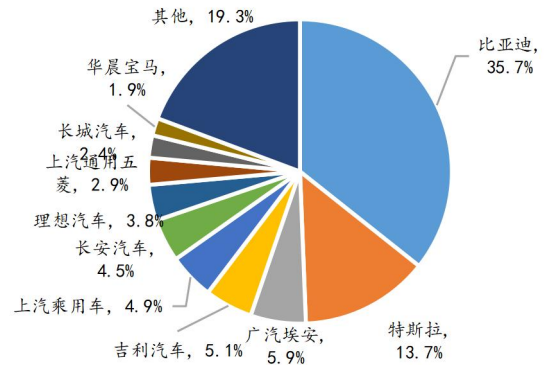
合资品牌占比 5.1%，较 2022 全年下降 0.5pct；豪华品牌占比 12.0%，较 2022 全年提升 2.2pct。从市场格局来看，2023 年 1-5 月新能源汽车销量 CR10 合计 225.4 万辆，同比增长 19.3%，占新能源汽车总销量的 80.7%，高于上年同期 8pct。销量排名前五的车企分别为比亚迪、特斯拉、广汽埃安、吉利和上汽乘用车，市场份额分别为 35.7%、13.7%、5.9%、5.1%和 4.9%。

图 82：中国新能源乘用车不同品牌份额变化



资料来源：乘联会，招商银行研究院

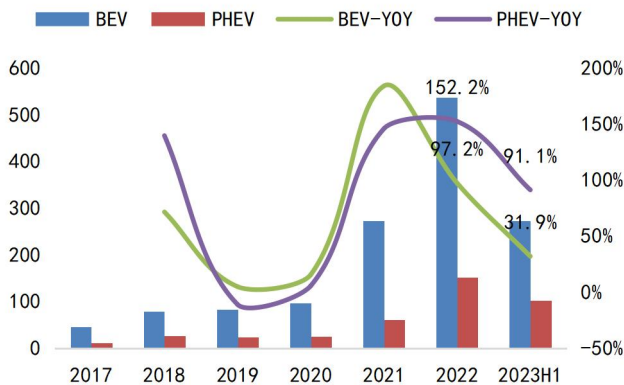
图 83：2023 年 1-5 月中国新能源车市场格局



资料来源：乘联会，招商银行研究院

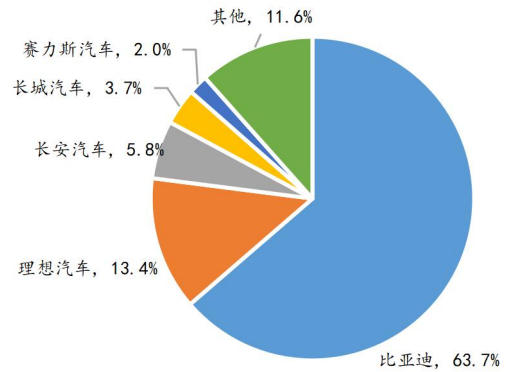
**插电混动车增速超过纯电动汽车，是自主引领的新赛道。**2023 年上半年，BEV（纯电动乘用车）销量为 271.9 万辆，同比增速为 31.9%；而 PHEV（插电式混合动力）销量为 102.5 万辆，同比增长 91.1%，明显高于 BEV 增速。竞争格局方面，PHEV 车型中自主品牌的市场份额超过 94%，其中比亚迪占据中国 PHEV 市场 63.7% 的份额，处于行业引领地位。插电混动持续高增长主要有两个原因：（1）供给方面：混动搭载电池电量较小，碳酸锂价格波动对混动车型的成本影响偏弱，传统燃油车企想通过发力混动实现电动化转型。（2）需求方面：续航与补能焦虑缓解与低油耗强动力车型推出驱使混动市场高速发展。

图 84: BEV 和 PHEV 销量及增速 (万辆, %)



资料来源: 中汽协, 招商银行研究院

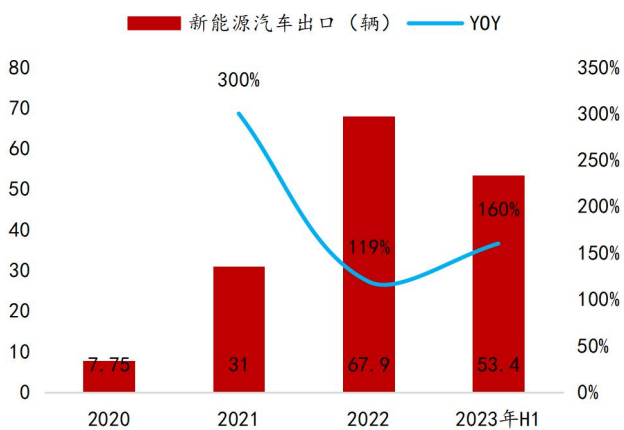
图 85: 2023 年 1-5 月中国 PHEV 竞争格局



资料来源: 中汽协, 招商银行研究院

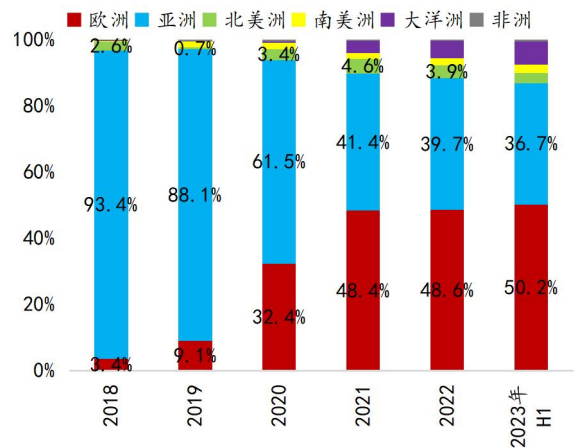
新能源汽车出口保持高增速，出口质量持续提升。从出口数量来看，据中汽协数据，22021/2022/2023H1 国内新能源汽车出口量分别实现 31/67.9/53.4 万辆，同比增速分别为 300%/119%/160%，维持较高增速。从出口地区来看，欧洲的市场占比呈现明显提升的态势，主要系欧洲发达国家的整体消费能力较高且需求更为稳定。

图 86: 2016-2023 年中国汽车出口销量走势



资料来源: 中汽协, 招商银行研究院

图 87: 2018~2023 新能源汽车出口地区占比



资料来源: 中汽协, 招商银行研究院

前瞻地看，我国新能源汽车产业发展中长期向好趋势不变。政策方面，虽然新能源补贴已完全退出，但 6 月国常会指出要延续和优化新能源汽车车辆购置税减免政策，有望助力新能源汽车行业维持快速发展。内需方面，各地方出台新能源汽车消费优惠和新能源汽车下乡活动，县乡地区的新能源汽车消费需求有望得到提升并进一步带动新能源渗透率的增长。外需方面，海外新能源汽车市场较国内发展缓慢，海外广阔的蓝海市场吸引国内企业加速新能源汽车产

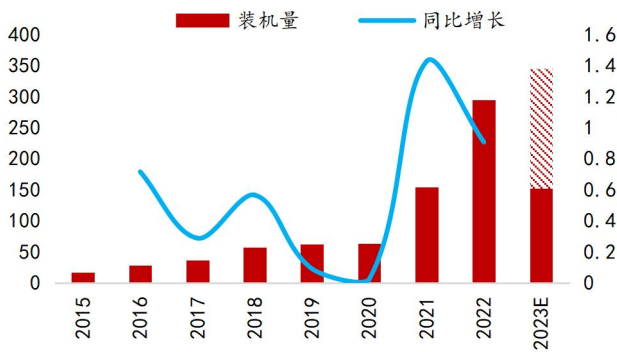


品的出口。我们维持年初新能源汽车年销量 850 万辆的预测（其中新能源乘用车销量预计超过 800 万辆），全年同比增速预计回落至 30%。

## 10.2 动力电池：产能结构过剩，投资明显降速

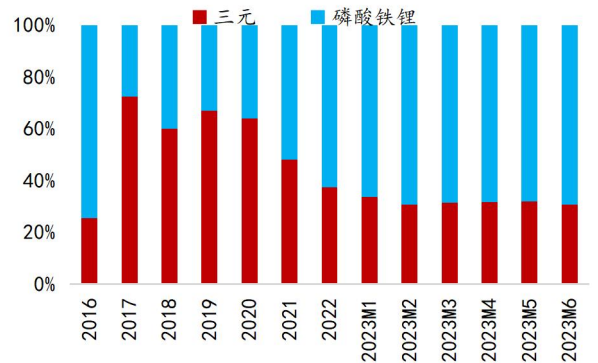
动力电池行业属于新能源汽车产业链中游环节，行业景气度随下游新能源汽车行业波动。今年上半年新能源汽车销量增速回落，动力电池装机量增速相应回落。从装机量上看，2023 年上半年，我国动力电池累计装机量达 152.1GWh，增速回落至 38.1%。从电池类型看，三元电池累计装机量 48.0GWh，占总装机量的 31.5%，累计同比增长 5.2%；磷酸铁锂电池累计装机量 103.9GWh，占总装车量 68.3%，累计同比增长 61.5%。

图 88：中国动力电池 2015-2022 装机量 (GWh)



资料来源：中国动力电池产业创新联盟，招商银行研究院

图 89：三元与磷酸铁锂电池装机占比变化

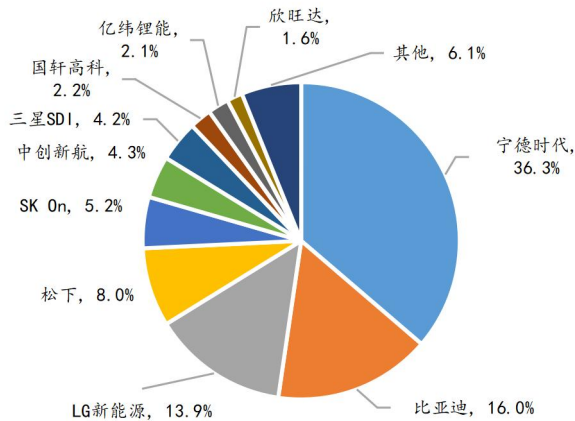


资料来源：中国动力电池产业创新联盟，招商银行研究院

中国主导全球动力电池市场，国内呈现“两强争霸”新格局。从全球市场看，受益于国内完备的动力电池产业链以及庞大的新能源汽车市场空间，全球动力电池装机量前十大企业中国内企业占据 6 席，合计占据全球 62.6% 的市场份额。其中宁德时代与国内外多家主流车企有供货协议，其占据全球 36.3% 的市场份额，比 2022 年全年进一步提升 1.7pct。从国内市场看，2023 年上半年，动力电池市场集中度进一步提升，CR2/CR5/CR10 占比分别为 73.3%/89.9%/97.6%，相比 2022 年全年分别提升 1.6pct/4.6pct/2.6pct。宁德时代市场份额为 43.4%，相比去年全年下降 4.8pct；比亚迪凭借自身新能源汽车销量爆发式增长，市场份额达到 29.9%，相比去年全年还提升了 6.4pct。二线优质电池企业中创新航和亿纬锂能的份额也有小幅提升，符合我们前期关于优质二线电池企业崛起的判断。

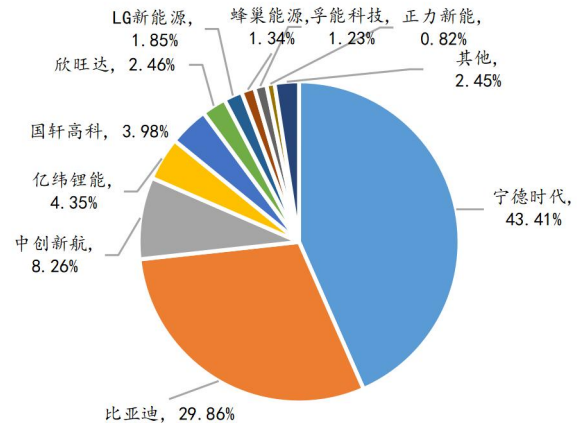


图 90：2023 年 1-5 月全球动力电池装机量格局



资料来源：SNE Research，招商银行研究院

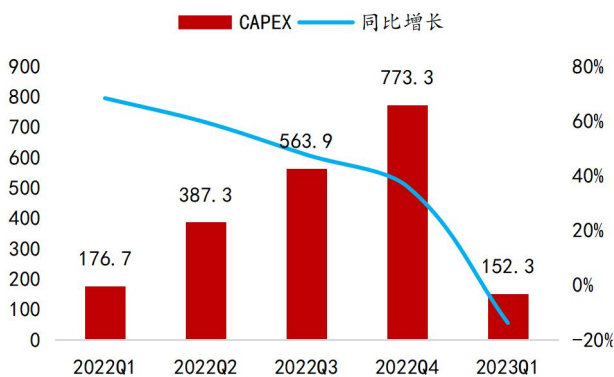
图 91：2023 年 H1 中国动力电池装机量格局



资料来源：中国动力电池产业联盟，招商银行研究院

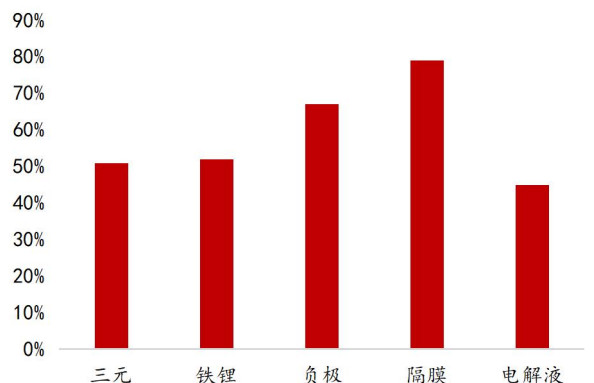
产业链各环节产能利用率偏低，动力电池产能投资明显降速。动力电池中游材料环节产能利用率偏低，据隆众咨询数据，除隔膜外其余各材料 2023 年 6 月产能利用率均低于 70%，三元正极、磷酸铁锂正极和电解液的产能利用率分别为 51%、52%和 45%。2022 年 Q1 动力电池 CAPEX 同比大幅增长至 68.3%，而 2023 年 Q1 电池环节 CAPEX 投入明显下降，同比增长至-13.8%。产业链投资降速的主要原因如下：从需求端来看，2023 年我国新能源汽车增速将回落至 30~40%，对应动力电池需求量约为 400GWh。从供给端来看，据公开数据显示，我国动力电池企业宣称规划产能 5083.1GWh，根据中国汽车动力电池产业创新联盟统计数据显示，2022 年底我国动力电池企业已建成 935.8GWh 产线，其中，国内主流电池企业的现有有效产能为 517.5GWh。产能整体表现为结构性过剩，低端产能闲置、高端产能供不应求。主流车企更愿意与龙头电池企业合作保证电池供应，龙头企业产能供不应求，而早期建成的产能，因技术迭代和产品更新快，将逐渐被市场淘汰。

图 92：动力电池环节 CAPEX 投入及增速



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 93：2023 年 6 月电池材料环节产能利用率



资料来源：隆众资讯，招商银行研究院

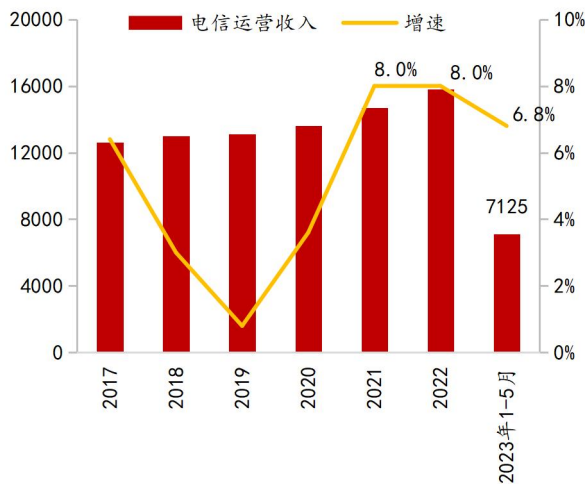




## 11. 通信：电信运营盈利提升，数字经济高质量发展

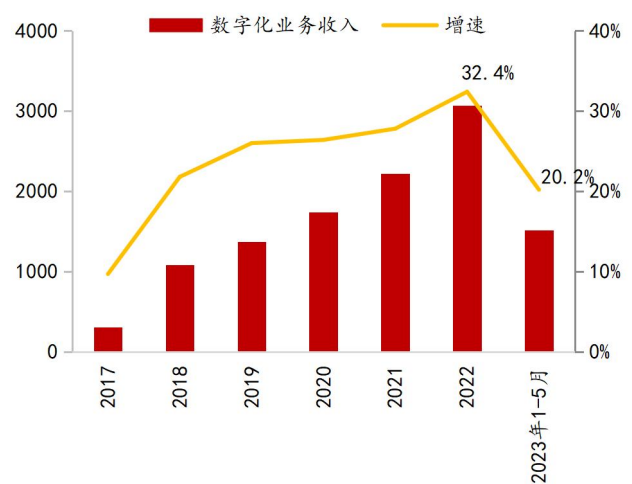
电信运营行业保持高质量发展，数字化业务占据重要地位。2023年1-5月，我国电信运营业务收入达到7125亿元，同比增长6.8%，保持较高增长水平。其中，固定互联网宽带、移动数据流量等传统电信业务平稳增长，云计算、大数据、数据中心等数字化业务快速发展，2023年1-5月数字化业务实现相关业务收入1519亿元，同比增长20.2%，在电信运营业务收入占比提升至21.3%。其中，云计算、大数据、物联网业务同比增长分别为46.6%、47.3%和25.1%。受益于数字化业务和光纤宽带升级，预计2023年电信运营业务保持6%的增速水平，数字化业务保持20%以上的高增长水平。

图 94：国内电信运营业务收入（亿元）



资料来源：工信部，招商银行研究院

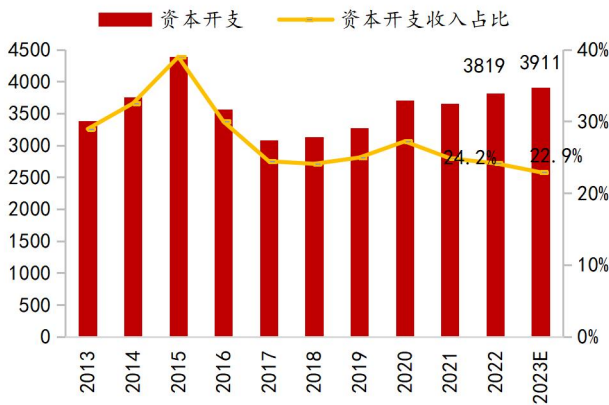
图 95：国内电信运营数字化业务收入（亿元）



资料来源：工信部，招商银行研究院

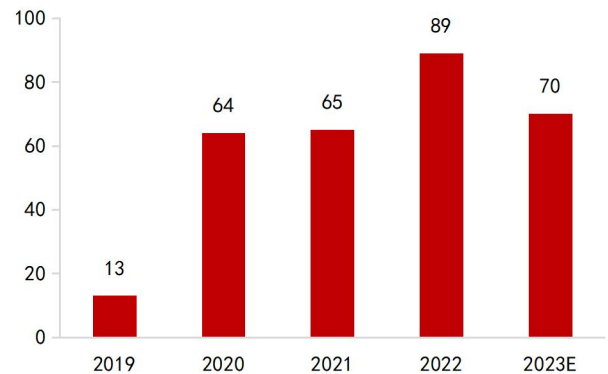
**2023 年电信运营商资本开支超预期，数字化业务成为重要增长点。**2022 年是电信运营商 5G 投资高峰的最后一年，总资本开支约 3819 亿元，资本开支收入占比约 24.2%。2023 年电信运营商资本开支超预期，尽管 5G 资本开支下降，但数字化相关资本投入加大，带动全年资本开支达 3911 亿元，同比增长 2.4%，资本开支收入占比 22.9%。其中，中国移动 2023 年资本开支预计为 1832 亿元，同比下降 1.1%；中国电信 2023 年资本开支预计为 990 亿元，同比增长 7.0%；中国联通 2023 年资本开支预计约 769 亿元，同比增长 3.6%。从 5G 基站建设来看，2022 年新建 5G 基站 89 万站，远超年初规划的 67 万站。截至 2023 年 5 月末，年内已建成 5G 基站 53 万站，5G 基站总数达 284.4 万站，预计 2023 年新建 5G 基站 70 万站。考虑到电信运营商 5G 基础网络覆盖完成，电信运营商资本开支中 5G 网络投资将呈现逐年下降的趋势。

图 96：国内电信运营商资本开支（亿元）



资料来源：Wind，运营商公告，招商银行研究院

图 97：国内 5G 基站建设规模（万站）



资料来源：工信部，招商银行研究院

**持续推动数字化转型，探索“数字经济蓝海”。**从业务收入来看，得益于数据中心、云计算、大数据等新兴业务快速发展，电信运营商的数字化业务收入正成为第二增长曲线，三大运营商的云计算业务收入实现连续三年增速超 100%，增速远超国内其他云服务厂商。从资本开支流向来看，国内多家公司相继发布人工智能大模型，对于算力需求猛增，三大运营商加大算力方面的投入，加速算网能力与业务创新融合，促进规模发展和价值变现。2023 年，中国移动预计算力投入 452 亿元，同比增长 35%；中国电信预计算力投入 195 亿元，同比增长 39%；中国联通预计算力投入 149 亿元，同比增长超过 20%。

表 3：中国移动资本开支显示数字化投入加大

类别	2022 年全年完成	2023 年全年完成	增速变化
连接	1171 亿元	1029 亿元	-12.1%
其中：5G 连接	960 亿元	830 亿元	-13.5%
算力	335 亿元	452 亿元	34.9%
能力	134 亿元	141 亿元	5.2%
基础	212 亿元	210 亿元	-1.0%

资料来源：中国移动、招商银行研究院

**“双千兆”渗透率持续提升，5G 红利效应减弱。**截至 2023 年 5 月末，三大运营商的移动电话用户总数达 17.08 亿户，比上年末净增 2445 万户。其中，5G 移动电话用户达 6.51 亿户，比上年末净增 9073 万户，渗透率 38.1%。截至 2023 年 5 月末，三大运营商固定互联网宽带接入用户总数达 6.11 亿户，比上年末净增 2143 万户。其中，千兆及以上接入速率的固定互联网宽带接入用户达 1.21 亿户，渗透率 19.8%。“双千兆”渗透率依然有提升空间，但 5G 红利效应减弱，长尾用户价值量低，2023 年 1-5 月移动数据流量业务收入 2770 亿元，同比仅增长 0.6%。预计 2023 年底 5G 用户渗透率达 42%，千兆宽带用户占比有望达 21%。



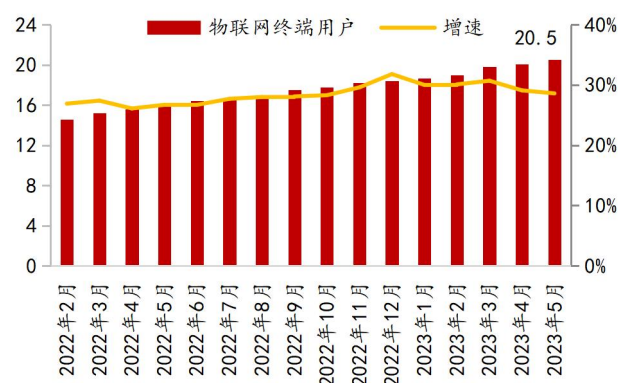
“物超人”步伐持续加快，电信运营商逐步进入物联网时代。三大运营商的蜂窝物联网用户规模持续快速扩大，截至 2023 年 5 月末，三家基础电信企业发展蜂窝物联网终端用户 20.51 亿户，比上年末净增 2.06 亿户。蜂窝物联网终端用户规模超过移动电话用户 3.43 亿户，占移动网络终端连接数的比重已达 54.6%。目前物联网终端主要应用于智慧公共事业、智能制造、智慧交通等领域，随着物联网连接规模的持续快速增长，物联网业务逐步成为电信运营商收入增长的重要一环。

图 98：千兆宽带用户规模快速扩大（万户）



资料来源：工信部，招商银行研究院

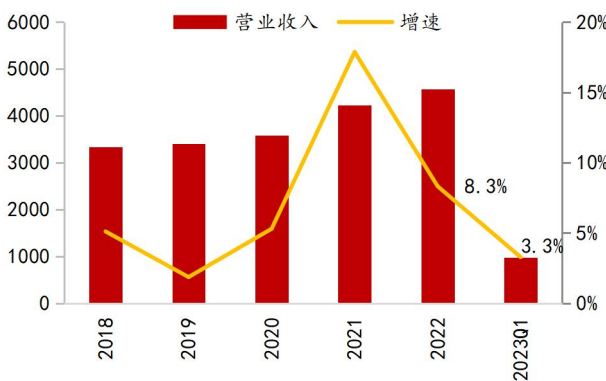
图 99：物联网连接保持高速增长（亿户）



资料来源：工信部，招商银行研究院

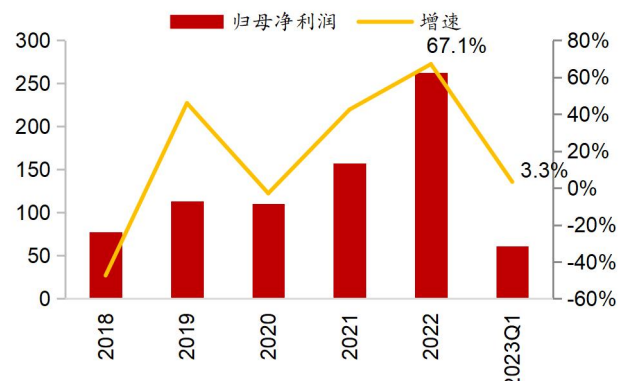
通信设备公司营收利润保持平稳，网络和算力公司增长结构性变化。2023 年上半年，受到电信运营商 5G 基站建设超预期影响，国内通信设备公司在 2023 年一季度依然保持正增长。以申万通信设备行业分类统计，2023 年 Q1 营业收入 978 亿元，同比增长 3.3%；2023 年 Q1 归母净利润 61.3 亿元，同比增长 3.3%。随着国内电信运营商网络设备资本开支逐步收缩，算力相关数字化资本开支加大，预计 2023 全年通信设备行业收入和利润与 2022 年持平，其中网络通信设备公司收入下降约 12%，算力服务器光通信设备公司收入增长约 15%。

图 100：通信设备行业公司营业收入（亿元）



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 101：通信设备行业公司归母净利润（亿元）



资料来源：Wind，招商银行研究院



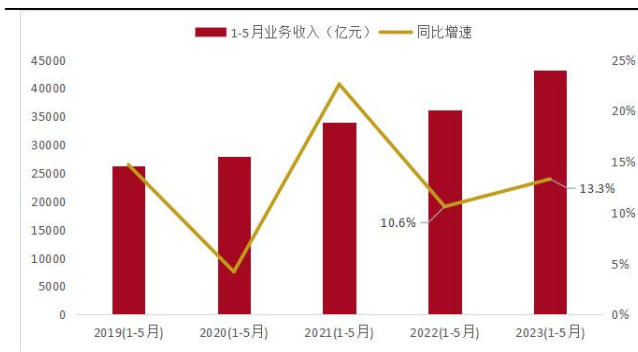
## 12. 软件：上半年如预期迎来拐点，AI 技术突破及宏观经济向好将推动行业持续繁荣

### 12.1 回顾：上半年行业收入增速上升，成本增速下降，利润增速大幅回升，如我们预期迎来拐点

据工信部统计，2023 年 1-5 月份，我国软件行业收入总额 43238 亿元，同比增长 13.3%；利润总额 4922 亿元，同比增长 12.2%。

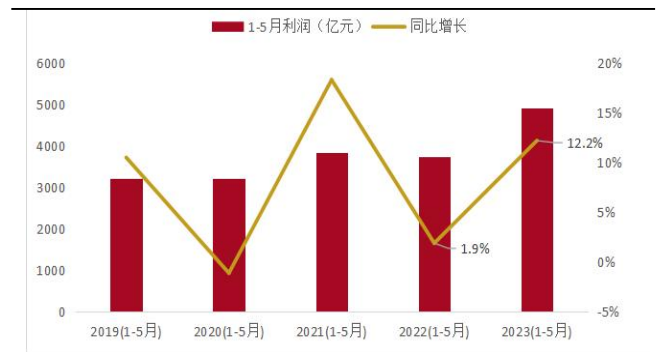
这个增速相比去年同期明显好转，景气度显著恢复，其中收入增速相比同期的 10.6%增加了 2.7%，利润增速相比 2022 年同期的 1.9%大幅增加了 10.3%。

图 102: 2019-2023 年 1-5 月软件业收入及增速



资料来源：工信部、招商银行研究院

图 103: 2019-2023 年 1-5 月软件业利润及增速



资料来源：工信部、招商银行研究院

软件行业最重要的成本是人力成本，但上半年的人力成本数据不可得，因此我们采用上市公司公布的一季报来作为分析对象。

我们按照中信分类，统计了 2023 年一季度计算机类上市公司的研发费用，发现研发费用率增速相比 2022 年一季度明显下降，由 15.82%下降到了 7.33%，相比 2022 年第二季度的 11.73%也降幅明显。

**图 104：2022-2023 季度软件业研发费用增速**


资料来源：工信部、招商银行研究院

由于研发费用是软件行业的核心人力成本开支，且弹性较大，是导致人力成本变动的主要因素。我们通过观察研发费用率的变动，可以合理推断，今年上半年软件类上市公司的成本增速相比去年同期明显下降。

总的来说，行业实际发展非常符合我们去年底的预期，在收入端明显提振的情况下，成本端因为已经在 2021、2022 年进行了前置性支出而可控，行业迎来了明显的周期向上的拐点。

## 12.2 展望：AI 技术突破、宏观经济向好推动行业继续繁荣

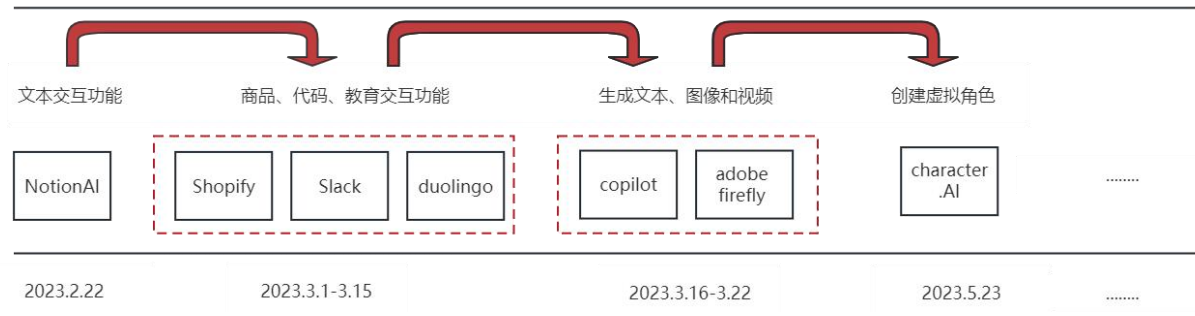
和我们前期预测相比，今年行业出现了一个巨大的变量——人工智能技术的突破。Chatgpt 具备了明显更强的上下文理解、连续对话及准确捕捉用户意图的能力，并真正具备了初步的认知智能。正因为其革命性的能力，Chatgpt 甫一推出就迅速风靡全球，两个月达到 1 亿月活。

Chatgpt 是一个具备通用性的模型，若想更高效发挥其能力，需要针对特定需求进行专业适配，基于其而衍生的各类细化 AI 模型潜力很大。美国在此领域依然走在了全球前列，今年上半年涌现了数百家基于 Chatgpt 的 AI 初创公司，主要集中在生成式智能应用和垂直领域。

2023 年 2 月以来，这些 AI 应用从最初的文本交互功能，发展商品、代码、教育等各领域的交互产品，再到生成文本、图像、视频等具有一定创新能力的产品，随后到 2023 年 5 月可以创建虚拟角色的 character.ai 出现。



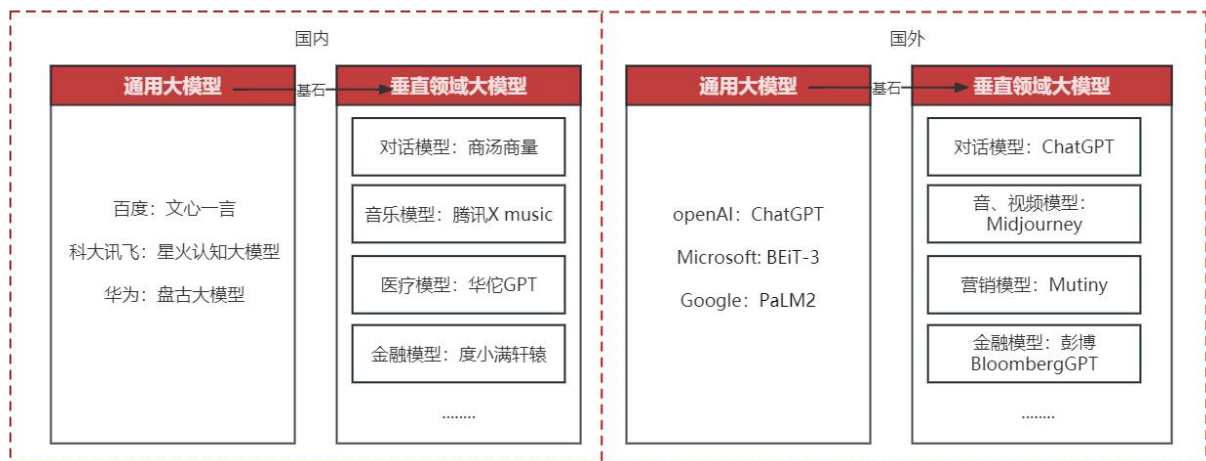
图 105: 海外 AI 产品迭代时间线



资料来源：招商银行研究院

跟随美国，国内从上半年开始也掀起了 AI 的热潮。通用大模型方面，百度、科大讯飞、华为纷纷推出文心一言、星火、盘古等各具特色的系统。垂直领域典型模型包括对话类的商汤商量、云知声山海；音乐类的腾讯 X music；医疗类的港中文华佗 GPT，上海 AI 实验室 OpenMEDLab；金融类的度小满轩辕等。

图 106: 通用大模型和垂直领域大模型分类

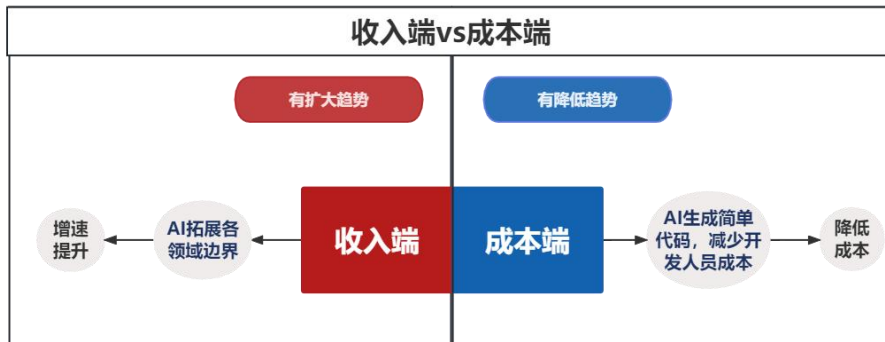


资料来源：招商银行研究院

当前这些应用还更多处于探索和验证阶段，但 Chatgpt 为代表的 AI 大模型的能力相比之前确定性大幅增强，因此这些能力后续将在各个领域确定性渐进式发展并逐步落地。这将从两个方面促进软件行业的发展：

- 1) 收入端 AI 技术将有效拓展软件在各个应用领域的能力范围和边界，推动软件公司增速提升。
- 2) 成本端 AI 技术可自动生产简单程序代码，大幅减少软件公司的初级编码工作的成本，助力其降低成本。

图 107: AI 对收入端与成本端的不同影响



资料来源：招商银行研究院

这两个方面的影响将有利于软件公司提升收入降低成本，增加利润。同时国内宏观经济上半年实现弱复苏，还远未到达火热的状态，在政策托底下下半年依然将维持复苏进程，也将有利于软件公司收入的增长。

因此综合来看，我们认为 AI 技术的突破、宏观经济向好将推动行业下半年继续繁荣。

### 12.3 优选领域需求端表现得到验证，信创需关注下半年采购情况

工业软件、军工 IT、汽车智能网联、能源 IT、信创等我们年初优选的细分领域均保持了良好发展，大部分细分领域的需求旺盛：

- 工业软件受益于一季度制造业 PMI 回升，行业内主要上市公司一季报实现了 30% 以上的收入和利润增速。虽然二季度 PMI 有所回落，但我们认为制造智能化及卡脖子领域国产替代是领域发展的强劲内生动力，工业软件将持续保持高景气度。
- 军工 IT 需求和国防开支息息相关，3 月 5 日，财政部公布了 2023 国防预算约为 1.55 万亿元，同比增长 7.2% 增速为近四年最高。领域主要上市公司一季度收入端保持 30% 以上增速，验证了高景气度。
- 新能源汽车的快速增长为汽车智能网联带来持久动力，上半年产销分别完成 378.8 万辆和 374.7 万辆，同比分别增长 42.4% 和 44.1%。AI 技术的发展促使自动驾驶发展加速，也将给行业持续带来增量需求。
- 能源 IT 需求受益于电力基础设施的建设和改革。中电联数据显示，2023 年 1-5 月份，全国电网工程完成投资 1400 亿元，同比增长 10.8%；7 月 11 日，中央深改委通过了《关于深化电力体制改革加快构建新型电力系统的指导意见》，持续推进电力系统智能化改造。



- 信创领域今年开始出现采购常态化趋势，采购主体逐渐扩大，改造场景逐渐向业务系统深入，下半年需重点观察实际招投标节奏和规模。此外 AI 技术发展带来了安全可控的国产人工智能大模型的需求，也给信创带来潜在巨大增量。

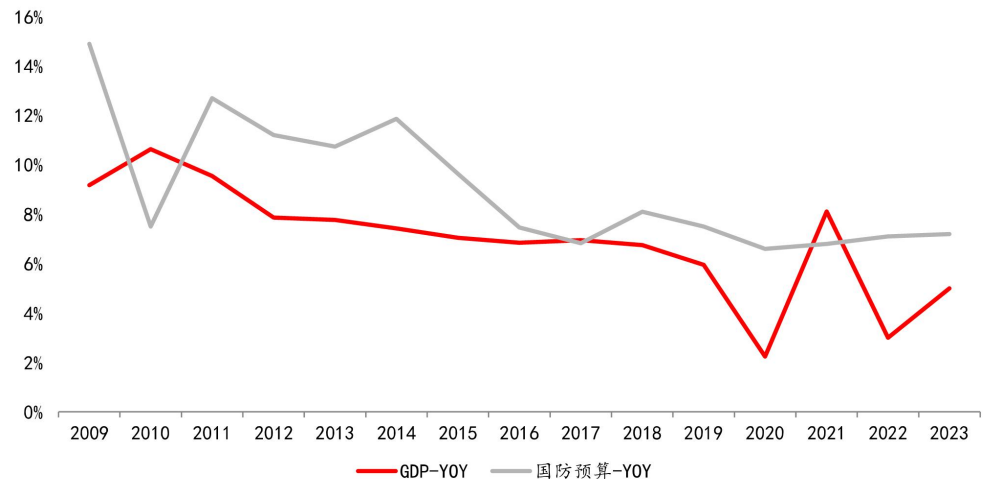


## 13. 高端装备：国防装备保持高景气度，工程机械出口高增长

### 13.1 国防军工：保持高景气度，重点关注航空与军工电子

**2023 年全年国防装备产业链将保持高景气度。**2023 年中国国防预算增速 7.2%，增速创近 4 年新高，为国防军工行业保持高景气度提供坚实基础。根据国防产业链上市公司公开数据，2022 年军工板块上市公司存货总额达 2664 亿元，同比增长 7%，预收款及合同负债总额为 1990 亿元，因付款节奏原因同比减少 3.41%。2023 年国防装备产业链高景气度在 A 股上市公司的资产负债表得到验证。

图 108：中国国防预算增速

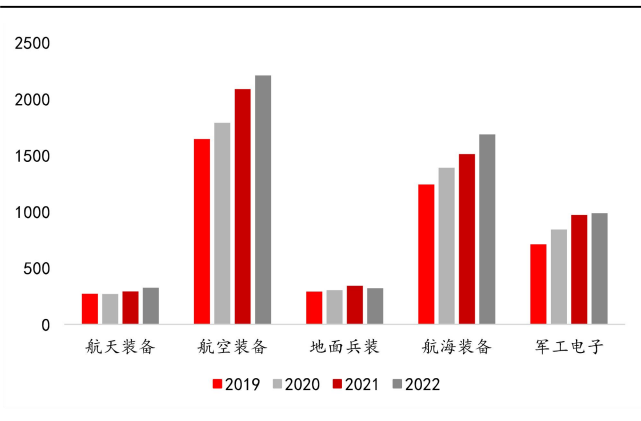


资料来源：Wind、招商银行研究院

从军工子领域来看，信息化以及航空装备的国际比较差距较大，装备存在更大的需求以及结构优化空间，尤其是雷达、电子对抗和先进战机领域，表现为军工电子以及航空产业链公司在营收端有着更佳表现。从产业链上下游来看，产业链上游企业产能释放先于下游企业，有着更优的市场表现。

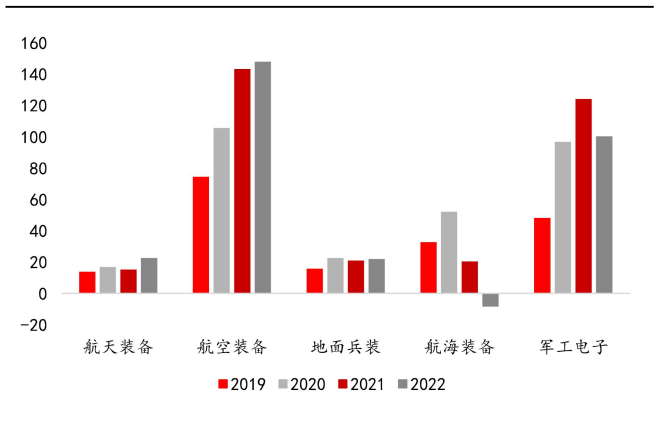


图 109：军工子版块近年收入情况（亿元）



资料来源：Wind、招商银行研究院

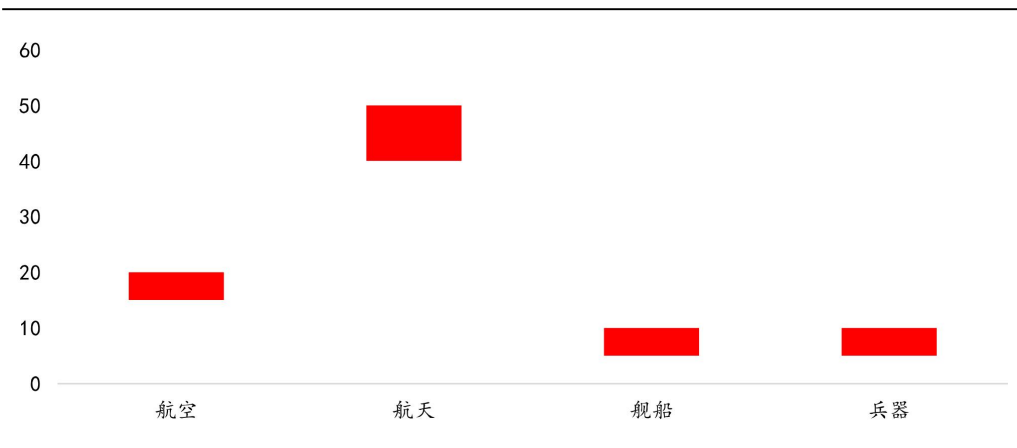
图 110：军工子版块近年净利润情况（亿元）



资料来源：Wind、招商银行研究院

国防与军队现代化建设非一日之功，国防装备的补短板 and 结构优化亦非毕其功于一役之事。近两年仅为中国国防装备需求扩张初期，2023 年将保持国防工业的高景气度。

图 111：十四五期间国防子行业预期平均增速



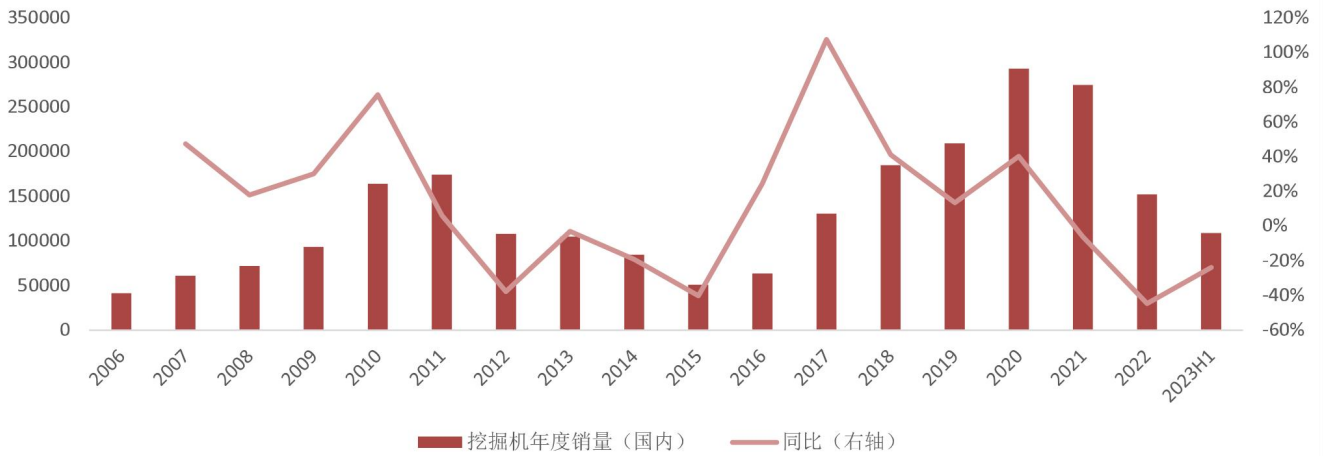
资料来源：Wind、招商银行研究院

### 13.2 工程机械：2023 年国内市场下行，出口占比持续提升

国内需求疲软，2023 年中国工程机械市场周期下行，挖掘机国内市场销量大幅下降。2023 年上半年，中国挖掘机累计销量 10.88 万台，同比下降 24%；其中国内 5.1 万台，同比下降 44%；出口 5.78 万台，同比增长 11.2%。



图 112：2023 年上半年国内挖掘机销量同比大幅下降



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 113：2023 年上半年地产新开工面积大幅下降



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 114：2023 年上半年地产开发投资完成额下滑

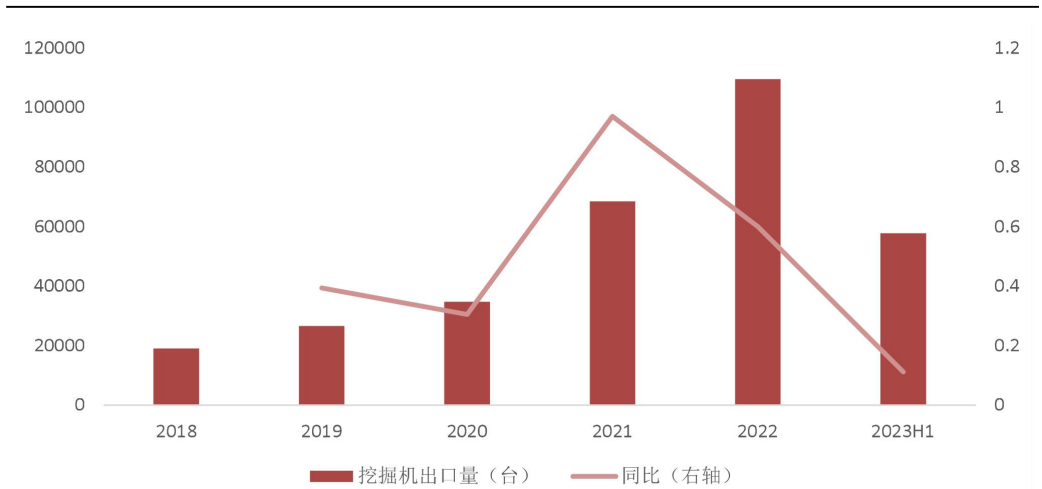


资料来源：Wind、招商银行研究院

得益于海外工程机械需求高景气以及中国工程机械厂商竞争力持续提升，中国工程机械出口量在 2023 年保持高速增长。2022 年中国厂商出口挖掘机 10.95 万台，同比增长 60%，一定程度上对冲国内市场下滑。2023 年上半年出口仍保持高增速。从出口地区分布来看，中国厂商工程机械出口地区分布趋于多元化，在巩固“一带一路”市场的基础上，加强在欧洲等全球工程机械重点市场的布局，亚洲以外地区销售额占比不断提升。



图 115：中国挖掘机出口量高速增长



资料来源：工程机械协会、招商银行研究院

展望 2023 年下半年工程机械行业，市场需求方面，基建房地产投资和市场保有量将是行业跟踪重要变量。在基建和房地产投资的低预期以及高市场保有量的多重影响下，预计行业需求仍将疲软，**2023 年国内工程机械行业景气度仍将周期下行**。而随着中国工程机械企业在海外市场布局日益完善，以及产品竞争力的持续提升，**预计 2023 年下半年中国工程机械出口仍会保持高速增长**。

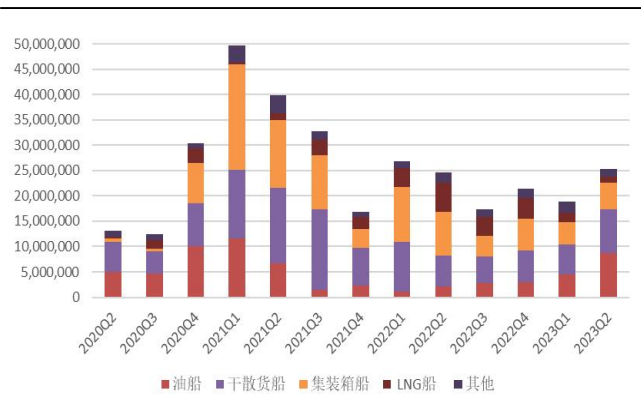
## 14. 船舶制造：造船厂手持订单持续饱满，收入利润有望进一步释放

### 14.1 回顾：行业发展态势良好，油轮市场回暖，中国造船市场份额提升

**船舶周期观点回顾：船舶制造大周期已触底，波动中进入复苏。**船舶制造大周期跨度长达数十年，目前处于周期底部渐入复苏阶段，供给端造船厂产能出清为行业复苏奠定了基础，需求端在老旧船舶更新换代、航运环保政策趋严以及贸易结构重塑等因素共振下持续增长，支撑造船周期上行。当前造船厂在手订单饱满，新船价格高企，船东下单意愿或被推迟，但并不代表着船东没有造船需求，造船业景气度需要同时关注新造船订单量及手持订单量等指标波动。

**2023 年上半年新造船订单回落，手持订单保持高位水平。**2023 年 1-6 月全球累计签订新船订单 761 艘，合计 7735 万载重吨、1796 万修正总吨，同比分别下降 31%/14%/32%。在船位持续紧张交期较长、新船造价高企等多重因素叠加下，一定程度上抑制了船东的下单意愿，导致订单量回落，但仍高于 2015-2020 年同期订单水平。2023 年以来，全球造船厂手持订单维持在高位水平，手持订单远期覆盖率在 3 年以上，主流船厂生产任务覆盖至 2026 年。

图 116：全球新承接船舶订单量（DWT）



资料来源：克拉克森、招商银行研究院

图 117：全球造船厂手持订单饱满



资料来源：克拉克森、招商银行研究院

**航运环保要求趋严，船舶绿色转型持续推进。**国际海事组织（IMO）碳排放指标 EEXI 和 CII 已于今年正式生效，对船舶及航运市场的影响开始显现。现有船队中，CII 预估评级更高的船舶资产流动性更优、船舶评估价值更高，运营中的运费溢价也更高。对于新造船市场，船东持续投资替代燃料船舶。虽然今年国际集运市场运价低迷，集装箱船东仍持续加大投资替代燃料集装箱船，尤其是对甲醇燃料船舶的投资显著增长，替代燃料的选择将由目前主流的 LNG 低温室气体排放燃料逐渐向甲醇、氨等零或近零温室气体排放燃料转变。

各船型订单轮动增长。从船型结构来看，由于各类货物海运供需结构存在差异，且造船产能有限，各类船型订单相互挤占船位，造船周期上行过程中呈现各船型订单轮动增长的特征。2021年集装箱船订单率先起量，2022年LNG运输船、汽车运输船主导增长。与年初展望报告预期相一致，2023年油船新造船市场显著回暖，散货船订单与去年持平，集装箱船及LNG运输船订单回落，汽车运输船订单持续释放。

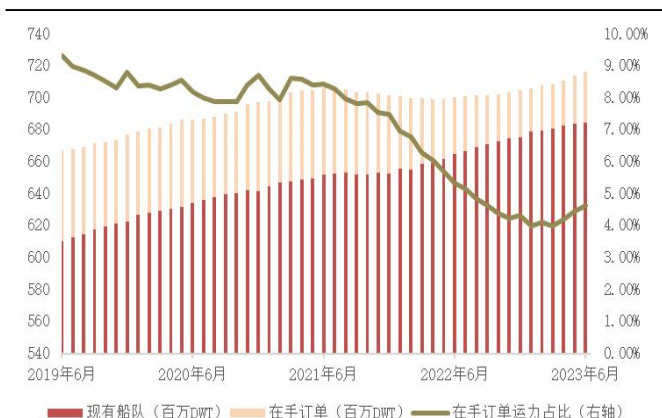
油轮订单补增长预期开始兑现。2023年上半年油轮新造船订单大幅增长，新造船订单共168艘/1333万载重吨，同比增长217%/317%，以苏伊士型原油轮及LR2成品油轮等中小油轮订单为主。目前油船市场逻辑持续成立，油船运力供给紧张（在手订单量持续处于低位、增量运力供给不足+存量船队因老龄化严重以及环保要求趋严而收缩），需求回暖（经济修复+全球能源贸易路线拉长），运力供不应求推动油运价格上涨，船东财务状况改善，油轮新造船需求强。中长期看，油轮市场受到碳中和趋势影响，船队规模大幅扩张可能性较小，新造船订单将持续以旧船更新及船队结构优化需求为主。

图 118：油轮运费“淡季不淡”



资料来源：克拉克森、招商银行研究院

图 119：油轮在手订单仍处于低位水平



资料来源：克拉克森、招商银行研究院

中国新造船市场份额提升。2023年上半年，中国三大造船指标持续位列第一并与韩国拉开差距，以修正总吨计（已衡量船舶附加值）中国/韩国/日本新承接订单占比分别为59%/29%/8%，新船交付量占比为51%/28%/14%，手持订单量占比为46%/34%/9%。从船型上看，韩国聚焦大型LNG船、大型集装箱船/油轮等高附加值船型，随着今年LNG运输船订单的高位回落，韩国的新接订单占比显著下滑。中国的竞争力持续提升，在除LNG运输船以外的各大类船型取得明显优势，产品结构更为均衡（与产业链、劳动力供应等因素支持相关），在各船型订单轮动增长的大背景下，中国能持续性地获得订单，但同时也要关注产品结构较单一的小型民营造船厂难以承受市场波动的风险。



图 120：中日韩新承接船舶订单份额变化（以 CGT 计）



资料来源：克拉克森、招商银行研究院

表 4：中日韩主流船型订单量占比

船型	新接订单占比			手持订单占比		
	中国	韩国	日本	中国	韩国	日本
散货船	85%	0	13%	65%	0%	29%
油轮	68%	24%	4%	51%	26%	9%
集装箱船	48%	37%	14%	57%	33%	9%
气体船 (LNG+LPG)	22%	75%	3%	22%	75%	2%

资料来源：克拉克森、招商银行研究院

## 14.2 展望：造船企业收入利润进一步释放，把握绿色船舶方向

展望 2023 年下半年，我们认为：

(1) 总量方面，新造船订单量下滑，完工交付量上升。船价高、排期久等因素叠加制约了船东的投资决策，全年新造船订单量或将延续同比下滑态势，但并不代表造船行业景气度下行。在目前造船厂订单充裕的背景下，造船厂在手订单量及新造船价格更能反映其议价能力以及业绩预期。今年将进入交船高峰期，需重点关注订单是否能按时完工并顺利交付。

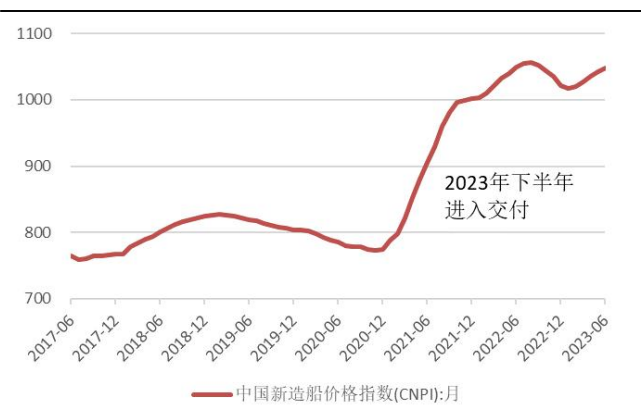
(2) 结构方面，油轮订单有望持续下达。下半年油运旺季来临，船东财务状况将进一步改善，叠加箱船进入交付期将释放船位排期，长期环保压力加速老旧船舶更新的逻辑持续成立，有望带来油轮订单持续下单，预计仍将以中



小型油轮订单为主。存量船队规模占比最大的干散货船更新订单仍待起量，持续关注干散货运输费率情况。集装箱船订单将进入集中交付期，运费市场将进一步承压，高预付款比例下弃单风险可控，但仍存在延期交付的可能。

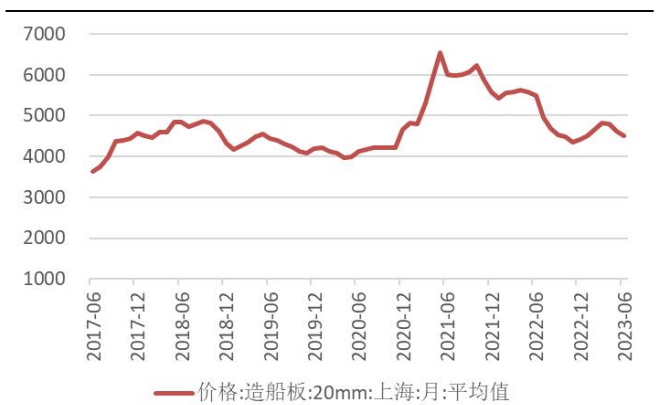
**(3) 企业层面，造船厂收入利润将进一步释放。**影响造船厂短期业绩的三个关键波动指标为造船价格、钢板价格及汇率。收入确认方式也会影响当期报表情况，各造船厂收入确认方式有所差别，中船系民船业务大多按完工交付（时点法）确认收入，其余造船厂大多按建造进度（时段法）确认收入，横向对比不同造船厂财务状况时应进行区分。总的来看，今年上半年中国的造船厂仍有部分“低船价高钢价”订单建造及交付，下半年将进入“高船价低钢价”的高利润订单交付期，船舶制造企业业绩及盈利水平将进一步提升。

图 121：高价船舶订单进入交付期



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 122：对应造船板价格回落



资料来源：Wind、招商银行研究院

**(4) 业务角度，把握绿色动力船舶方向。**长期来看，航运业绿色化趋势不可逆，运营非环保型船舶的船东将面临越来越重的碳税等经济性惩罚，绿色动力船舶更新需求强烈。对于环保型船舶的新建造订单，即使发生船东弃单问题，也能较为容易地转卖，相关业务风险相较传统动力船舶可控。



## 15. 造纸：成本改善但需求低迷，周期仍处于磨底阶段

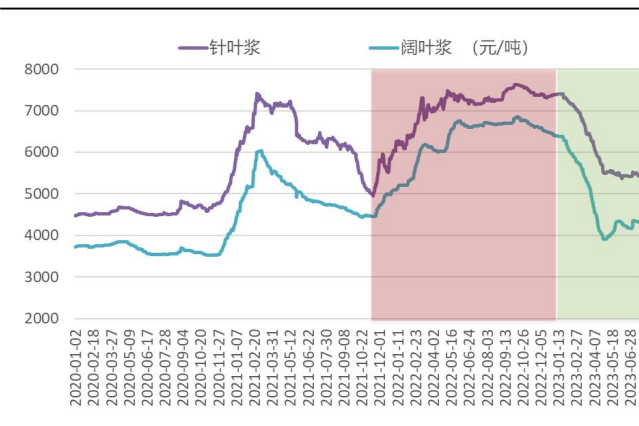
今年上半年疫情放开后，国内消费市场低迷，造纸行业下游需求订单恢复不及预期。叠加上游原材料木浆价格快速下跌，下游客户库存低位且补库意愿低，上半年纸品价格缺少支撑、持续走低。由于纸企上半年仍处于消化高价木浆库存阶段（大厂通常 3-6 个月木浆库存），行业亏损面扩大，周期仍处于磨底期。

展望计下半年，原材料木浆价格低位运行，并且低价浆库存全面用于生产，行业成本回落带来的盈利弹性将兑现（亏损收窄或盈利修复），行业利润的底部拐点有望出现。但需要注意的是，原材料成本回落至低位后，下游需求复苏成为本轮造纸周期转势的关键，下半年需要密切观察下游消费市场恢复情况。

### 15.1 下游需求低迷订单不足，上半年纸价、浆价均大幅走弱

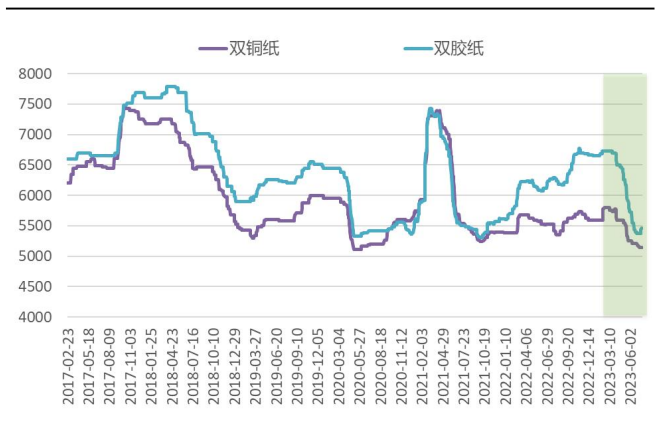
从成本端来看：今年上半年木浆价格快速下跌，当前已跌至历史低位附近。我国造纸产业当前有近 60% 原材料木浆依赖进口，受国际浆价走势影响大。今年初，因国际木浆大厂持续投放新产能（UPM 乌拉圭浆厂投产 210 万吨阔叶浆），叠加国内外消费市场（用浆需求）低迷的影响下，木浆价格自 2 月开始快速下跌，直至 6 月有底部企稳迹象，其中阔叶浆降幅超过 35%，针叶浆降幅接近 30%。至此，木浆整体价格已跌回至 2019 年的水平，处于历史低位附近，目前国内现货阔叶浆公开市场报价最低来到 500 美金/吨（约合人民币 3600 元/吨）。

图 123：今年以来木浆价格快速下跌至历史低位



资料来源：卓创资讯，招商银行研究院

图 124：文化纸(铜板纸、双胶纸)价格跌至低位



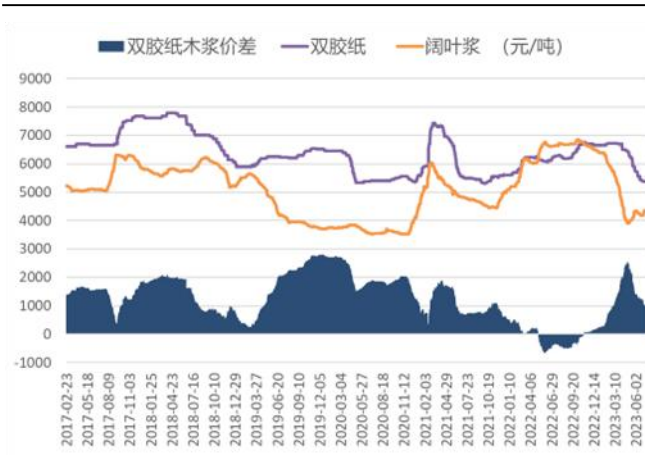
资料来源：卓创资讯，招商银行研究院

从收入端来看：上半年下游需求整体低迷、订单不足，纸价持续下跌，当前来到历史低位。今年一季度在疫情过峰和春节假期之后，造纸行业迎来一波积压需求释放，但很快在二季度国内消费需求再度低迷、订单不及预期，行业开工率下降，缺少需求支撑后，各类纸品价格快速下跌。



分纸品来看，文化纸下游出版印刷需求相对稳定、宣传文印等线下用纸需求有所复苏，但原材料木浆价格大幅下跌使文化纸价格失去支撑，3月份以来铜版纸、双胶纸价格持续走低，来到历史最低位。由于原材料木浆成本下降幅度大于纸价，当前文化纸与木浆价差反而走阔，预示文化纸企利润将在下半年得到明显修复（上半年需消耗高价木浆库存）。白卡纸下游主要应用于3C数码、化妆品、服装鞋帽、食品饮料等消费品纸包装，一方面受上半年国内消费市场弱复苏影响较大，订单减少。另一方面，由于过去两年行业规划新增白卡纸产能陆续在23-25年投产，白卡纸产能过剩，上半年行业开工率下降。两方面原因共同作用下，白卡纸价上半年创历史新低。由于原材料木浆的大幅下跌，当前白卡纸与木浆价差收窄，预计下半年行业亏损有所收窄。生活用纸情况也类似，下游需求订单不及预期，但成本端改善预计下半年改善行业盈利。

图 125：文化纸与木浆价差走阔，下半年毛利将修复



资料来源：卓创资讯，招商银行研究院

注：白卡纸、双胶纸与木浆价差使用阔叶浆现货价格计算。

图 126：白卡纸价格创历史新低，下半年亏损将收窄



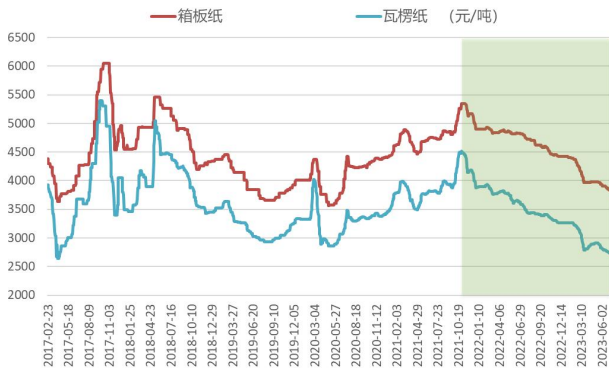
资料来源：卓创资讯，招商银行研究院

箱板纸、瓦楞纸等以废纸为主要原材料的包装纸种，今年上半年延续了之前的价格下跌趋势，当前已跌至历史低位水平。主要原因有：第一，自去年开始，疫情封控、疫情达峰始终影响国内居民消费和物流配送，箱板瓦楞纸下游的物流快递外包装、大件消费品包装等需求订单增长大幅放缓；第二，今年 1 月 1 日起，我国对再生箱板纸实施进口零关税，导致 1-5 月份箱板纸累计进口量同比增加 43.2%，国内纸厂不得不降价应对；第三，由于瓦楞纸行业进入壁垒较低、产品同质化程度高，行业开工率始终处于较低水平；第四，原材料废纸价格自 2021 年“禁废令”实施后，外废零进口，国废价格有一波明显拉升。22 年下半年至今，废纸回收量增加、下游箱板瓦楞纸厂开工率降低等原因，带动国废价格进入下降通道，当前国废黄板纸、废书页纸价格均处于历史低位。综上，需求增长不足、产能过剩行业洗牌、进口冲击、废纸原材料价格走低，四方面因素叠加，箱板瓦楞纸行情表现较弱。瓦楞纸与废纸价差今年以来不断



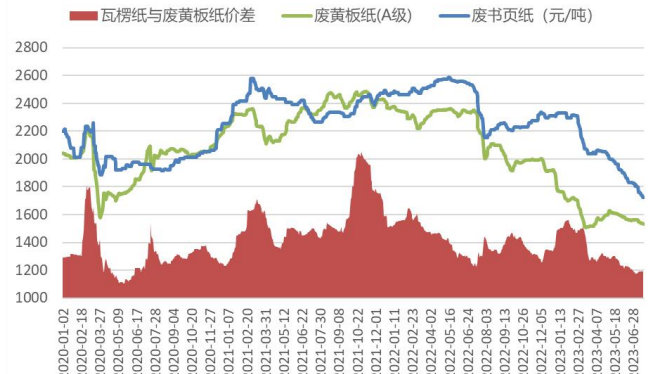
收窄，反映了纸厂端盈利持续承压。我们预计下半年，随着中小产能陆续出清，头部纸企开工率已有回升，下游消费市场需求订单预计 Q3、Q4 也将加快恢复，箱板瓦楞纸行业亏损有望收窄。

图 127：箱板纸、瓦楞纸价格处于下降通道



资料来源：卓创资讯，招商银行研究院

图 128：国废价格大幅回落，行业毛利有望修复

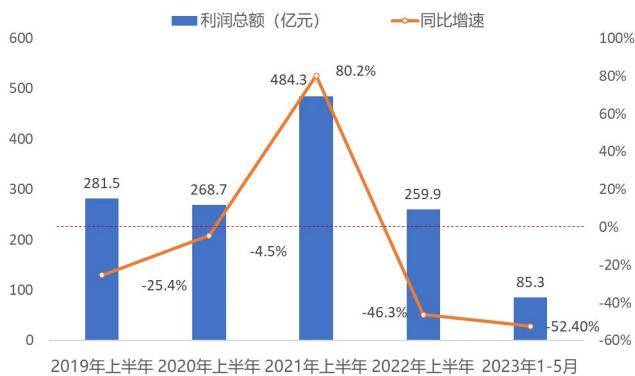


资料来源：卓创资讯，招商银行研究院

## 15.2 行业周期底部磨底，纸企盈利陷入低谷

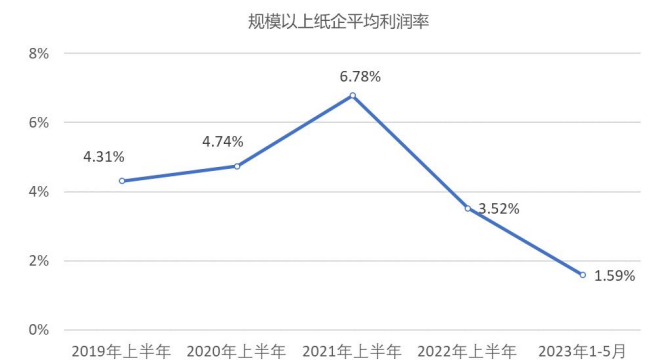
今年以来市场需求与纸价低迷，造纸行业营收和利润持续下滑。根据国家统计局数据，今年 1-5 月规模以上纸企整体营收 5379.4 亿元，同比下降 5.4%；实现利润总额 85.3 亿元，同比降幅扩大至 52.4%；规模以上纸企平均利润率持续下降至 1.59%，利润率与利润总额均创最近 5 年同期新低。

图 129：1-5 月规模以上纸企利润总额下降 52.4%



资料来源：国家统计局，招商银行研究院

图 130：规上纸企平均利润率创近 5 年同期新低



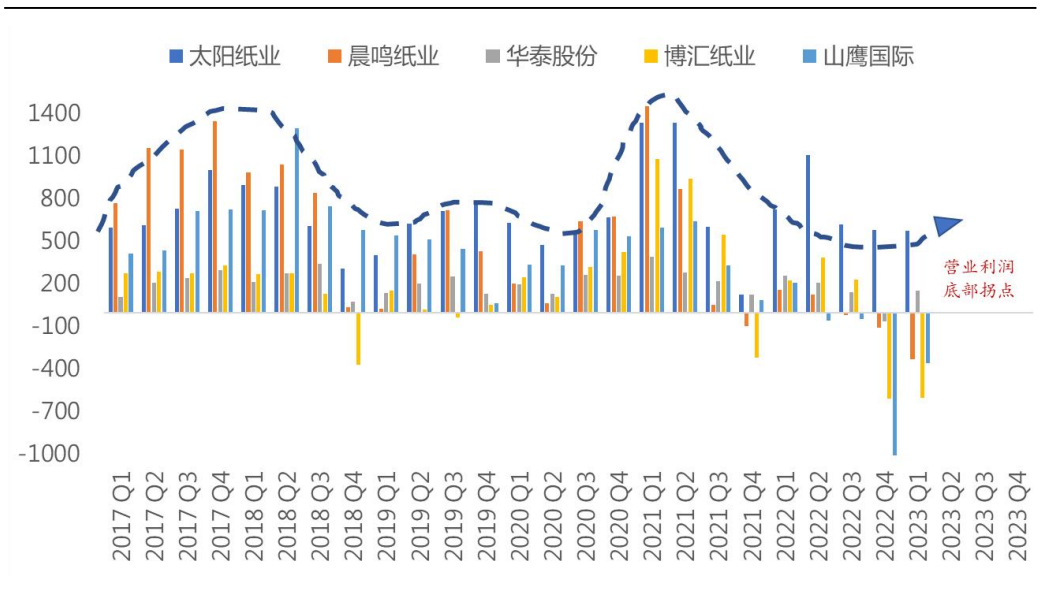
资料来源：国家统计局，招商银行研究院

造纸行业处于周期底部，纸企盈利陷入低谷。根据我们整理的龙头上市纸企单季度营业利润变化趋势，可以直观反映造纸行业的周期波动。本轮周期下行自 21 年 3 季度开始至今，龙头纸企单季度营业利润持续收窄，大部分纸企在在去年 Q4 至今年 Q2 陷入亏损。截至 7 月中，A 股造纸行业 23 家上市公司



已有 10 家披露半年度业绩预告，其中预计上半年业绩亏损的有 7 家，剩余 3 家中景兴纸业、岳阳林纸盈利均较去年同期大幅度下滑，仅有齐峰新材（装饰原纸企业）业绩预增。本轮造纸周期下行+磨底时间接近 2 年，实际上行业内大量中小型纸企持续亏损后正陆续退出，产能出清虽然较慢但有助于缓解产能过剩、提振整体开工率，并且提升行业集中度，龙头纸企扛过本轮周期底部后有望迎来更好的利润表现。

图 131：造纸行业代表性上市公司营业利润或将迎来底部拐点



资料来源：公司财报，招商银行研究院





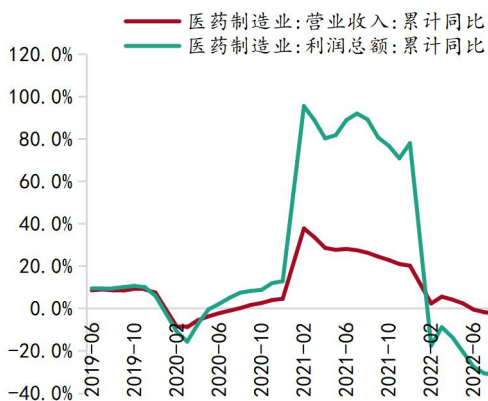
## ➤ 消费及服务

## 16. 生物医药：疫情扰动持续减弱，创新产业链仍需等待投融资恢复

2022年在疫苗等新冠相关业务的高基数影响下，全国规模以上医药制造业营收、利润同比出现明显下滑。根据国家统计局数据，2022年全国规模以上医药制造业营收同比下降1.6%，利润总额同比下降31.8%。2023年上半年，随着新冠疫情对民众生活的影响基本消除，生物医药行业受疫情的扰动趋弱。年初，新冠确诊人数激增带动感冒相关药物、抗原、口罩等防疫产品的高需求，医疗受到一定冲击，但2月开始新冠的影响基本消除。5月前后，新冠二轮爆发，但对医疗行业的冲击大幅降低。但在国家集采和医保谈判导致的价格下降叠加去年新冠相关业务仍存有一定基数的影响下，2023年1-5月医药制造业的营业收入累计同比仍然降低3.8%。

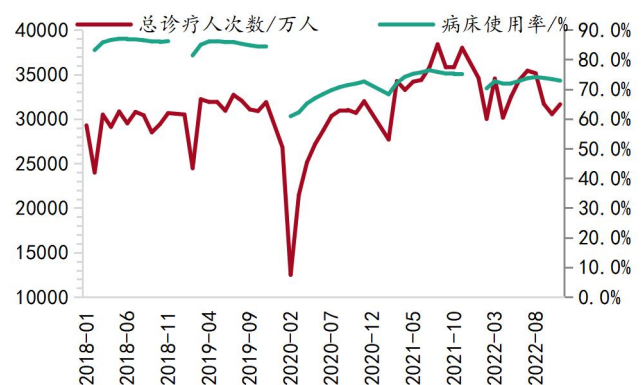
从医院诊疗水平来看，2023年以来，新冠及防疫措施导致的医院总诊疗人数和病床使用率较低的状态已经在逐步恢复中。虽然卫健委的数据仍有一定滞后性，但从手术相关药品、耗材和一季度眼科口腔医院等可选医疗的上市公司数据来看，医疗需求已经开始恢复。考虑到老龄化带来的医疗需求的持续提升，预计下半年，医院总诊疗人次数有望超过2021年，实际病床使用率有望恢复至2019年同期。

图 132：医药制造业营收和利润情况



资料来源：国家统计局，Wind，招商银行研究院

图 133：2018 年至今医院总诊疗人数和病床使用率



资料来源：卫健委，Wind，招商银行研究院

医药行业子行业众多，大致可以分为医药制造、医疗器械、医疗服务、生命科学上游和医药商业五类。具体各子行业来看，**医药制造板块**：1) 创新药行业仍在调整周期，但悲观情绪已经得到一定修复。企业随着产品和销售能力的差异分化明显，并购潮或将出现。2) 仿制药：集采影响边际不断改善，创新转型驱动下，头部企业逐渐迎来业绩转折。3) 中药：政策强力推动，下半年依然保持稳定发展。4) 原料药：上游成本增加使得业绩短期承压，下半年

行业或将迎来拐点，长期来看特色原料药仍处于发展期。5) 疫苗：新冠疫情影响持续减弱，传统疫苗需求恢复、重磅消费疫苗渗透率仍在提升都将极大改善疫苗行业景气度。

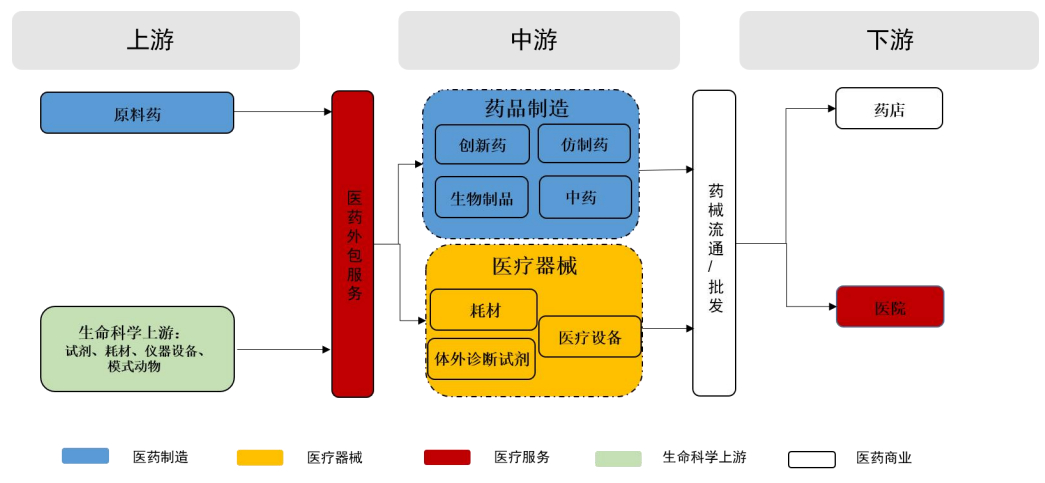
医疗器械板块中，1) IVD 行业在疫情高基数影响下，行业景气度下行明显；2) 高值耗材集采政策边际放松，集采推动的“国产替代”逻辑有望验证。而且随着医疗机构诊疗量、手术的恢复，耗材用量有望持续恢复。3) 医疗设备：国产替代浪潮，政策强力推动，下半年医院设备采购恢复仍将对业绩有一定提振。

医疗服务：1) CXO 行业仍处在成长周期，但在高基数和下游创新药景气度低迷影响下增速下降；2) 医院：疫情防控解除，诊疗量快速恢复。

生命科学上游板块：短期受新冠高基数和下游创新药影响，长期“国产替代”仍将继续。

医药商业板块：1) 药械流通/批发：两票制、集采影响基本出清，低基数影响下业绩恢复增长。2) 药店：防控放开后，短期需求提升带动药店业绩快速增长，长期来看处方外流对行业的推动和集中度持续提升仍是行业发展的核心驱动。

图 134：生物医药上下游产业链情况



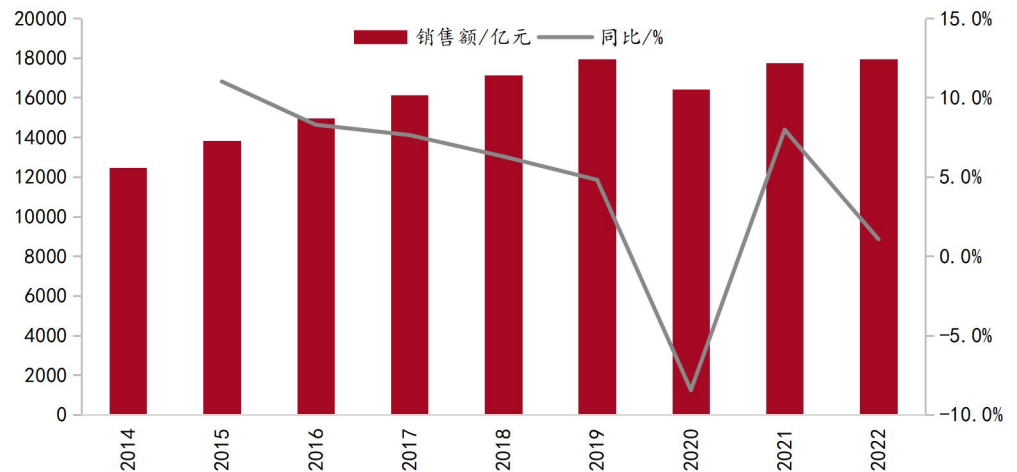
资料来源：招商银行研究院

下文中，我们将对医药制造、医疗服务行业中的医药外包服务（CXO）和生命科学上游三个板块中的子行业做具体分析。

## 16.1 医药制造：疫情和政策影响持续减弱，诊疗恢复，行业有望迎来拐点

2022 年国内药品销售额 17936 亿元，同比仍保持 1.1% 增长。一方面，随着新冠的影响减弱，医院诊疗人数持续恢复，另一方面老龄化对于药品的需求增加。虽然集采和医保谈判的影响长期持续，但边际影响趋弱。从去年的国内药品销售来看，即使在疫情防控导致医院诊疗人数大幅降低的情形下，药品销售额依然维持增长。预计 2023 年，国内药品整体销售额仍将维持小幅增长。展望 2023 年下半年，医疗诊疗量将持续恢复，手术和麻醉用药短期弹性较大。

图 135：2013-2022 国内药品销售情况



资料来源：米内网，招商银行研究院

**创新药行业调整仍在继续，投资悲观情绪略有修复。**在研发内卷和政策调整带来的投融资情绪弱化的带动下，创新药行业从 2021 年下半年开始持续调整，2022 年由于疫情防控等多方面影响，国产创新药 IND 申请同比降低 6.7%，为近 7 年内首次下降。但 2023 年上半年恢复势头较猛。值得注意的是，2023 年上半年，CDE 否决了嘉和的 PD-1 上市并要求康诺亚已纳入“突破性疗法”的自身免疫病新药补充长期、大样本人群数据。可以看出，国内上市获批要求逐步提升，研发不及预期事件逐步落地。而在企业现金流影响下，整体行业研发投入增速降低。具体技术方面，DS-8201 出色的临床数据带动全球 ADC 技术大热，国内 ADC 药物交易量明显增长。但随着国内 license out 交易进程持续，创新药权益被退回的事件也逐渐显现，首付款对企业的重要性凸显。销售端来看，创新药营收逐步增长，但销售放量远不及预期，叠加美国出海日益艰难，国内企业已经开始尝试新兴市场出海。

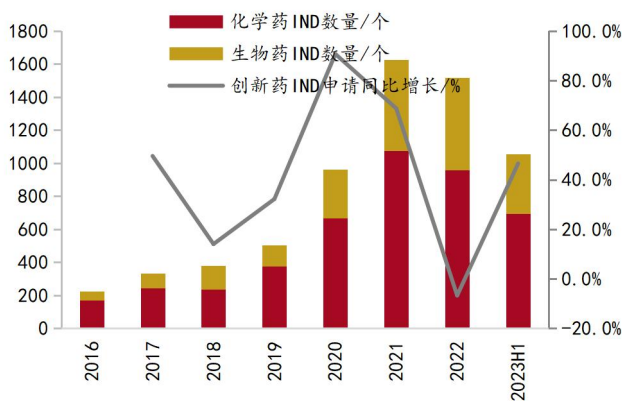
从融资市场来看，2022 年创新药行业热情退却明显，2023 年上半年仍未恢复。根据动脉网数据，2023H1 中国医疗健康产业投融资总额超 56 亿美元，同比下降超 43%。创新药板块，融资事件数与去年基本持平，但融资总额为 36 亿美元，同比降低 37.9%。一方面，虽然相比于去年疫情管控影响，一级市场投资调研次数增加，悲观情绪方面得到修复。但大家仍对行业持相对谨慎的态度，在基本面变化不大（研发扎堆和医保支付体系的压力）的情况下，创

新药行业调整仍在继续，融资市场的艰难可能仍将持续 1 年左右。另一方面，美联储加息已到尾声，未来随着美联储逐步降息，全球创新药市场融资增强将对国内创新药市场带来积极影响。

企业端来看，随着产品和销售能力的差异，企业逐步出现分化，优质产品叠加成熟商业化能力，带动明星头部企业股价触底反弹，市场信心也更为充足。2023 年上半年复宏汉霖已经凭借海外生物类似药放量和产品适应症差异化叠加较强的销售能力实现盈利，未来三年内，预计更多头部企业有望通过优质产品盈利，成功从 Biotech 向 Bio-pharma 转型。而仿创转型的企业随着创新药的获批和上量，部分头部企业基本已经完成转型，创新药销售占比超 50%。而且，随着仿创药企的研发积累，他们的创新药产品越来越多赢得海外认可，license out 比例提升。

此外随着行业调整仍在继续，企业估值预计仍将下降，并购机遇凸显。随着 Biotech 企业现金流压力增大，未来或将与海外类似，回归研发为主的模式。产品销售权益转让给大型企业，而由于港股融资环境较差，现金流压力下 Biotech 企业将管线和销售渠道融合抱团取暖的可能性也在增加。

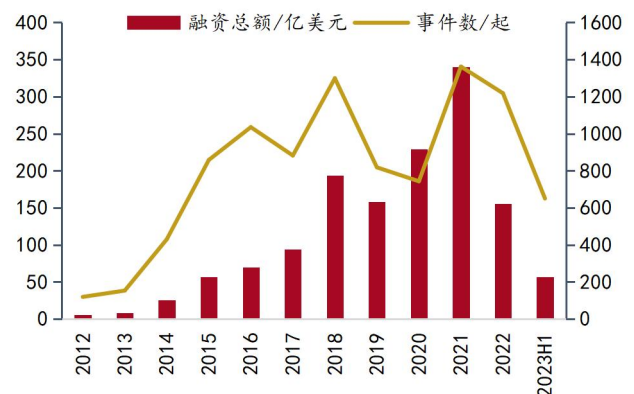
图 136：2016-2023H1 年国产创新药 IND 申报数



资料来源：Insight 数据库，招商银行研究院

备注：截至 2023 年 6 月 30 日

图 137：国内 2012-2023H1 医疗健康产业投融资变化



资料来源：动脉网，招商银行研究院

**仿制药：集采影响边际不断改善，创新转型驱动下，头部企业逐渐迎来业绩转折。**从 2018 年“4+7”集采以来，国家药品集采历经 4 年探索，常态化格局已经形成。2022 年由于疫情防控原因，全年仅进行一次集采。2023 年上半年已经快速完成第 8 批 39 个品种的集采，并将于 7 月执行，第 9 批集采也将于年内落地。今年过后，整体集采进程已经推进超过 70%。

集采对于企业的影响呈现两面性，产品结构单一、市场占比高、海外出口量小的企业受到集采的负面影响最大。而产品结构丰富、成本控制能力优异、产品刚刚获批、海外出口量高的企业则抵御风险能力更强，甚至受益于集采政



策。在集采的推动下，部分头部企业也基本完成创新转型，先声药业、豪森药业创新营收占比已经超 50%。由于仿制药集采优先对于医保占比高的、临床需求强的、竞争激烈的大品种进行集采，在目前的情况下，传统药企集采压力已经基本出清，集采影响持续边际减弱。2023 年 Q1，龙头企业恒瑞药业随着创新成果不断兑现，创新管线已经进入收获期，业绩已经企稳回升，2023 年可能会成为其业绩的转折之年。与之类似，京新药业、科伦药业、华东医药等一批传统仿制转型企业均可通过低成本制造能力和专利化布局能力、辅以创新药营收不断增长，重新迎来业绩增长。

此外，随着疫情防控放开，医院诊疗人数和病床使用率恢复，带来院内刚需药品的放量，如精麻类和造影剂等产品，也会带动人福医药、恩华药业等企业业绩提升。

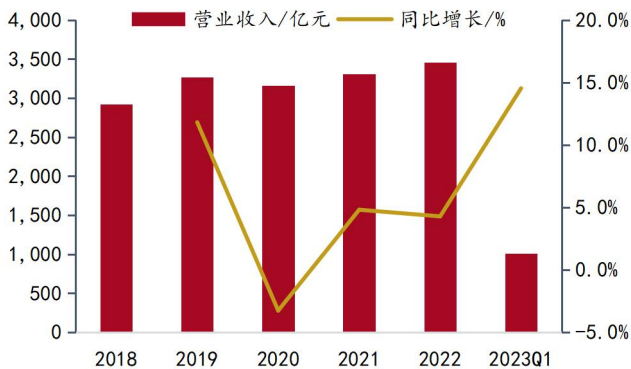
**中药：政策强力推动，传承创新发展。** 中药是中国特色医药产业，党的十八大以来，中医药持续受到党中央重视，顶层设计不断，强势推动中药产业发展。同时，中药配套应用政策频出，从医保支付、医疗服务等方面倾斜。根据《“十四五”医药工业发展规划》和《“十四五”中医药发展规划》，2020-2025 年中药市场或将达到 10% 左右的增速。具体来说，中药饮片方面，规模稳步增长，配方颗粒占比不断提升，试点结束迎来发展期。中成药方面，慢性病与常见病治疗为主，消费属性与品牌效应显著，创新中药推动行业发展。

2021 年开始，政策的强力推动叠加中药在新冠疫情防控中的突出作用，中药上市企业营业收入开始企稳回升。2022 年 Q4，随着新冠管控放松，带动新冠相关中药产品销售快速增长。2023 年 Q1，一方面仍然受益于新冠相关中药产品囤货和 1 月需求高企等原因，另一方面受益于疫情放开后调养需求提升，中药上市企业营收同比增长 14.5%。在 2022 年 Q1 低基数的影响下，归母净利润同比增长 54.7%，为近年最高增速。随着 Q2 甲流和新冠二阳的影响，呼吸类中成药的终端需求增长仍然较快。

展望下半年，中药行业政策支持较为确定，行业整体增速仍将延续平稳增长。中药企业多为国企，在国企混改的助力下企业发展和整体治理模式有望持续改善。细分领域来说，1) 中成药消费属性显著，随着中药材价格的提升，头部企业的名贵中成药产品具有涨价预期。2) 2023 年是国家基本药物目录调整时间，基药目录扩容有望带动相关企业业绩增长。3) 中药创新药方面，随着创新产品逐步上市，也将带动企业业绩增长。4) 配方颗粒在试点结束后迎来发展期，今年仍处于国标切换时期，去年低基数助力下，今年配方颗粒企业业绩有望恢复增长。



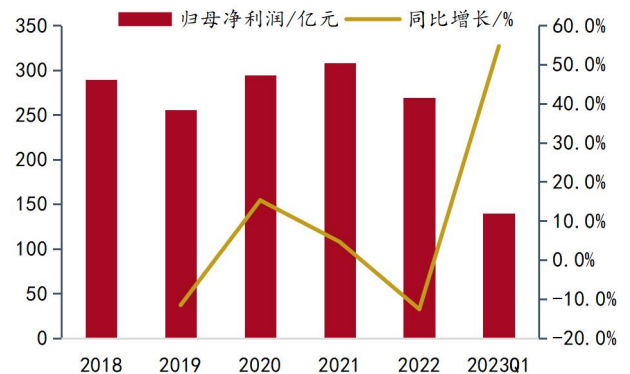
图 138：2018-2023Q1 中药上市企业营收情况



资料来源：Wind，招商银行研究院

备注：SW 中药，因 ST 康美财务造假问题波动较大除去

图 139：2018-2023Q1 中药上市企业归母净利润



资料来源：Wind，招商银行研究院

备注：SW 中药，因 ST 康美财务造假问题波动较大除去

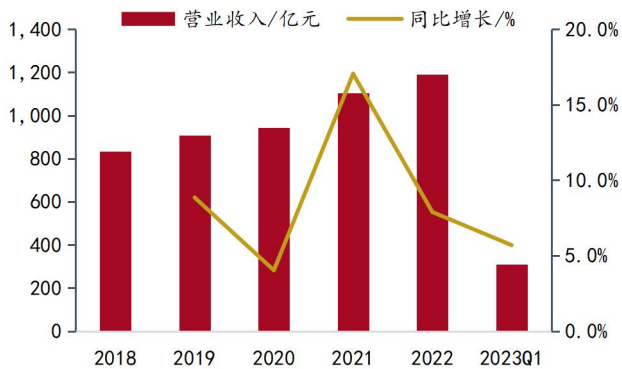
**原料药：上游成本增加使得业绩短期承压，下半年行业或将迎来拐点，长期来看特色原料药仍处于发展期。**疫情发生后，受国际供应链紧张的影响，中国化工产品价格指数、中国出口集装箱运价指数长期处于高位，上游成本高企挤压了原料药企业的利润。2023 年 Q1，在 1 月新冠疫情扩散影响企业生产和发货以及部分大宗原料药价格持续低迷的情况下，原料药出口额 112.7 亿美元，同比降低 15.2%。上市原料药企营收同比增长 5.7%，增速所有回落。而上游成本高企的压力下，2023 年 Q1，上市原料药企归母净利润更是降低 20.8%。

展望下半年，随着上游原材料价格见顶、海运成本回落，行业或将迎来拐点，企业利润端有望恢复。

长期来看，在老龄化趋势、重磅原研药的专利悬崖和带量采购政策的常态化推进的影响下特色原料药的市场需求有望进一步提升。国家原料药高端升级和环保政策的加持下，行业集中度有望逐步提升。原料药领域的龙头企业有望借助工艺技术、设备升级、客户口碑等进一步完成产业升级。此外，在国内仿制药集采+关联审评审批趋势下，原料药厂商的重要性和话语权提升，集采降价也天然有利成本优势大的原料-制剂一体化厂商。另一方面，原料药企业向 CDMO 业务的拓展，效果显著，规模普遍迅速做大。



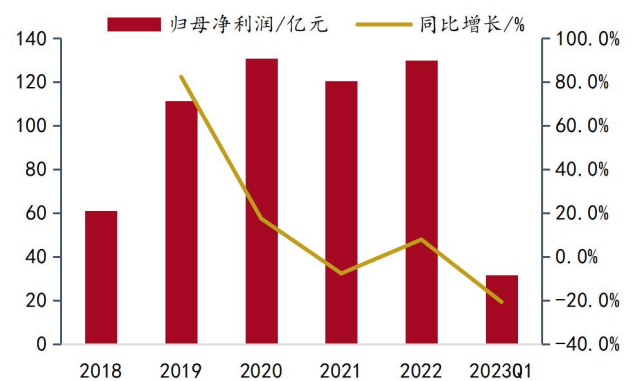
图 140：2018-2023Q1 原料药企业营收情况



资料来源：Wind，招商银行研究院

备注：SW 原料药，纳微科技属于生命科学上游，因此去除

图 141：2018-2023Q1 原料药企业归母净利润情况



资料来源：Wind，招商银行研究院

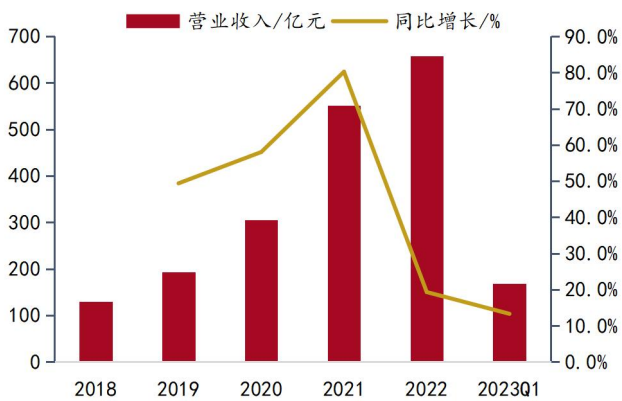
备注：SW 原料药，纳微科技属于生命科学上游，因此去除

**疫苗：新冠疫情影响持续减弱，传统疫苗需求恢复、重磅消费疫苗渗透率仍在提升都将极大改善疫苗行业景气度。**新冠疫情期间，我国疫苗产业得到快速发展。但随着新冠疫情变为乙类乙管，新冠疫情影响持续减弱。虽然 2022 年 12 月至今，国内又紧急批准了丽珠生物、康希诺、万泰生物、三叶草生物、神州细胞等公司的多个疫苗作为序贯接种方案，但由于疫情影响减弱，加强针接种降低，相关企业的新冠销售额持续降低。与此同时，随着新冠疫情影响管控放松，传统疫苗（包括儿童苗、流感苗和一些偏刚需的产品）需求恢复，而新冠带来的民众疫苗接种意识提升，也使得 HPV 疫苗、13 价肺炎疫苗、带状疱疹疫苗等创新消费疫苗的渗透率持续提升。总体来看，上市疫苗企业 2023 年 Q1 营收 168.7 亿元，同比增长 13.30%，主要得益于新冠影响持续减弱，传统疫苗需求恢复良好。利润端，上市疫苗企业 Q1 归母净利润为 38.3 亿元，虽然同比仍下降 2.02%，但相比 2022 年全年来看，利润端下行压力已经出现缓解，在 3 年疫情带来的高基数逐渐消化后，行业景气度恢复。

展望下半年，新冠疫苗的业绩窗口期基本结束。虽然 WHO 呼吁新冠流感化跟踪，建议每年接种疫苗，但随着新冠感染常态化和民众对于新冠疫苗接种疲倦，预计新冠疫苗销售额很难再有起色。同时，与上半年类似，随着新冠疫情影响持续减弱，传统疫苗接种需求仍在持续恢复，尤其是流感疫苗。儿童疫苗短期仍有恢复空间。



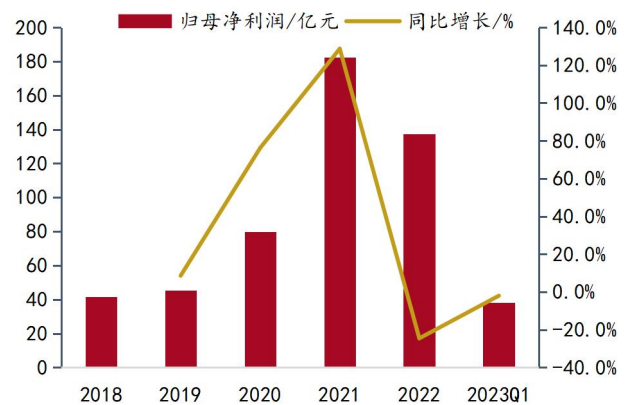
图 142：2017-2023Q1 上市疫苗企业营收情况



资料来源：Wind，招商银行研究院

备注：分类采用 SW 疫苗，华兰生物和辽宁成大的疫苗板块已单独上市，因此除去

图 143：2017-2023Q1 上市疫苗企业利润情况



资料来源：Wind，招商银行研究院

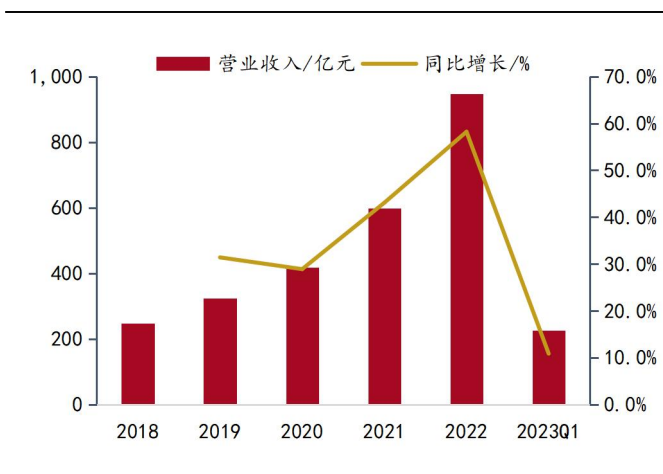
备注：分类采用 SW 疫苗，华兰生物和辽宁成大的疫苗板块已单独上市，因此除去

## 16.2 医疗服务：CXO 行业仍处在成长周期，受高基数和下游创新药景气度低迷影响增速下降

CXO 行业一方面持续受益于全球医药制造产能向中国转移，另一方面，新冠疫情相关的研发需求上涨与新冠特效药 CDMO 大订单的共同刺激下，2022 年 A 股 CXO 企业营业收入达到 948.2 亿，同比增长 58.21%，在整个医药子行业中增速最快。2018-2022 年，CXO 上市企业营收年复合增速达到 39.9%，行业景气度持续升高，行业也处于快速成长期。

CXO 行业景气度与创新药行业息息相关，研发投入来看，虽然药企仍在加大研发费用投入，但增速趋缓。在美联储加息影响下，2023 年上半年，全球医疗健康产业共发生 1570 起融资事件，同比减少 18 起；融资总额达 302 亿美元，同比降低超 25%，但总融资额仍居历史第三位。生物医药子板块，融资总额为 148 亿美元，同比降低 24.5%。因此，在生物医药产业融资遇阻叠加去年新冠特效药订单的高基数的共同影响下，国内 CXO 行业营收增速有所下滑。2023 年 Q1，A 股 CXO 企业营收 226.7 亿，同比增长 10.9%。虽然行业仍处于成长中，但增速下滑明显。此外，行业龙头药明康德年初给出企业全年业绩指引，预计全年收入增长 5-7%也为行业大部分的企业定了基调。

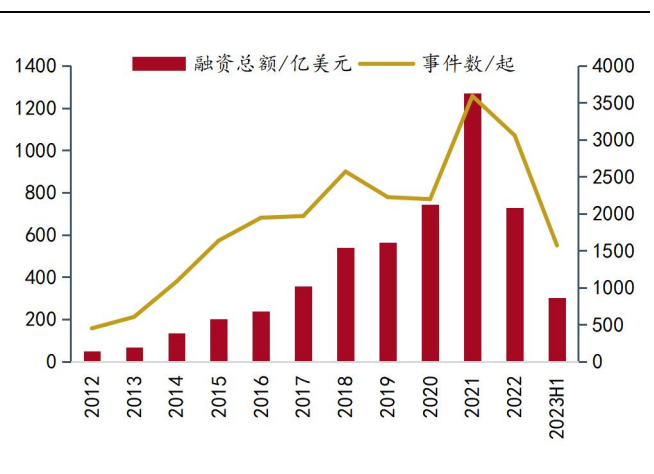
图 144：2018-2023Q1 CXO 企业营收



资料来源：Wind，招商银行研究院

备注：采用 SW 医疗服务（2021）分类

图 145：2012-2023H1 全球医疗健康产业融资趋势



资料来源：动脉网，招商银行研究院

展望下半年，一方面，有新冠订单的国内 CXO 企业仍需要消化去年的高基数，国内创新药行业基本面仍未恢复，而 CXO 企业产能已准备就绪使得产能相对过剩，为了争取订单，价格战仍将持续。另一方面，随着疫情管控放松，国内 CXO 企业更多选择出海参加展会争取海外订单，而国内工程师红利仍在。因此，全年来看，CXO 行业营收与 Q1 类似，仍将保持 10% 左右增长。此外，美联储已经步入加息尾声，年底或者明年如果逐步降息将会带动海外医药行业融资有望恢复，也有望提升国内创新药行业景气度。因此，明年 CXO 行业的业绩增速会有明显提升。

### 16.3 生命科学上游：短期受新冠高基数和下游创新药影响，长期“国产替代”仍将继续

近几年随着国家对生命科学相关领域的重视、疫情推动检验检测行业的发展以及创新风潮带动国内生物医药行业的火热发展，下游需求不断提升，带动生命科学上游行业长期景气度升高。

生命科学上游产业的下游应用分为检验检测、科学研究和生物医药制造。因此，2023 年 Q1 随着下游需求的影响，生命科学上游产业（表内所列企业）营收整体下降约 2%。尤其是跟生物医药制造需求关系较大的耗材和设备类，由于生物医药行业短期基本面仍处于调整，投融资数据仍然偏弱。因此，相关上游企业 2023 年 Q1 增速趋缓。而检验检测行业，由于跟新冠疫情关系极大，2023 年 Q1 其上游企业景气度更是重灾区。在新冠带来的高基数影响下，营收同比降幅较大，如诺唯赞、义翘神州、洁特生物等。相对来说，随着疫情管控放开，科研相关的企业营收增速恢复较好。



表 5: 2019-2023Q1 生命科学上游重点企业营业收入同比增长

细分领域	公司名称	下游主要应用	2019	2020	2021	2022	2023Q1
试剂	阿拉丁	科学研究	26.51%	11.43%	23.08%	31.25%	-5.43%
	泰坦科技	科学研究	23.60%	21.01%	56.32%	20.50%	12.54%
	诺唯赞	检验检测	57.13%	482.92%	19.44%	91.00%	-69.03%
	义翘神州	科学研究	29.88%	782.76%	-39.53%	-40.43%	-10.80%
	百普赛斯	科学研究	47.90%	138.47%	56.30%	23.12%	20.18%
	优宁维	科学研究	30.29%	7.90%	30.69%	7.69%	13.22%
	奥浦迈	生物医药制造	73.53%	111.86%	70.40%	38.03%	-6.85%
耗材	昌红科技	生物医药制造	3.13%	56.29%	0.84%	8.93%	-2.73%
	洁特生物	生物医药制造	19.29%	103.61%	69.80%	-28.71%	-61.05%
	纳微科技	生物医药制造	57.40%	58.05%	117.74%	58.17%	-6.38%
	泰林生物	生物医药制造	13.84%	10.50%	41.50%	32.16%	9.72%
仪器设备	楚天科技	生物医药制造	17.42%	86.65%	47.08%	22.55%	13.44%
	东富龙	生物医药制造	18.11%	19.60%	54.83%	30.45%	15.04%
	聚光科技	检验检测、科学研究	1.85%	5.28%	-8.55%	-7.99%	3.39%
	海尔生物	生物医药制造	20.30%	38.47%	51.63%	34.72%	22.02%
	禾信仪器	检验检测、科学研究	20.30%	38.47%	51.63%	34.72%	22.02%
模式动物	药康生物	科学研究	261.64%	35.91%	50.35%	31.29%	20.69%
	南模生物	科学研究	27.47%	26.74%	40.31%	10.07%	19.18%

资料来源: Wind、招商银行研究院

展望下半年,国内科研经费相对充足,科研端恢复预计将快于工业端,因此阿拉丁、泰坦科技等主要服务于高校科研的试剂企业和模式动物板块恢复较好。工业端方面,仍需等待下游医药制造行业的需求拐点,预计压力仍然较大。而受益于新冠疫情的企业,今年在高基数的影响下,业绩进一步承压。

长期来看,我国生命科学上游行业仍处于发展初期,国内“自主可控”背景下,国产化率只有 10%-30%,国产替代空间依旧。海外端,随着国内制造能力升级,仍有大量市场空间可以开拓。而行业本身产品种类多而杂、单一产品市场空间小的特性,需要企业不断自主研发或者通过并购的方式扩宽能力边界,打开发展空间。



## 17. 畜牧养殖：猪鸡将持续筑底

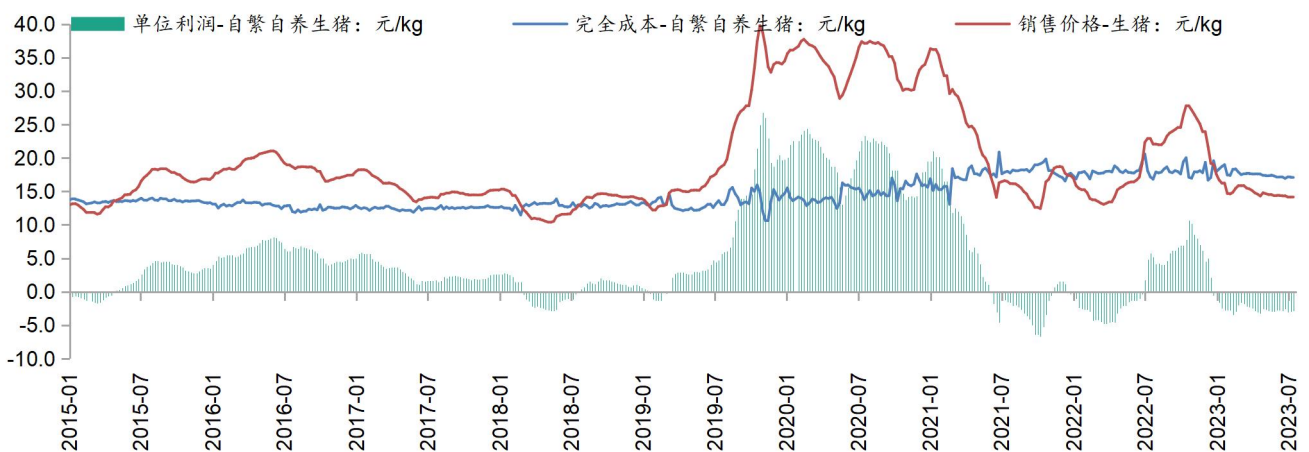
### 17.1 生猪养殖：上半年受消费疲软影响行情偏弱，关注猪价下半年下行风险

2023年上半年猪价表现是“节前快速下跌+低位窄幅震荡”。6月30日生猪价格约14.2元/kg，累计跌幅-24%。分阶段趋势来看，今年春节前（2023.1.1-2023.2.3）猪价持续下跌，是延续了去年10月以来的由于新冠疫情放开和二次育肥集中出栏导致的一轮剧烈猪价下探。此轮猪价从2022年10月底的27.8元/kg，下跌至2023年2月初的14.7元/kg，降幅达47%；对应今年初到2月初的猪价跌幅为17%。春节后至今（2023.2.3-2023.6.30）猪价大致在14-15元区间，低位窄幅震荡。

从生猪均价来看，上半年均价为14.9元/kg，同比略涨5.3%；环比去年下半年23.1元/kg的均价下跌35.7%。Q1、Q2均价15.3、14.4元/kg，同比分别为15%、-3%，Q2季度均价同比由正转负的主要原因是去年4月下旬猪价开启持续上涨带来的高基数效应。

从养殖盈利来看，今年以来持续处于亏损状态，但幅度较前两年深亏的情况有所缩小。行业过去两三年一直处于盈利的巨大波动中，2021.6月-2022.6月行业经历了历史最长时间、同时也是最大幅度的亏损。在去年7月行业盈利由负转正，并且在10月中下旬单头盈利超过1000元/头，这又创下了除2019-2021年之外的最高盈利。其后猪价明显回落，养殖盈利有所收窄，从去年12月下旬转负并持续至今。截至6月30日，自繁自养、外购仔猪单位成本分别为17.2、17.3元/kg；对应养殖收益为-3.0、3.2元/kg，单头利润为-346、-362元/头。

图 146：2015 年以来猪价、自繁自养成本及盈利：元/kg



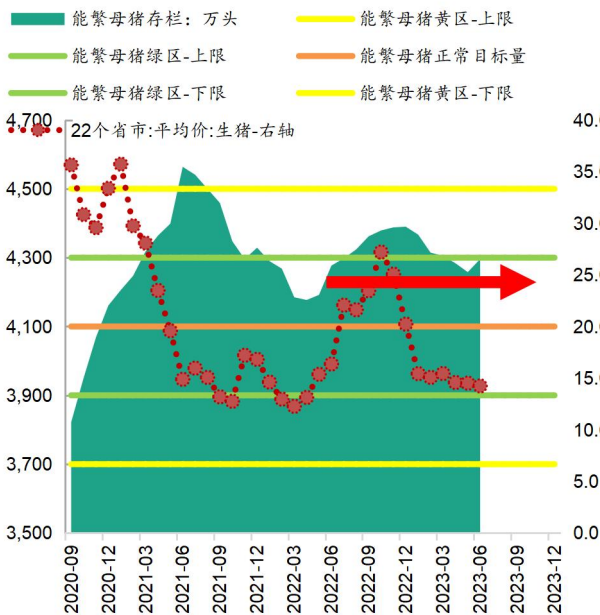
资料来源：Wind，招商银行研究院

展望未来半年行情，我们认为：

1) 节奏方面，维持 2023Q2 季度拐点的判断不变。考虑到能繁母猪在去年 6 月份开始环比上涨，并持续至去年 11 月，意味着大致在 2023 年 Q2 季度前的生猪出栏量相对偏紧，下半年出栏量相对更多，对应猪价将呈现“前高后低”形态。

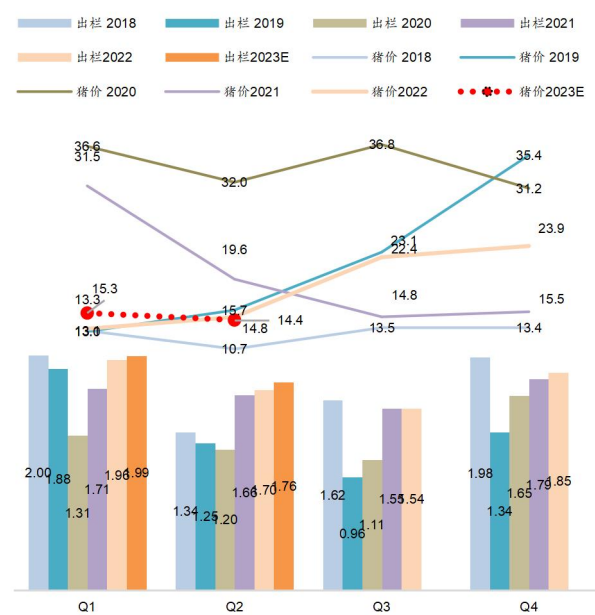
2) 均价方面，下调全年均价预期至 14 元/kg 左右。由于当前仍是猪周期持续筑底的拐点阶段，导致我们对全年均价的预测难度较大。本次下调全年均价，主要是由于今年上半年猪价低于我们的预期。年初我们预计待疫情放开全民免疫后，猪肉需求将迎来一定修复和反弹，整体均价或处于盈亏平衡附近。但是实际消费需求相对疲软，上半年猪价表现不佳。加之，上文我们判断 2023 年全年猪价前高后低，因此我们下调全年均价至 14 元/kg 左右，对应上下半年均价分别为 14.9 元/kg 与 14 元/kg 附近。另外，虽然去年下半年的能繁母猪补栏积极性一般，能繁母猪环比增长的幅度不快，这或许意味着今年下半年供给增幅或相对较小，猪价下行幅度不会过于剧烈，但仍需密切跟踪猪价的下行风险。

图 147：本轮猪周期能繁母猪存栏：万头



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 148：我国生猪季度出栏及均价：亿



资料来源：Wind，招商银行研究院

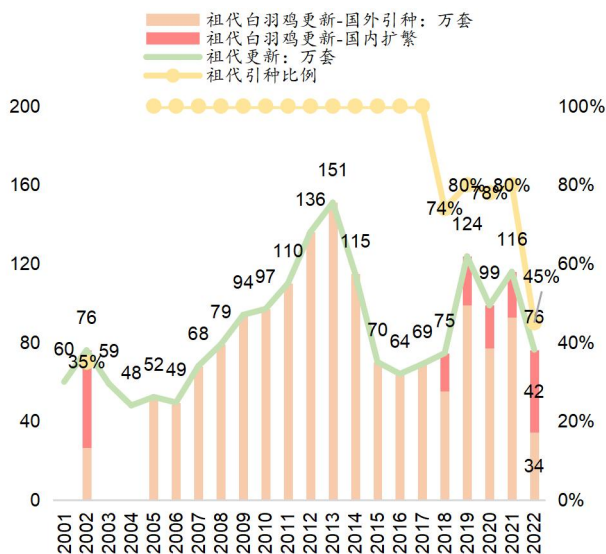


## 17.2 白羽鸡：下半年鸡价预计偏弱，引种受限影响或在年底传导至终端出栏

白羽鸡祖代引种在 2022 年年中有所受阻，今年 Q2 季度开始有所修复。一般来说，根据我国白羽鸡年销 50 亿羽估算，我国祖代白羽鸡（在产）存栏需求大约为 100-120 万套左右水平。2022 年我国白羽鸡祖代更新量约 76 万套，其中海外引种量受美国禽流感影响大幅减少，仅为 34 万套；国内自繁祖代约 42 万套，占白羽鸡祖代更新的 6 成。

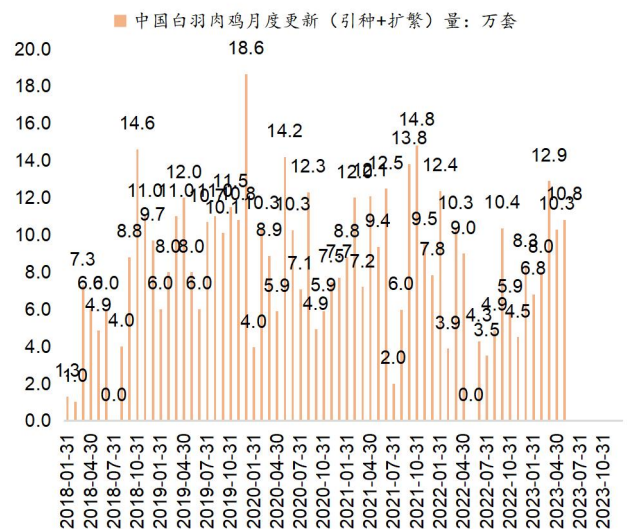
从卓创资讯调研的祖代鸡月度更新量来看，2022 年 1-4 月有祖代鸡引种，但 5-7 月、10-11 月引种量为 0，去年全年祖代更新量依靠国内自繁（换羽）有所恢复，但仍处于相对低位。2023 年白羽鸡祖代更新量有所回升，近三月月度更新量均在 10 万套以上的水平，主要是年末前后新冠疫情推迟了部分到港量。按照白羽鸡约 1.5 年左右扩繁+生产周期，预计去年引种受限影响或在今年年底后传导至终端出栏。但是由于整体引种受限持续时间不长，预计影响相对有限。

图 149：我国白羽鸡祖代引种/更新量：万套



资料来源：海关总署，招商银行研究院；注：2005-2017 引种比例较高，预计达 9 成以上

图 150：白羽鸡祖代月度更新量：万套



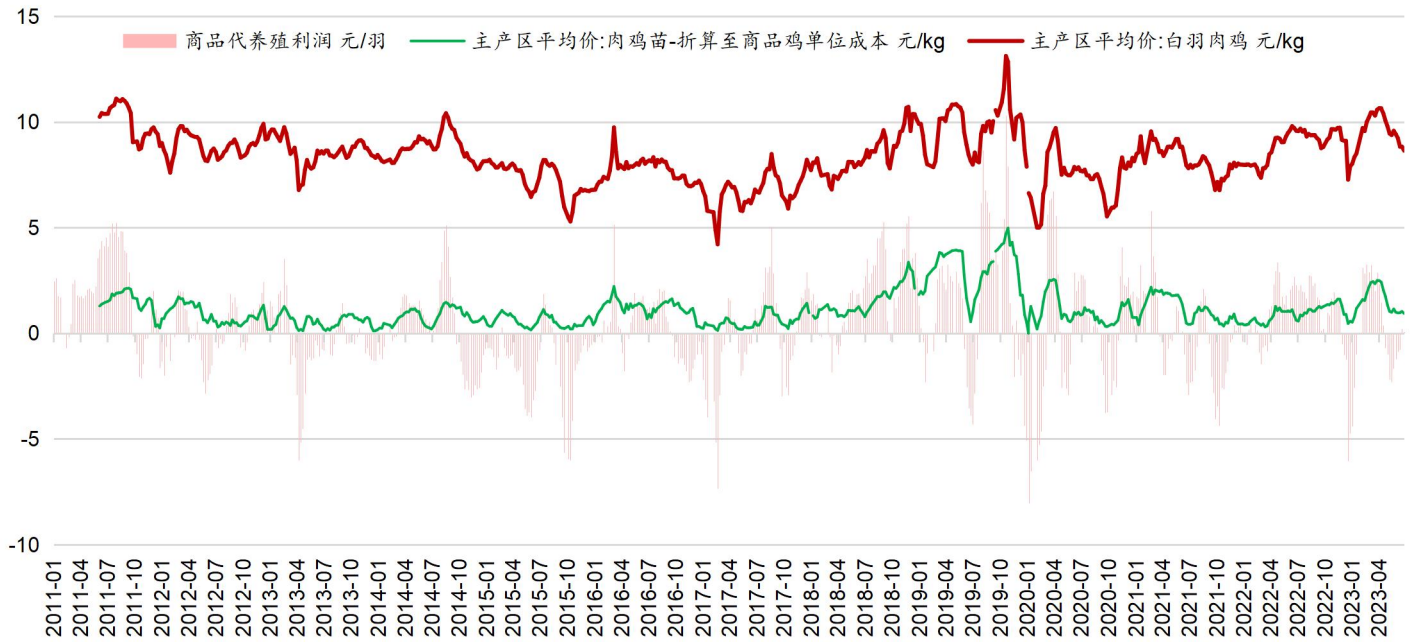
资料来源：卓创资讯调研，招商银行研究院

根据博亚和讯，2023 年 6 月 30 日毛鸡、鸡苗价格分别为 8.6 元/kg、2.3 元/kg，同比分别为-9.8%、33%。鸡价今年年初行情较好，主要是年底前后新冠疫情放开导致供给相对较少；但在 4 月底价格开始下跌。展望来看，由上两节内容可知，祖代供给端影响有望在 2023 年底传导至商品代价格，在此之前价格可能处于弱势震荡。养殖利润方面，毛鸡养殖利润在 4 月底由正转负，6 月 30 日为略盈 0.03 元/羽。鸡苗利润今年转正明显，但 5 月中旬亦跟随毛鸡价格下跌。



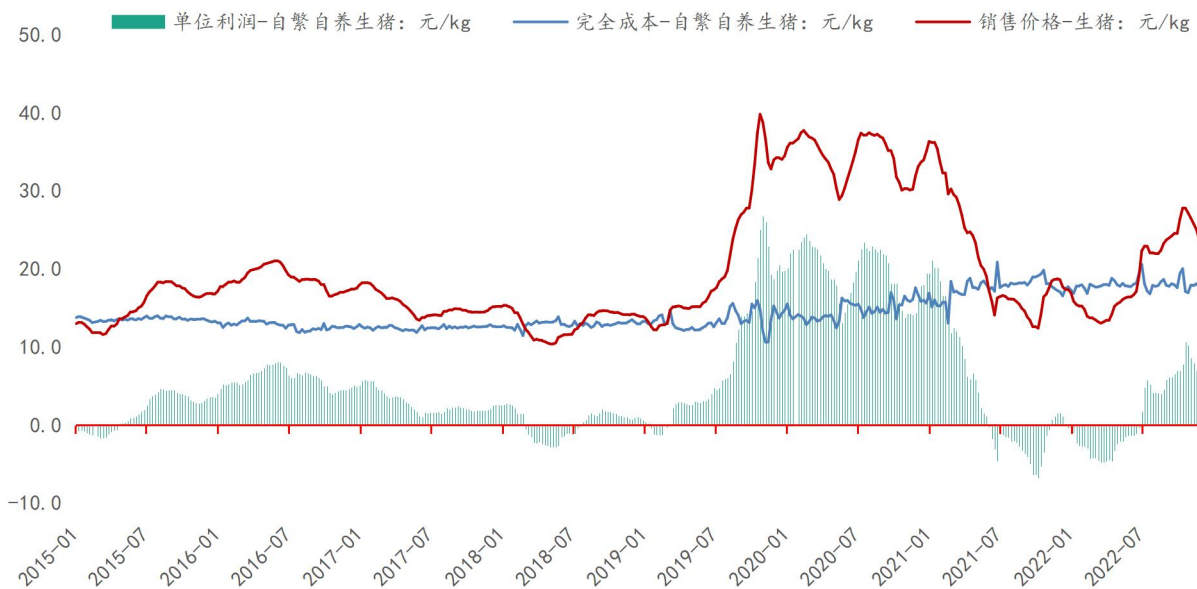


图 151: 商品代毛鸡价格、商品代养殖利润: 元/kg、元/羽



资料来源: Wind, 招商银行研究院

图 152: 2015 年以来猪价、自繁自养成本及盈利: 元/kg



资料来源: Wind, 招商银行研究院



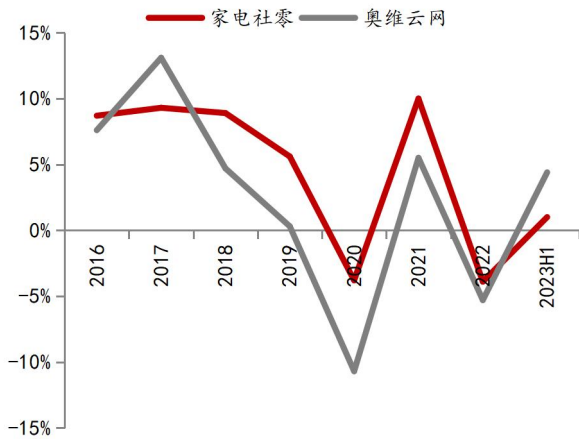


## 18. 家电：上半年小幅修复，下半年改善力度更大

### 18.1 回顾：内需和外销边际好转，成本端持续改善

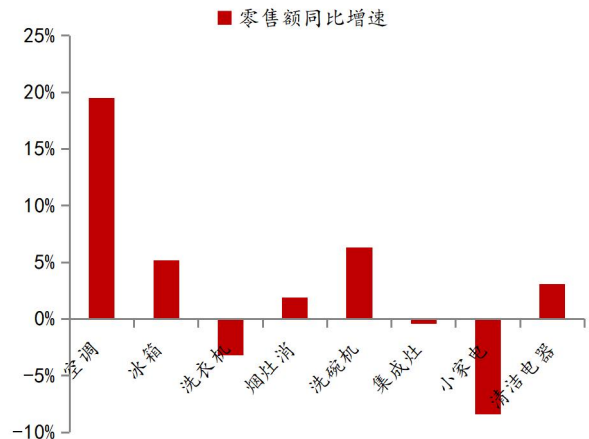
国内需求反弹力度偏弱。今年国内家电零售市场并未在去年低基数上实现大幅反弹，奥维数据显示今年上半年家电零售额约 3982 亿元，同比增长 4.4%（社零口径为+1%），增速未达 2019 年以前 6.5%-7% 的增速中枢。除了空调以外，主要的大家电品类如冰箱、洗衣机、油烟机、燃气灶的零售额基本上都是低个位数增长或者是下降。若剔除结构升级带来的均价增长，则家电零售量表现更为低迷，奥维咨询给出的 19 个品类中，仅 4 个品类销量实现同比正增长。

图 153：家电零售额同比增速



资料来源：Wind，奥维云网，招商银行研究院

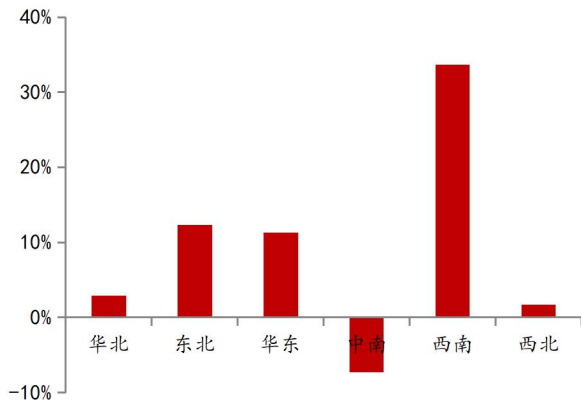
图 154：家电主要品类零售额增速



资料来源：Wind，奥维云网，招商银行研究院

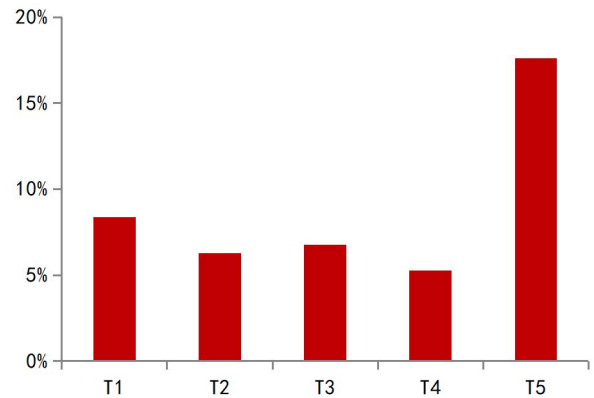
- **空调一枝独秀。**2023H1 空调零售额 1290 亿元，同比增长 18.5%；全国零售量 3690 万台，同比增长 17.6%。空调超出平均水平的表现我们预计主要是由于去年以来西南地区持续高热，居民家庭预防性购买增多。分大区看，西南区上半年零售额同比增速 34%，华东区和东北区约 11%，其他区域则是个位数增长或下跌。此外，电商平台如天猫优品在下沉市场的发力也驱动了空调品类的高增长，T5 级市场零售额同比增长 17.6%，T1-T4 级市场均是个位数增长。
- **市场呈现 K 型分化。**线下市场，高端电视、空调和冰箱的份额分别提升 0.3、1.2、0.5 个百分点，嵌入式、集成式的品类获得消费者青睐。与此同时，线上市场，低端电视、空调和冰箱的份额也在增加，同比增幅分别为 1.1、0.6 和 0.8 个百分点。奥维咨询指出家电市场的 K 型分化的背景是消费者的圈层化，高端用户的消费能力和高端市场的发展潜力超过预期，而低线城市的发展也带动了对于性价比产品的需求。

图 155: 空调分大区零售额增速



资料来源: 奥维云网, 招商银行研究院

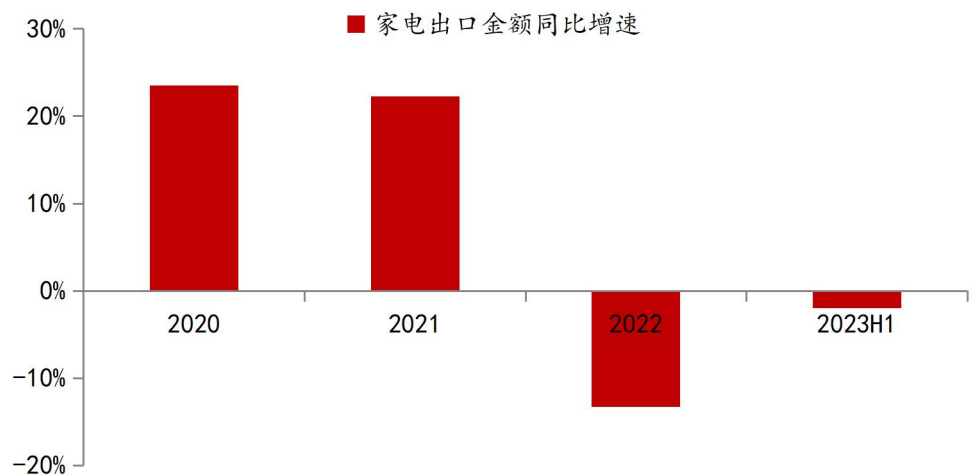
图 156: 空调分线级零售额增速



资料来源: 奥维云网, 招商银行研究院

出口的基数压力仍在延续, 但力度开始减弱。2020-2021 年国内供应链在疫情期期间展现韧性, 家电企业充分享受了出口订单的替代红利, 高基数影响延续至今。海关数据显示, 今年上半年家电出口金额 430 亿美元, 同比下降 2%。但是, 经过 2022 年的消化之后 (全年出口额同比下降 23%), 高基数的压力也已经减弱, 出口降幅明显收窄且 3-6 月实现 4 个月连续正增长。分品类来看, 空调、冰箱、吸尘器等大规模品类同比分别下降 6.5%、10%、4.7%, 个护大类、洗衣机和电风扇则实现了正增长。

图 157: 家电出口金额



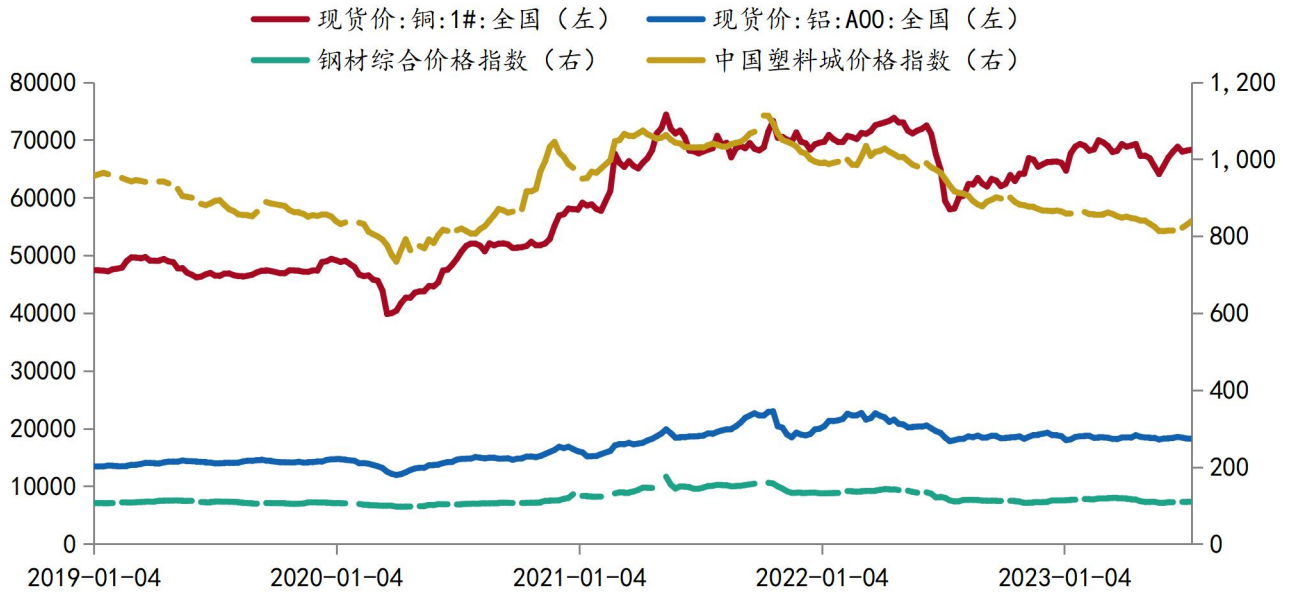
资料来源: Wind, 招商银行研究院

成本下降助力家电行业盈利能力恢复。1) 原材料价格回落: 在 2022 年上半年创下阶段性高点以后, 家电主要原材料价格持续回落。2023 年上半年除了铜价较年初上涨 3% 以外, 铝、钢材和塑料价格都继续回落。受益材料成本



下降，美的集团、海尔智家和格力电器毛利率已呈现回升态势。2) 海运费下滑和美元升值有利于出口业务利润：随着疫情影响消退以及港口恢复正常运营，全球运力紧张局面明显缓解，海运运费自 2022 年年初以来快速下降。6 月份 CCFI 指数较今年年初下降 32%，较去年高点下降 72%。此外，美元对人民币汇率的升值也从毛利润和汇兑收益两端对出口业务形成正向刺激。

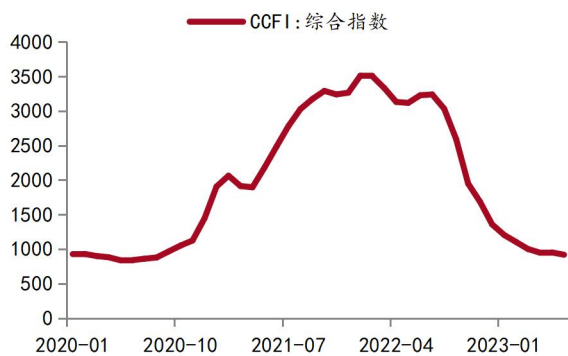
图 158：家电主要原材料价格



资料来源：Wind，招商银行研究院

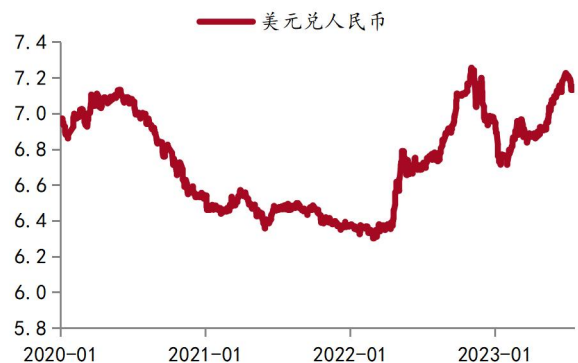
注：铜、铝价格单位为元/吨

图 159：中国出口集装箱运价综合指数 CCFI



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 160：美元兑人民币汇率



资料来源：Wind、招商银行研究院

## 18.2 展望：内需延续修复，海外调整进入后半段

内需市场下半年受益于房地产竣工提速与促消费政策，中长期关注结构升级。由于房地产长期增长中枢下移，叠加家电主要品类渗透率已经达到较高水



平。国内家电市场已经进入存量市场，长期的增长逻辑在于结构升级趋势下的产品均价提升，我们预计中长期而言家电行业能够实现平稳增长，但增速预计维持个位数水平。短期来看，今年上半年房地产竣工有所提速，预计将对下半年的家电消费形成提振作用。此外，商务部等 13 部门近日联合出台《关于促进家居消费若干措施的通知》，也对家电行业形成利好。绿色家电、智能家电和适老化家电是《通知》里重点支持的品类，下沉市场也将受益于新一轮的家电下乡。因此，我们判断下半年国内家电零售增速将较上半年有所提速。

出口方面，我们同样判断下半年表现将好于上半年。一方面，2022 年下半年家电出口回调深度大于上半年，使得今年下半年基数压力进一步减轻。另一方面，欧美市场的需求有触底企稳或者是恢复的迹象，欧洲高涨的能源价格对于消费的挤出效应不断减弱，消费者信心快速回升，美国家电去库存取得一定成效，需求有望企稳。中长期来看，品牌出海依然是家电企业扩大全球份额的重要手段，海外收购和跨境电商是值得长期关注的两大路线。

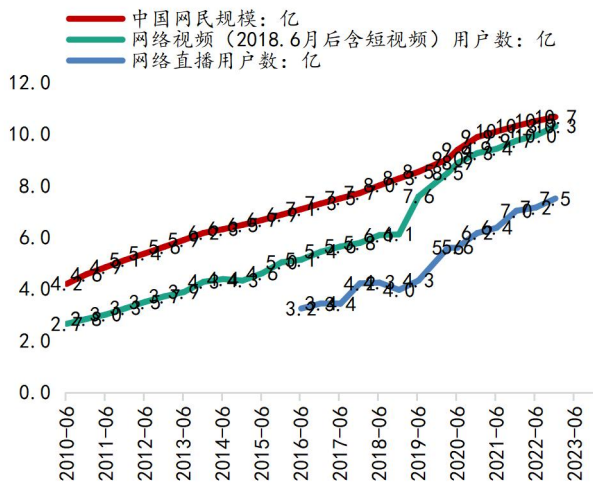


## 19. 文化传媒：线上线下均迎来修复

### 19.1 线上娱乐：头部平台延续修复态势，短视频电商是亮点

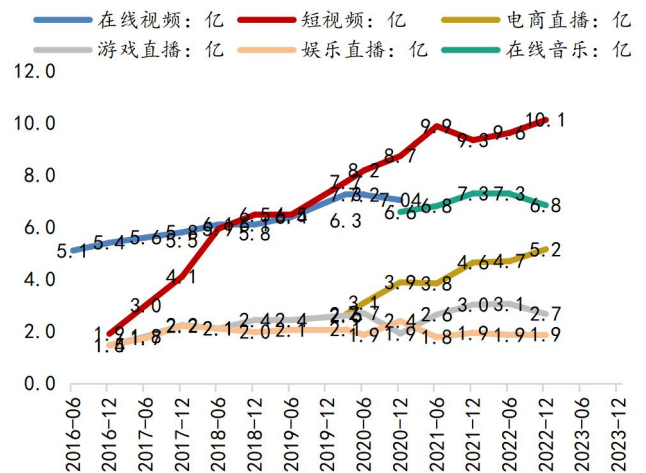
根据 CNNIC 对全国流媒体用户数统计，网络视频和网络直播用户数增速见顶。网络视频用户数 10.3 亿，同比+5.8%；网络直播用户数 7.5 亿，同比+6.8%。从细分赛道来看，短视频和电商直播的用户数有较明显回升，在线音乐、游戏直播有明显下降，其余赛道变化不大。短视频用户数为 10.1 亿，同比+8.3%。电商直播用户数 5.2 亿，同比+11%，去年上半年淘系两大头部主播停播，全年行业表现一般，但今年上半年出现一定修复和回升，可能原因是短视频平台的电商直播贡献了增量。

图 161：中国网民、网络视频、直播用户数：亿



资料来源：CNNIC，招商银行研究院

图 162：流媒体细分行业用户数：亿



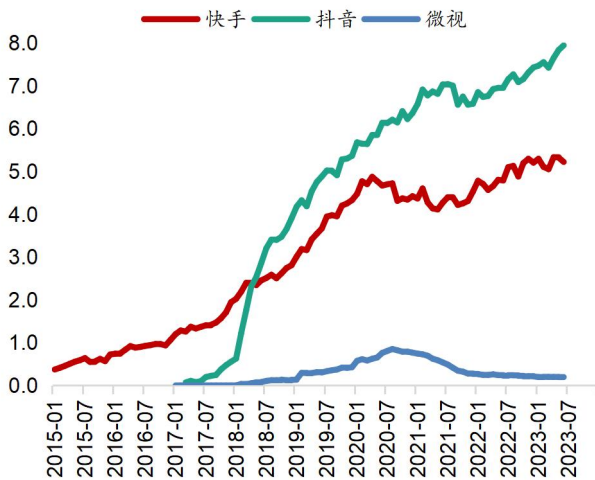
资料来源：CNNIC，招商银行研究院

行业头部公司在去年下半年开始逐步企稳。对于短视频行业，抖音凭借电商增长拉开快手差距。根据易观统计，2023 年 6 月抖音、快手 MAU 分别为 7.9、5.2 亿，同比增长分别为 14%、9%。对于在线视频行业，去年受平台监管后股东生态战略的影响，部分头部在线视频平台一度收缩，四季度后有企稳迹象。预计随着今年排播内容的丰富，头部平台有望延续修复态势。值得关注的是，芒果 TV 凭借热门 IP 综 N 代节目持续缩小与爱奇艺和腾讯视频的差距。2023 年 6 月腾讯、爱奇艺、芒果 TV、B 站 MAU 分别为 4.3、5.8、3.1 亿，同比分别为 0.6%、24.6%、28.8%。



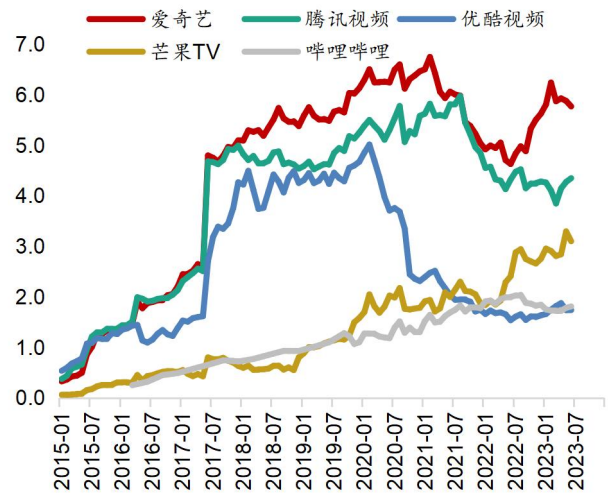


图 163: 短视频平台抖音、快手、微视 MAU: 亿



资料来源: 易观, 招商银行研究院

图 164: 在线视频平台 MAU: 亿

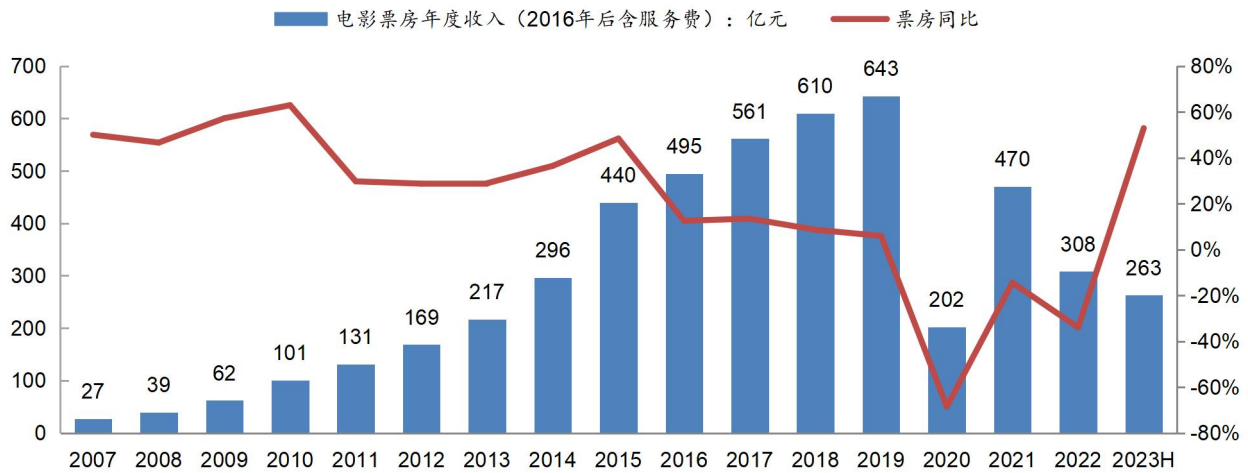


资料来源: 易观, 招商银行研究院

## 19.2 电影院线: 积压观影需求释放带动票房修复明显, 关注暑期档情况

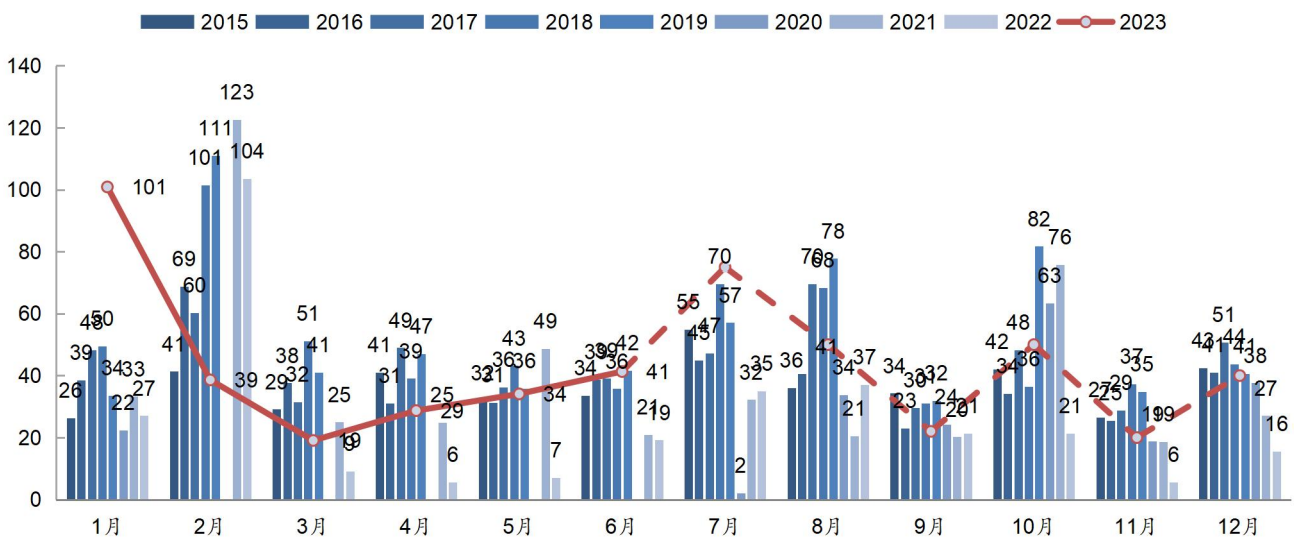
2023年1-6月电影票房263亿, 同比53%, 虽然未能修复至2019年的水平, 但基本与2017年相近。去年由于新冠疫情对Q2、Q3的长三角和Q4的全国的影响, 导致全年票房仅308亿元, 大幅低于市场年初预期。今年疫后修复呈现供需双强, 直接原因是去年受疫情影响未能如期定档的影片以及新片相继在今年有序定档上映, 引导积压性观影需求释放, 带动各节日档期票房表现出色。按照目前暑期档的恢复强度线性外推下半年票房, 预计全年票房有望达到520-550亿元的水平, 大致相当于2019年8-8.5成, 与2017年相近。

图 165: 电影票房年度收入



资料来源: Wind, 招商银行研究院; 注: 2021 为相比 2019 年复合增速

图 166: 全国电影单月票房: 亿元



资料来源: Wind, 招商银行研究院; 注: 2023 下半年数据为预测值

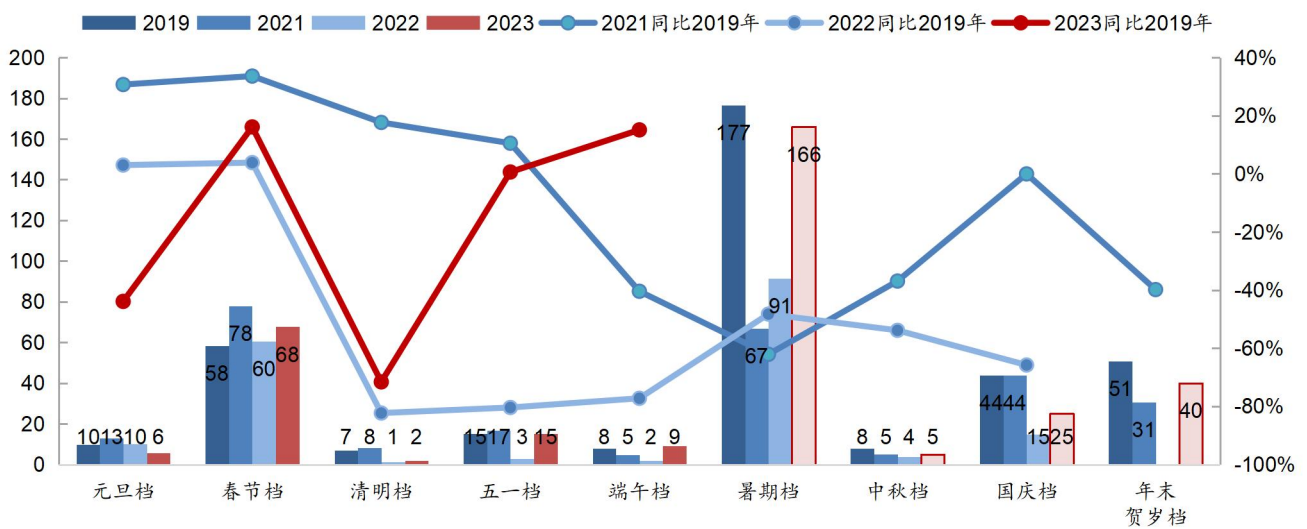
今年以来的节日档期中，春节档、端午档、截至 7.20 暑期档的电影票房均有较好的表现。其中，春节档是历史第二高，主要是由于去年未定档的影片积压在春节档上映，多部头部影片拉动观影需求所致。端午档和暑期档主要受到票房最大黑马《消失的她》带动，预计 7 月票房有望创新高，但 8 月就目前的片源来看相对 7 月偏弱，预计整体暑期档将呈现“前高后低”的态势。

暑期档后续还可以关注《封神第一部》、《超能一家人》、《巨齿鲨 2: 深渊》等，预计票房分别为 10-14、15、10 亿元。



在业务经营策略方面，鉴于院线影院受整体行业景气下行和新冠疫情影响，连续三年处于弱势。值得注意的是，这一状况是几乎接力在过去近十年的行业高速增长之后的，对应是当前行业供给侧的格局十分分散，长尾的影院/影投非常多，经营效率参差不齐且大部分偏低。在如此大的需求冲击之下，行业出清和整合的节奏预计会加速。

图 167：近三年节日档期票房相比疫情前水平增速



资料来源：Wind，招商银行研究院；注：2023 下半年数据为预测值

表 6：暑期档影片预计票房：亿元

	电影名称	上映时间	至 7.20 票房	预测票房	类型	导演/监制	演员	出品公司
1	消失的她	6.22	34	35	剧情	陈思诚	朱一龙、倪妮、文咏珊	北京壹同传奇、淘票票、上海电影、猫眼
2	八角笼中	7.6	17	21	剧情	王宝强	王宝强	宝唐影业、图木舒克向日葵影业、猫眼、北京乐开花影业、北京壹同传奇
3	长安三万里	7.8	9.2	15	动画			上海追光动画、阿里影业、猫眼
4	变形金刚：超能勇士崛起	6.9	6.5	6.5	科幻			美国派拉蒙影片
5	我爱你！	6.21	4	4.2	爱情		倪大红、惠英红、梁家辉	联瑞影业、横店影视
6	蜘蛛侠：纵横宇宙	6.2	3.6	3.6	动画			哥伦比亚影片、漫威影业
7	扫毒 3：人在天涯	7.6	2.7	2.8	动作	邱礼涛	古天乐、郭富城、刘青云	广州英明文化、寰宇娱乐、北京人间指南影业
8	碟中谍 7：致命清算	7.14	2.5	5	动作		汤姆克鲁斯	美国派拉蒙影片
9	茶啊二中	7.14	2	3.5	动画			光线影业、北京彩条屋
10	闪电侠	6.16	1.9	1.9	动作			美国华纳兄弟
	封神第一部	7.20		14	神话		费翔、李雪健、黄渤	京西文化



	超能一家人	7.21		15	喜剧		艾伦、沈腾	开心麻花
	热烈	7.28		8	剧情	大鹏	黄渤、王一博、岳云鹏	儒意影业、他城影业
	巨齿鲨2：深渊	8.4		10	动作		杰森斯坦森、吴京	上海华人影业、华纳兄弟
	孤注一掷	8.11		5	剧情		张艺兴、金晨、咏梅	坏猴子文化
	暗杀风暴	8.18		2	悬疑	邱礼涛	古天乐、张智霖、吴镇宇	银都机构、广东异格传媒
	学爸	8.18		4	喜剧		黄渤、单禹豪、闫妮	银河酷娱文化传媒、上海瀚纳影视、北京欢喜首映
	念念相忘	8.22		2	青春		刘浩存、宋威龙	亭东影业

资料来源：猫眼，招商银行研究院

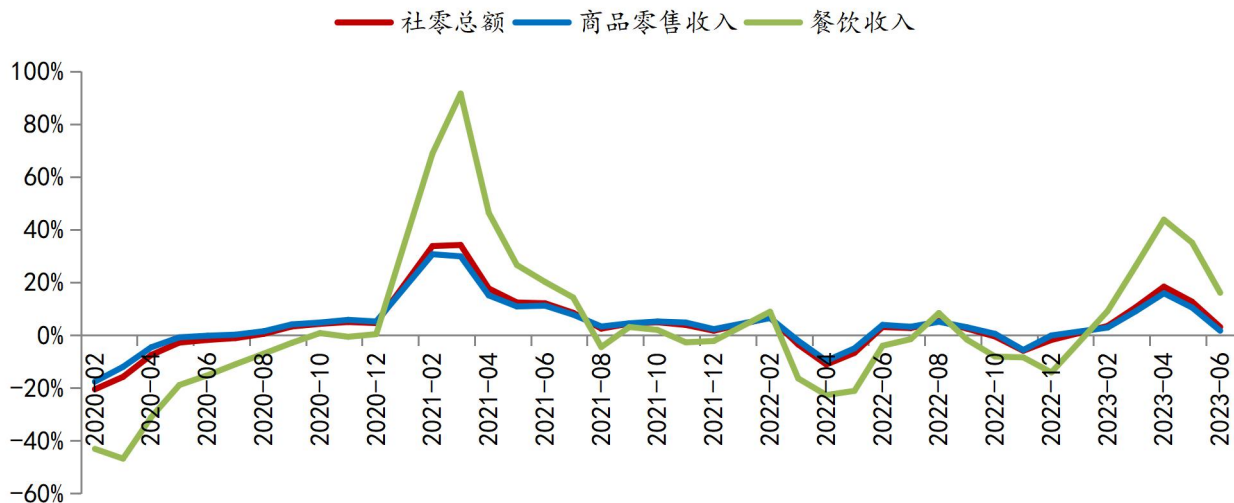
## 20. 商业连锁：市场逐渐向常态靠拢

### 20.1 回顾：市场逐渐向常态靠拢，但恢复进度受到消费意愿制约

过去 3 年国内疫情间歇性反复，社零增速随之上下波动。随着管控政策的全面放开，今年以来消费市场整体呈现复苏态势，上半年社零总额累计同比增长 8.2%。从力度上看，消费增长较疫前中枢仍有差距（2023 年相比 2020 年的年均增速为 4.0%），一方面居民收入预期修复不充分，消费倾向偏低；另一方面，社零总额作为名义变量其增速水平还受到 CPI 通胀下行的抑制。

分结构看，上半年社零主要呈现三大特征：①餐饮收入（+21.4%）恢复弹性大于商品零售（+6.8%）。我们判断与餐饮前期受到疫情冲击更严重，基数较低有关。从 3 年平均增速上看，商品零售和餐饮收入分别为+4.2%和+2.8%。②网购增速（+10.8%）好于实体零售（+5.2%）。尽管网购增速中枢逐渐下移，但电商平台通过营销创新、用户挖潜等方式仍能获得稳健增长，而线下多数业态则处于转型过程。③乡村消费（+8.4%）恢复快于城镇（+8.1%）。

图 168：社会消费品零售总额当月同比



资料来源：Wind，招商银行研究院

### 20.2 展望：政策频出助推短期复苏动力释放，中长期关注集中度提升主线

近日国家发改委在新闻发布会中指出下半年将进一步做好促进消费工作，前期已基于深度研究形成了有关恢复和扩大消费的政策文件，将作为综合性文件于近期发布。同时，7 月份发改委、商务部、财政部等多个部门也针对不同





消费品出台了具体的促消费措施，包括汽车、家居和电子产品等，预计将促进下半年消费市场。

表 7：近期促消费相关政策

发布时间	相关部门	文件名称	主要内容
2023. 7. 21	发改委、 工信部等 13 个部门	《关于促进汽车消费的若干措施》	优化汽车限购管理政策、支持老旧汽车更新消费、加快培育二手车市场、加强新能源汽车配套设施建设、着力提升农村电网承载能力、降低新能源汽车购置使用成本、推动公共领域增加新能源汽车采购数量、加强汽车消费金融服务、鼓励汽车企业开发经济实用车型、持续缓解停车难停车乱问题等
2023. 7. 21	发改委、 工信部等 7 个部门	《关于促进电子产品消费的若干措施》	围绕加快推动电子产品升级换代、大力支持电子产品下乡、打通电子产品回收渠道、优化电子产品消费环境
2023. 7. 18	商务部、 发改委等 13 个部门	《促进家居消费的若干措施》	推动家居消费绿色化、智能化、适老化，促进家居产业升级和消费升级，为家居消费提供更多服务和便利

资料来源：招商银行研究院根据公开资料整理

长期视角来看，消费整体回归常态化后行业集中度提升的主线更值得我们长期关注。数据显示，目前我国商品零售、餐饮消费等业态的集中度相比欧美国家明显偏低，前五大公司的份额大约在 5% 左右，连锁化和品牌化过程有望孕育强竞争力的龙头公司。具体而言，商品零售公司对于精细化运营要求高，数字化改造是扩大份额的前提；餐饮行业细分赛道多，大规模龙头公司诞生的概率主要取决于赛道空间和供应链标准化的难易程度。

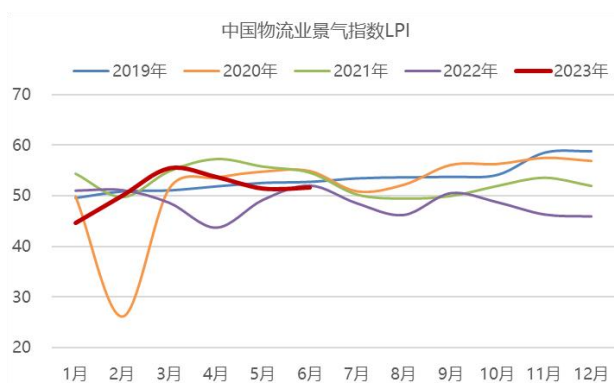


## 21. 快递物流：上半年复苏偏弱，下半年修复或由弱渐强

### 21.1 物流快递实际恢复速度不及预期，全年或呈“U型”复苏

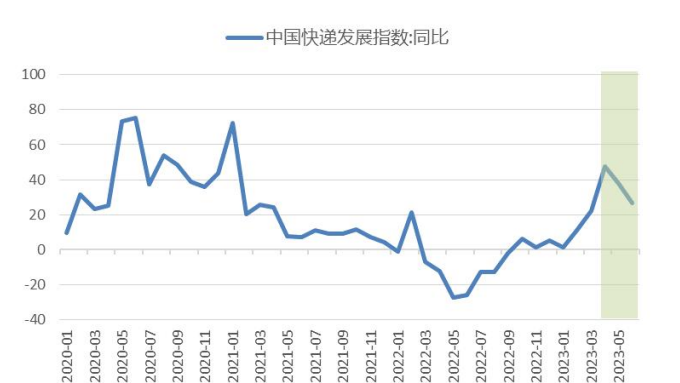
全国物流行业景气度上半年逐季回落，快递行业二季度弱复苏。回顾上半年，1月份受疫情达峰与春节因素共同影响，2、3月份则迎来疫后需求和订单的一波集中释放，我国物流业景气指数LPI一季度由低走高。但随着二季度国内消费市场恢复不及预期，LPI快速回落，6月份跌至荣枯线附近，创下2019年以来同期新低（图红线部分）。聚焦快递行业，根据国家邮政局按月披露的中国快递发展指数，自4月份以来同比数据快速下滑（图绿色阴影部分）。虽然受去年二季度上海等多地疫情封控影响，快递行业订单与配送受影响较为严重、基数较低，但今年二季度同比数据仍显示恢复力度偏弱。

图 169：上半年中国物流业景气指数（LPI）回落



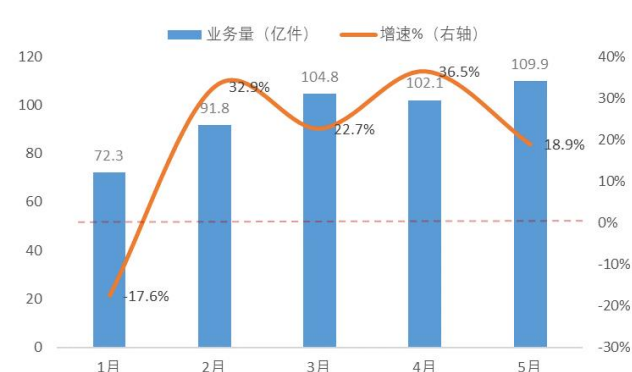
资料来源：中国物流与采购联合会，招商银行研究院

图 170：中国快递发展指数显示行业景气度 Q2 走低



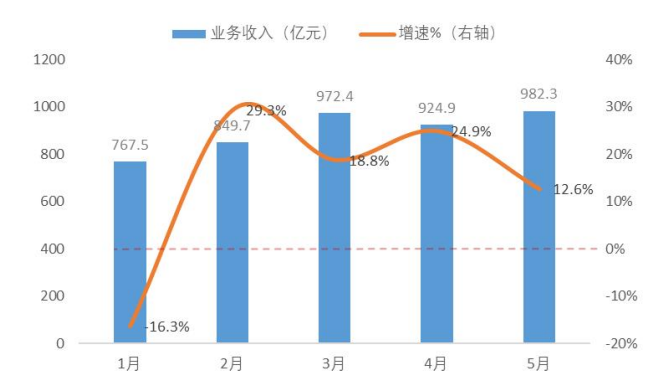
资料来源：Wind，国家邮政局，招商银行研究院

图 171：2023 年上半年快递业务量增速呈 M 型



资料来源：国家邮政局，招商银行研究院

图 172：2023 年二季度快递业务收入增速收窄



资料来源：国家邮政局，招商银行研究院

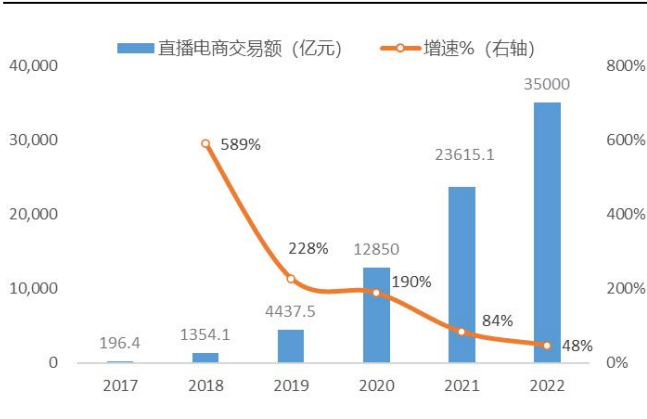
从上半年快递行业数据来看，业务量与业务收入实际恢复速度低于预期。根据国家邮政局数据，2023年1~5月，全国快递业务量480.9亿件，同比增长17.5%；实现快递业务收入4496.8亿元，同比增长12.3%，行业整体增速由去年全年低个位数修复至双位数增长。需要注意的是，平滑去年疫情低基数影响后，近两年同期快递业务量与业务收入复合增速分别降至10.1%、7%，可见上半年实际恢复速度低于“纸面增速”。分月度来看，快递行业增速呈“M型”走势，1月受疫情达峰和春节影响，业务量与业务收入同比负增长，2、3月迎来疫后积压订单释放，增速快速反弹至30%、20%附近。4、5月虽面对去年封控导致的低基数，但行业增速快速收窄，市场恢复不及预期。

展望下半年，若国内消费市场没有明显改善（如未有相关消费刺激政策出台），快递行业弱复苏或将贯穿全年。我们预计三季度行业增速将持续承压放缓，直至四季度传统旺季来临叠加去年底疫情达峰（快递配送网络运转受较大影响）导致的低基数，行业增速将再度转快，全年或走“U型”复苏。

## 21.2 下游直播电商需求增速较快，难掩电商市场整体增长乏力

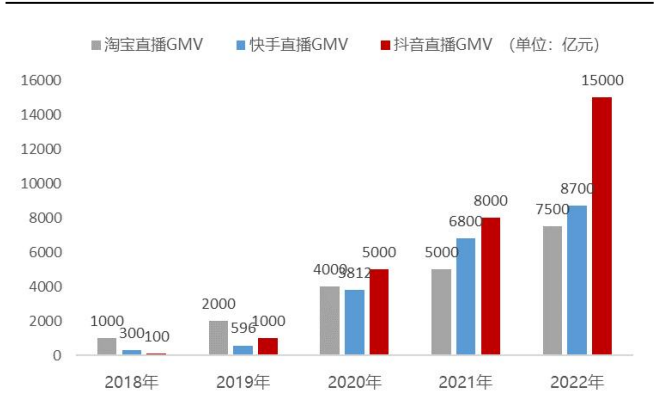
近几年抖音、快手等直播电商崛起，快递履约订单市场份额向直播电商倾斜。根据网经社和星图数据，2022年我国直播电商市场规模已达3.5万亿，同比增长48%，是2019年的7.9倍，虽然增速在收敛，但远高于电商行业10%左右的平均增速。整个电商行业中，直播电商渗透率来到25.4%。抖音、快手、淘宝三大直播电商平台贡献近90%的交易额。其中抖音电商增长最快，2022年GMV达1.5万亿，较上年增长87.5%，占直播电商市场份额接近43%。随着去年抖音推出自己的物流电子面单系统、抖音商城与头部快递物流公司陆续签订战略合作，目前已成为快递行业最主要的履约订单来源之一。根据我们调研，通达系快递公司的包裹来源中，阿里（淘宝+天猫）占比37%、拼多多占比30%、抖音快手及其他占比28%。我们认为直播电商高增长红利尚未结束，预计未来几年快递履约订单份额仍将向抖音、快手等直播电商倾斜。

图 173: 直播电商市场规模快速增长至 3.5 万亿



资料来源: 网经社, 招商银行研究院

图 174: 三大直播电商平台最近几年 GMV 对比



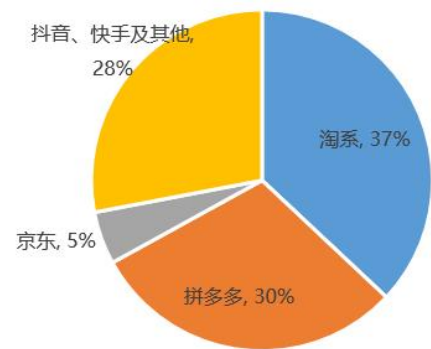
资料来源: 星图数据, 招商银行研究院

图 175: 快递行业中电商件占比超 9 成, 直播电商成主要履约订单来源之一

快递包裹类型及占比



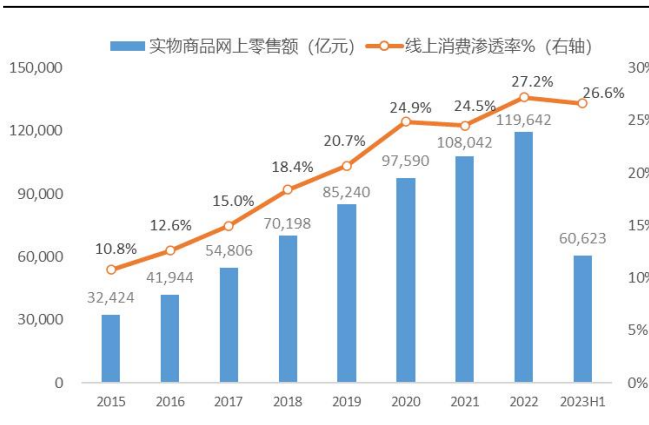
通达系快递包裹来源



资料来源: 公司调研, 公开资料整理, 招商银行研究院

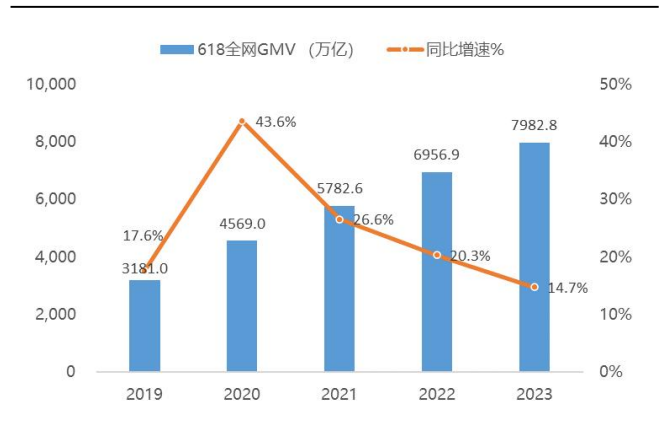
电商整体增速放缓将带动快递行业中长期增速中枢下移。一直以来, 电商购物需求主导我国快递行业增长, 电商件在全部快递履约订单中占比超 9 成, 因此电商增长乏力将直接拖累快递行业增速。根据国家统计局, 今年上半年线上消费渗透率为 26.6%, 较去年末下滑 0.6pct, 主要跟疫情放开后线下消费复苏有关。21 年至今, 全国实物商品网上零售额增速在 10% 附近徘徊, 较疫情前 20%+ 增速显著放缓。根据星图数据, 今年 618 期间, 全网电商平台成交金额为 7982.8 亿元, 同比增速降至 14.7%。结合我国互联网用户数见顶, 以及阿里、京东和拼多多三大电商平台 DAU 走平, 线上消费渗透率提升趋势已明显放缓, 未来几年电商增速将进一步收窄, 带动快递行业中长期增速中枢下移。

图 176：线上消费渗透率提升趋势明显放缓



资料来源：国家统计局，招商银行研究院

图 177：近年 618 期间全网成交量增速逐年下降



资料来源：星图数据，招商银行研究院

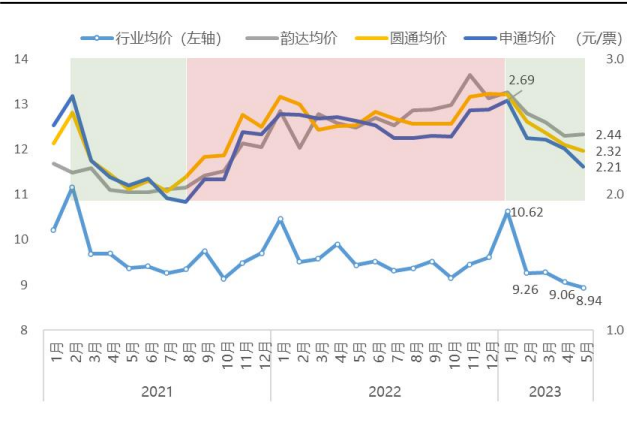
### 21.3 快递公司竞争再度激烈，集中度提升同时份额也在洗牌

由于下游居民消费市场需求弱复苏，快递行业下游订单增速放缓+阶段性产能过剩，快递公司竞争加剧。今年 1-5 月，全国快递均价从 10.62 元/票下降 15.8%至 8.94 元/票，Q2 价格创近几年新低。从我们跟踪的快递公司月度经营数据来看，通达系快递单票价格从年初 2.6-2.7 元价格带下降至 2.2-2.4 元价格带，平均降幅 13%。行业均价与通达系快递单票价格均处于下降通道，反映了下游消费弱复苏导致的需求不足、快递产能阶段性过剩，各家快递公司保持市场份额，不得不采取低价竞争策略。从有快递价格“风向标”之称的义乌快递价格走势来看，今年 Q2 持续走低，已接近行业上轮“价格战”时期低点，显示快递行业竞争加剧。我们预计下半年 Q3 快递价格低位运行，Q4 随着行业进入旺季，快递价格有望小幅反弹。

我们认为在行业监管日趋完善、行业进入高质量发展阶段的大背景下，虽低于成本的恶性“价格战”不会重演，但一方面下游市场需求走弱使快递提价失去支撑，另一方面过去两年行业高资本开支带来的产能阶段性过剩，两方面因素将共同导致行业利润收窄、公司盈利承压。

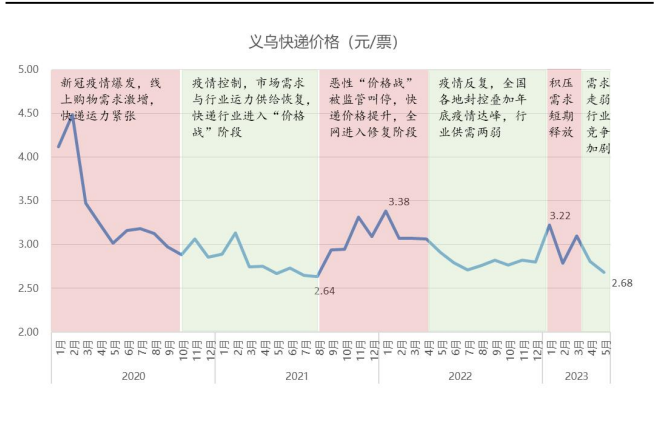


图 178: 上半年快递业竞争加剧, 单票价格走低



资料来源: 国家邮政局, 公司公告, 招商银行研究院

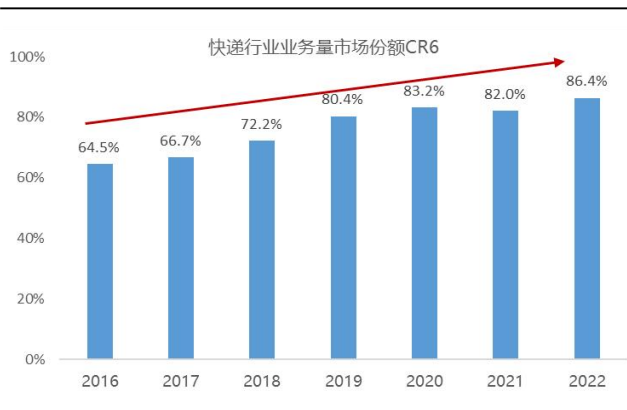
图 179: “风向标”义乌快递单票价格来到低位



资料来源: 国家邮政局, 招商银行研究院

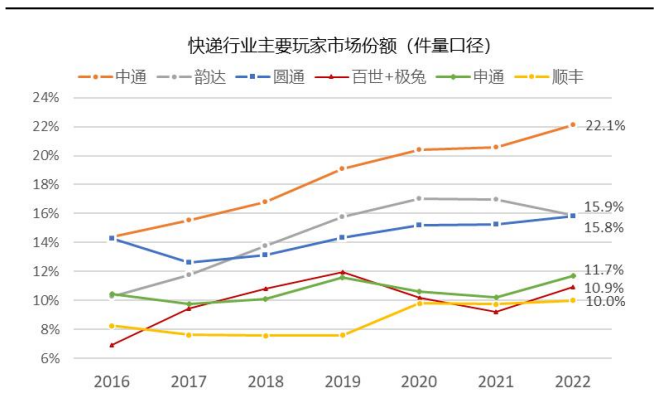
行业集中度持续提升, 头部快递公司仍处于最后洗牌阶段。最近几年, 快递行业集中度持续提升, 形成寡头竞争格局, 2022 年业务量口径行业 CR6 达到 86.4%, 较上年提升 4.4 个百分点。其中, 中通快递市场份额最高达到 22.1%, 竞争优势明显且逐渐与第二名拉开差距; 值得注意的是, 市场份额第二、第三近期易主, 圆通凭借数字化转型红利一举反超韵达, 今年 1-5 月市场份额更是领先韵达 1 个百分点以上。而韵达则由于加盟商与总部博弈导致服务质量下滑, 市场份额小幅萎缩; 申通自去年以来, 积极改造网络、提升服务, 更深层次绑定淘系电商平台, 市场份额有所反弹; 极兔过去两年陆续收购百世快递、顺丰丰网等竞争对手, 市场份额来到第五位。但是公司目前仍处于亏损阶段, 今年底前港股上市融资后, 仍需要投资国内网络建设弥补短板, 预计短期内较难实现盈利; 顺丰市场份额稳定, 牢牢占据国内时效快递市场龙头地位, 与通达系、极兔快递差异化竞争。我们认为快递行业寡头竞争格局进入最后洗牌阶段, 除顺丰、中通拿到“入场券”以外, 剩余几家快递公司市场份额仍存变数, 行业进一步整合之前, 可能长期处于震荡博弈中。

图 180: 快递业集中度持续提升, CR6 超过 86%



资料来源: 国家邮政局, 公司公告, 招商银行研究院

图 181: 圆通市场份额反超韵达升至行业第二



资料来源: 国家邮政局, 公司公告, 招商银行研究院



附录 1 行业研究员名单

行业	研究员	联系方式	
行业研究所所长	李凡	0755-83182012	lif@cmbchina.com
跨行业比较	宋小雯	0755-89272055	songxiaowen1@cmbchina.com
房地产	杨侦誉	0755-82947832	sunzy@cmbchina.com
基建	雷霆	0755-82954616	leit@cmbchina.com
电力	杨荣成	0755-82901273	yangrongcheng@cmbchina.com
风电光伏			
煤炭	颜琰	0755-25310445	freyayan@cmbchina.com
钢铁			
锂			
石油化工	王国俊	0755-83195671	wangguojun32@cmbchina.com
汽车	潘伟	15575104727	panwei@cmbchina.com
动力电池			
通信	胡国栋	0755-83169269	huguodong@cmbchina.com
软件	方国栋	0755-83177786	fangguodong@cmbchina.com
高端装备（国防军工、工程机械）	王宝权	0755-83161565	wangbaoquan@cmbchina.com
高端装备（船舶制造）	韩倩婷	0755-89279241	hanqianting@cmbchina.com
造纸	夏嘉南	0755-83894978	xiajianan@cmbchina.com
快递物流			
生物医药	吴凡	0755-89272511	wf0215@cmbchina.com
畜牧养殖	夏雪	0755-83165382	xiaxue001@cmbchina.com
文化传媒			
家电	王海量	0755-83076585	hailiang_wang@cmbchina.com
商业连锁			

注：名单排序按文中各行业出现顺序

## 免责声明

本报告仅供招商银行股份有限公司（以下简称“本公司”）及其关联机构的特定客户和其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。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。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

**市场有风险，投资需谨慎。**投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经招商银行书面授权，本研究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。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“招商银行研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

未经招商银行事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

招商银行版权所有，保留一切权利。

## 招商银行研究院

地址 深圳市福田区深南大道 7088 号招商银行大厦 16F（518040）

电话 0755-2269002

邮箱 zsyhyjy@cmbchina.com

传真 0755-83195085



更多资讯请关注招商银行研究微信公众号  
或一事通信息总汇