

2024年04月09日

## 证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

## 证券分析师

谢建斌 S0630522020001

xjb@longone.com.cn

## 证券分析师

胡少华 S0630516090002

hush@longone.com.cn

## 联系人

高旗胜

gqs@longone.com.cn

## 联系人

董澄溪

dcx@longone.com.cn

## 商品价格分化，权益进入业绩验证期

——资产配置与比较月报（2024年4月）

## 投资要点

- **外需景气度上行。**1-2月主要经济数据中，出口表现出明显的超季节性，当前汇率水平及供应链优势均凸显出口竞争优势。3月美国ISM制造业PMI录得50.3，为2022年10月以来首次回到荣枯线上方，领先指数新订单-自有库存6MA已连续多月回升。同时中国3月制造业PMI新出口订单指数时隔1年重回荣枯线上方。
- **权益看业绩，关注高分红。**截至4月8日，A股2023年年报披露率24.5%，4月为年报、一季报集中披露期，业绩对股价的解释力较强，价值风格可能相对占优。在结构性行情下，高分红可能仍是主线。截至4月8日，在已披露年报的公司中有1242家披露年报分红预案，其中1000家预披露分红，占比80.52%，粗略计算总分红金额1.31万亿元，占2023年已实施现分红总额的77.08%。3月15日证监会集中发布四项文件，加强现金分红监管，增强投资者回报，分红指数仍具备配置价值。
- **大宗商品价格表现分化。**房地产销售尚未明显企稳，投资滞后于销售，三大工程的拉动尚需验证，意味着需求端对黑色系的支撑有限，关注供给端的持续优化。有色方面，铜同时受供给收缩以及需求提振影响，价格持续走高，长期有支撑但短期或有止盈压力。上游能源中原油受供需博弈及地缘政治因素影响，可能偏强震荡；国内居民用电进入淡季，煤价或仍在向下寻找支撑。黄金价格与美债、美元形成背离，避险需求明显提升，未来美联储降息虽然推迟但终会开启，金价或仍维持偏强运行。
- **多空博弈延续，债市或震荡为主。**虽然国内3月制造业PMI重返扩张区间，但债市反应并不明显。此外，猪价的回暖或推升CPI、政府债券发行节奏可能提速等因素均相对利空债市。但另一方面，内需修复斜率并未显著提升，以及央行一季度货币政策例会提及“在经济回升过程中，也要关注长期收益率的变化”。我们认为当前债市做多赔率有限，多空博弈之下，4月或延续震荡。
- **配置主线。**债市赔率相对有限，商品价格分化明显，资产性价比角度看，当前权益仍具备相对配置价值。主线可关注：1.4月业绩解释力较强，关注业绩可能超预期的板块，风格上可能以价值为主。2.长期来看，加大分红或重塑A股估值，短期来看，年报期分红预案有望超预期，继续关注高分红主线。3.行业层面，现阶段外需略强于内需，关注出海相关及行业周期向上的家电、化工、汽车等；价格周期可能反转，关注生猪养殖。
- **推荐关注：**消费：新乳业、温氏股份。电新：福莱特、特锐德。周期：卫星化学、海油工程、中国石油、巨化股份、桐昆股份、赛轮轮胎。大健康：特宝生物、百诚医药。TMT：安集科技、乐鑫科技、国芯科技。高端制造：美的集团、三花智控、纽威数控。大金融：宁波银行。
- **风险提示：**国内政策落地不及预期；地缘政治事件导致通胀再次上升；全球金融市场不稳定的风险；中美关系的不确定性。

## 正文目录

<b>1. 回顾与展望</b>	<b>4</b>
1.1. A 股震荡整理，贵金属领涨	4
1.2. 展望：商品价格分化，权益进入业绩验证期	6
<b>2. 总量观点</b>	<b>7</b>
2.1. 供需均在改善，经济恢复好于预期	7
2.2. 美国补库有望拉动中国出口	9
2.3. 美国降息预期再次下调	11
<b>3. 各行业观点总结与展望</b>	<b>12</b>
3.1. 大消费	12
3.1.1. 食品饮料：春糖顺利收官，预制菜加强监管	12
3.1.2. 农林牧渔：猪价淡季不淡，周期反转渐近	13
3.1.3. 社会服务：关注清明假期旅游升温带来的投资机会	13
3.1.4. 美容护理：关注业绩超预期企业	14
3.2. 电力设备及新能源	14
3.2.1. 光伏：产业上下游博弈加剧，继续关注辅材盈利修复行情	14
3.2.2. 风电：陆风价格企稳，关注海风进入开工窗口期	15
3.2.3. 新能源汽车&锂电：主机厂加速快充进程，电动化率提升修复板块盈利	15
3.2.4. 储能：分布式消纳形势严峻，工商储装机动力走强	15
3.3. 资源品及周期	16
3.3.1. 石油石化：利好油气上游及轻烃一体化	16
3.3.2. 基础化工：金三银四，化工板块配置性价比高	17
3.4. 大健康	18
3.5. TMT	19
3.5.1. 半导体：存储芯片价格小幅上涨，全球销售额同比继续上升	19
3.5.2. 消费电子：1-2 月份国内手机出货同比增长 14.62%，静待华为 P70 发布；小米 su7 发布，汽车电子有望持续催化	20
3.6. 高端制造	22
3.6.1. 家电：空调产销向好，扫地机出海可期	22
3.6.2. 机械：设备更新有望提振内销，AI 赋能机器人研发	22
3.6.3. 新车集中上市，小米 SU7 热销提振预期	23
3.7. 大金融	24
3.7.1. 银行：年报压力逐步兑现，关注政策驱动经营环境改善	24
3.7.2. 非银：严监严管助推资本市场高质量发展，关注年报预期差下的低估值配置机遇	24
<b>4. 风险提示</b>	<b>26</b>

## 图表目录

图 1 2024 年 3 月期间主要资产价格表现, % .....	5
图 2 2024 年 3 月申万一级行业涨跌幅, % .....	6
图 3 2024 年 3 月经济数据预测, % .....	6
图 4 经济数据概览, % .....	8
图 5 GDP 增速与制造业 PMI, % .....	8
图 6 制造业 PMI 各分项, % .....	8
图 7 非制造业 PMI 各分项, % .....	8
图 8 韩国和越南出口增速, % .....	9
图 9 十大城市周均地铁客运量, 万人次 .....	9
图 10 美国制造业 PMI 和库存指数, % .....	9
图 11 美国批发商耐用品和非耐用品库存增速, % .....	9
图 12 美国制造业补库与进口增速基本同步, % .....	10
图 13 美国进口与中国对美出口基本同步, % .....	10
图 14 美国批发商各产品库存分位数水平, % .....	10
图 15 美国批发商各产品库存增速, % .....	10
图 16 美国 CPI 分项增速, % .....	11
图 17 新增非农就业人数和失业率, 千人, % .....	12
图 18 美国劳动力供需, 百万人 .....	12
图 19 时薪环比增速, % .....	12
图 20 美国劳动参与率, % .....	12

# 1.回顾与展望

## 1.1.A 股震荡整理，贵金属领涨

两会期间，权益表现符合历史规律，历经底部反弹后，进入震荡整理期，整体以结构性行情为主。海外方面，美联储3月议息会议放鸽，补库带动相关商品需求预期提振。

### 权益市场：

A股方面，历经底部反弹后，3月整体走出震荡行情，表现略弱于全球其他主要股市。3月当月，A股主要股指均小幅收红，其中上证综指领涨，单月上涨0.9%。深证成指、创业板指、沪深300指数分别上涨0.8%、0.6%和0.6%。港股表现偏弱，恒生指数单月上涨0.2%。

3月，从行业指数来看，申万一级行业中有23个行业收红，上涨行业数量较2月有所减少。其中资源品相关板块领涨，有色金属板块大涨（12.50%），石油石化（6.01%）、综合（5.50%）、纺织服饰（4.99%）、环保（4.93%），汽车（4.61%）涨幅居前，非银金融（-6.16%）、房地产（-3.78%）、煤炭（-3.72%）、医药生物（-2.27%）、建筑材料（-1.67%）跌幅居前。

海外方面，受地缘局势以及美联储官员放鹰影响，美股经历了小幅调整，但软着陆预期继续强化。美股3月总体收涨，三大股指标普500指数、道指、纳指分别上涨3.1%、2.1%、1.8%。日央行虽然开启加息，但短期实际影响相对有限，薪资谈判明显上涨反映长期通胀预期的变化，日经指数在创新高后小幅调整，单月仍上涨3.1%。欧洲股市方面，德国、英国、法国股指分别上涨4.6%、4.2%、3.5%，瑞士央行率先降息，基本面条件上欧洲可能先于美国开启降息。

### 商品市场：

3月CRB商品价格指数上行，受益于原油以及金属价格的明显上涨。以月末来看，3月国际油价格继续上涨，持续性上已连续3个月上涨。3月末布伦特原油价格为87.00美元/桶，环比上涨6.2%。OPEC+减产以及地缘政治局势影响可能持续，原油价格下方有支撑。2024年2月全球71个纳入世界钢铁协会统计国家的粗钢产量为1.488亿吨，同比上升3.5%，前值为同比下降1.6%，由降转升。黑色系、有色系价格分化明显，铜、铝单月上涨4.3%，4.7%，铁矿石、螺纹钢跌幅明显。黄金价格受避险属性推升，单月大涨8.9%

### 债券市场：

3月FOMC会议美联储表态偏鸽，就业维持韧性，通胀超预期，美联储总体上对通胀的下行趋势仍抱有信心，但忽视通胀重新上行的风险，可能反而意味着未来对通胀的关注度可能提升。美债收益率3月末录得4.20，小幅回落5个BP。在不考虑欧元区货币政策跟随美国的情况下，欧元区的宽松预期更加强烈，3月主要欧元区国家国债收益率多数下行。国内来看，3月初利率在利多集中定价后中枢下移，中下旬以来供给预期升温收益率小幅回升，以月末来看10年期国债收益率小幅回落5个BP至2.29。

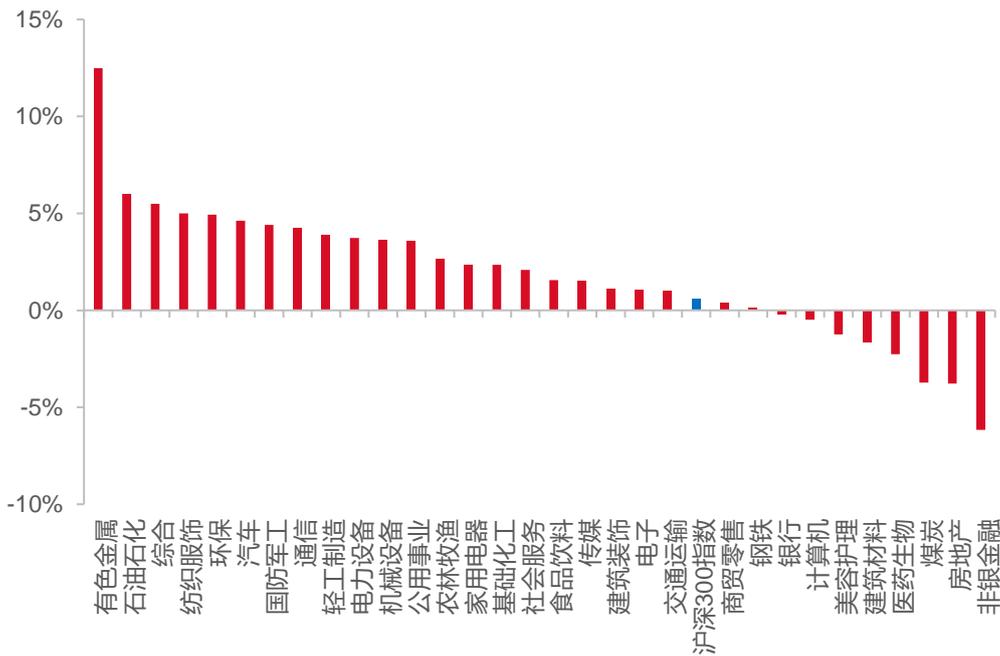
图1 2024年3月期间主要资产价格表现，%

股市	3月29日	2月29日	变化%	近4个月变化
法兰克福DAX	18492	17678	4.6%	
伦敦富时100	7953	7630	4.2%	
韩国综指	2747	2642	3.9%	
巴黎CAC40	8206	7927	3.5%	
标准普尔500指数	5254	5096	3.1%	
日经225	40369	39166	3.1%	
道琼斯工业平均指数	39807	38996	2.1%	
纳斯达克综合指数	16379	16092	1.8%	
孟买Sensex30指数	73651	72500	1.6%	
上证综指	3041	3015	0.9%	
深证成指	9401	9330	0.8%	
创业板指	1818	1807	0.6%	
沪深300	3537	3516	0.6%	
恒生指数	16541	16511	0.2%	
商品	3月29日	2月29日	变化%	近4个月变化
COMEX黄金	2238	2055	8.9%	
COMEX迷你白银	24.91	22.89	8.9%	
NYMEX轻质原油	83.17	78.26	6.3%	
IPE布油	87.00	81.91	6.2%	
LME铝	2310	2207	4.7%	
CBOT大豆	1192	1141	4.4%	
LME铜	8835	8470	4.3%	
白砂糖	6504	6273	3.7%	
CBOT玉米	442	430	2.9%	
聚丙烯	7483	7483	0.0%	
棉花	16040	16200	-1.0%	
CBOT小麦	560	576	-2.8%	
热轧卷板	3653	3909	-6.5%	
螺纹钢	3448	3795	-9.1%	
铁矿石	749	887	-15.6%	
10年国债收益率	3月29日	2月29日	变化BP	近4个月变化
日本	0.75	0.72	3	
中国	2.29	2.34	-5	
美国	4.20	4.25	-5	
意大利	3.67	3.84	-17	
西班牙	3.15	3.34	-19	
英国	3.95	4.14	-19	
德国	2.31	2.51	-20	
汇率	3月29日	2月29日	变化%	近4个月变化
美元指数	104.51	104.14	0.4%	
欧元	1.0791	1.0805	-0.1%	
人民币	7.2575	7.2070	-0.7%	
日元	151.34	149.98	-0.9%	

资料来源：Wind，东海证券研究所

备注：汇率中人民币指兑美元离岸汇率，美元兑人民币/日元汇率涨跌幅均取负值表现货币升贬值。

图2 2024年3月申万一级行业涨跌幅，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

## 1.2.展望：商品价格分化，权益进入业绩验证期

图3 2024年3月经济数据预测，%

月度预测	
经济指标	数值
工业增加值（当月同比，%）	5.0
消费（当月同比，%）	4.0
投资（累计同比，%）	4.6
基建投资（累计同比，%）	8.5
制造业投资（累计同比，%）	9.0
房地产投资（累计同比，%）	-9.5
出口（当月同比，%）	1.9
CPI（当月同比，%）	0.4
PPI（当月同比，%）	-2.2
新增社融（当期新增，亿元）	41850
M2（当期同比，%）	8.2
新增人民币贷款（当期新增，亿元）	31000

资料来源：Wind，东海证券研究所

外需景气度上行。1-2月主要经济数据中，出口表现出明显的超季节性，当前汇率水平及供应链优势均凸显出口竞争优势。3月美国ISM制造业PMI录得50.3，为2022年10月以来首次回到荣枯线上方，领先指数新订单-自有库存6MA已连续多月回升。同时中国3月制造业PMI新出口订单指数时隔1年重回荣枯线上方。

权益看业绩，关注高分红。截至4月8日，A股2023年年报披露率24.5%，4月为年报、一季报集中披露期，业绩对股价的解释力较强，价值风格可能相对占优。在结构性行

情下，高分红可能仍是主线。截至4月8日，在已披露年报的公司中有1242家披露年报分红预案，其中1000家预披露分红，占比80.52%，粗略计算总分红金额1.31万亿元，占2023年已实施现分红总额的77.08%。3月15日证监会集中发布四项文件，加强现金分红监管，增强投资者回报，分红指数仍具备配置价值。

多空博弈延续，债市或震荡为主。虽然国内3月制造业PMI重返扩张区间，但债市反应并不明显。此外，猪价的回暖或推升CPI、政府债券发行节奏可能提速等因素均相对利空债市。但另一方面，内需修复斜率并未显著提升，以及央行一季度货币政策例会提及“在经济回升过程中，也要关注长期收益率的变化”。我们认为当前债市做多赔率有限，多空博弈之下，4月或延续震荡。

大宗商品价格表现分化。房地产销售尚未明显企稳，投资滞后于销售，三大工程的拉动尚需验证，意味着需求端对黑色系的支撑有限，关注供给端的持续优化。有色方面，铜同时受供给收缩以及需求提振影响，价格持续走高，长期有支撑但短期或有止盈压力。上游能源中原油受供需博弈及地缘政治因素影响，可能偏强震荡；国内居民用电进入淡季，煤价或仍在向下寻找支撑。黄金价格与美债、美元形成背离，避险需求明显提升，未来美联储降息虽然推迟但终会开启，或仍维持偏强运行。

**配置主线。**债市赔率相对有限，商品价格分化明显，资产性价比角度看，当前权益仍具备相对配置价值。主线可关注：1.4月业绩解释力较强，关注业绩可能超预期的板块，风格上可能以价值为主。2.长期来看，加大分红或重塑A股估值，短期来看，年报期分红预案有望超预期，继续关注高分红主线。3.行业层面，现阶段外需略强于内需，关注出海相关及行业周期向上的家电、化工、汽车等；价格周期可能反转，关注生猪养殖。

## 2.总量观点

——分析师：胡少华 S0630516090002

刘思佳 S0630516080002

### 2.1.供需均在改善，经济恢复好于预期

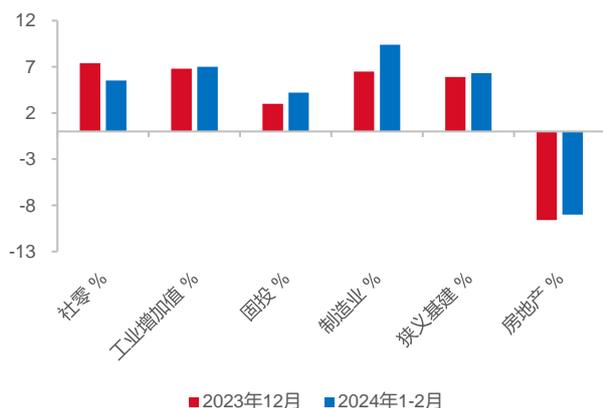
开年以来经济延续恢复态势，数据总体较好。从前两个月经济数据来看，生产和投资提速，社零2月累计同比5.5%符合预期，但恢复力度温和偏弱。制造业和基建投资继续提速，其中，高技术制造业投资重回双位数增长（10%），转型升级态势良好，增发国债推动水利基建投资增速大幅加快。尽管2月房地产投资累计同比降幅较前值收窄0.6个百分点至-9%，但销售仍偏冷淡（-20.5%），竣工面积增速在基数抬升后大幅回落至-20.2%，地产企稳或尚需时日。供给端，工业生产提速，2月规上工业增加值累计同比7%，新质生产力加快培育，规上高技术产业增加值累计同比高于全部规上工业0.5个百分点；服务业生产平稳。外贸方面，以美元计价，1-2月出口同比7.1%，前值2.3%，出口增速超季节性回升既有低基数影响，也有外需回暖因素支撑。

**3月制造业PMI超预期回升，需求端改善明显。**3月制造业PMI在连续5个月运行在50%以下后重返扩张区间，既有季节性因素影响，也表明稳增长政策效果或逐步显现。制造业供给端受复工复产带动，生产活动提速，生产指数环比较大回升。需求端也明显改善，其中外需改善幅度更大。2月全球制造业PMI回升至50.3%，3月前20日韩国出口金额同比增11.2%，3月当月越南出口金额同比增15%，全球贸易有回暖之势。分企业规模看，3月中小企业景气度回升明显，特别是小企业需求显著回暖。小企业新订单指数环比升8.1个百分点，升幅为2018年4月以来最高（剔除2020年3月低基数因素）。结构上，制造业新动能呈现较快增长势头，装备制造业、高技术制造业PMI均环比回升，后者创2022年来

新高。此外，3月我国制造业景气面扩大。统计局数据显示，在制造业21个细分行业中，17个行业PMI环比上升，15个行业位于扩张区间。

非制造业方面，春节过后，住宿餐饮、旅游等行业淡季回调，但采购、物流、金融等生产性服务业升温，企业生产经营和业务往来提速。居民出行也趋于活跃，3月10大城市周均地铁客运量6384万人次，较2021、2023年同期均值分别高18.9%、6.7%。3月建筑业进入施工旺季，房地产仍低温运行，3月30城商品房成交面积同比降近5成。整体上看，春节短暂休整后，3月社会经济活动加快启动，经济景气度回升。但考虑到去年同期转段后基数走高影响，今年3月同比表现可能并不亮眼。未来大规模设备更新和消费品以旧换新、发展低空经济等政策有望促进投资和消费，货币政策上也可能会超预期。

图4 经济数据概览，%



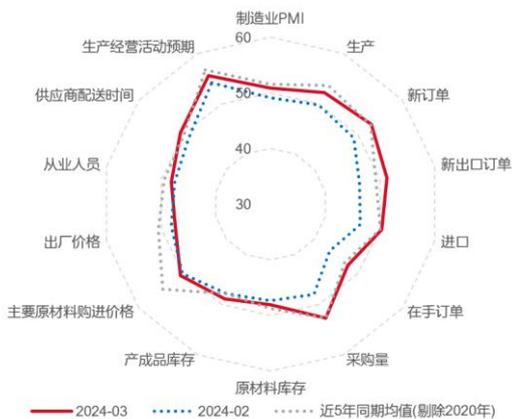
资料来源：Wind，东海证券研究所

图5 GDP增速与制造业PMI，%



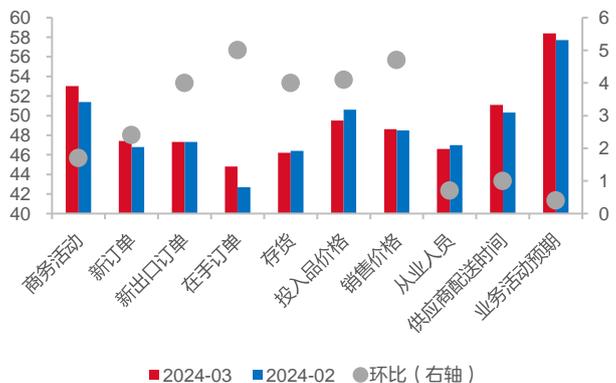
资料来源：Wind，东海证券研究所

图6 制造业PMI各分项，%



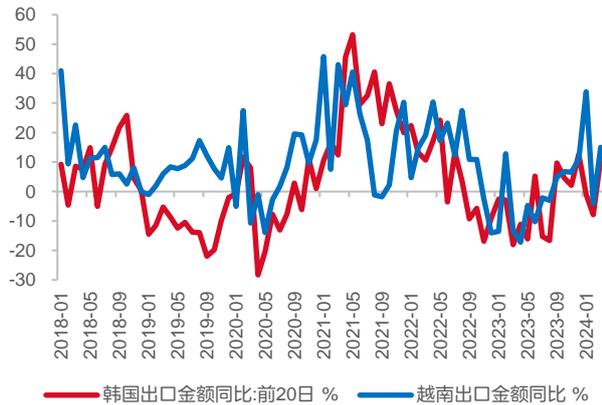
资料来源：Wind，东海证券研究所

图7 非制造业PMI各分项，%



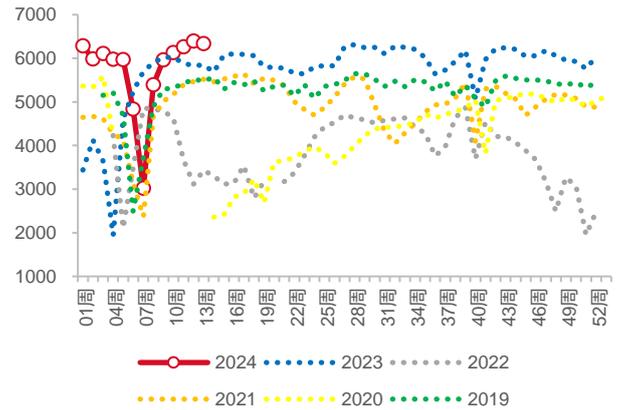
资料来源：Wind，东海证券研究所

图8 韩国和越南出口增速，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

图9 十大城市周均地铁客运量，万人次



资料来源：Wind，东海证券研究所

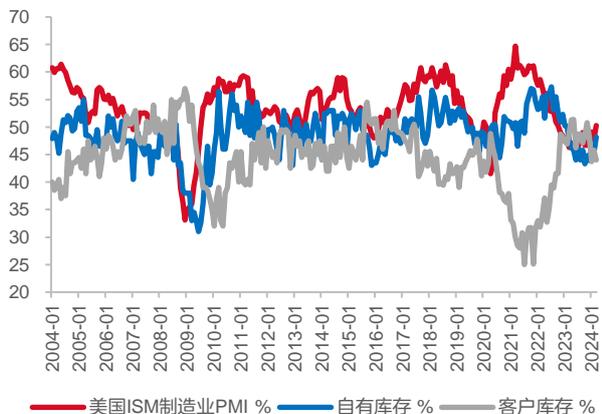
## 2.2.美国补库有望拉动中国出口

3月制造业PMI新出口订单指数环比上升5个百分点至51.3%，外需改善是制造业PMI超预期回暖的重要拉动因素。其中，小企业PMI时隔1年重返扩张区间，主要受益于出口景气度明显提升。3月小企业新出口订单指数环比上升11.9个百分点，增幅明显高于大、中型企业（2.7个、6.9个百分点）。

尽管美国占中国出口份额从2018年最高20.7%降至今年2月的14%，但中国仍是美国第三大进口国，仅次于墨西哥和加拿大，而中国“借道”墨西哥、东盟等国家向美国间接出口的规模并不小，美国对中国出口的拉动作用仍然较强。历史上看，美国进口增速与中国对美出口增速大致同步，而美国制造业补库与美国进口增速高度相关，因此美国补库或将拉动中国出口。

从库存水平来看，美国整体库存增速自2022年中触顶后回落，去库存已接近尾声。制造业自有库存已较2023年低点有所回升；零售商库存增速较2022年8月高点大幅回落；批发商库存增速也基本触底。截至今年1月，家具家居、五金水暖、电气和电子产品等耐用品，以及服装、农产品原材料、化学品等非耐用品库存水平均位于历史低位，库存分位数越低的行业 and 商品，或具备较好的出海机会。

图10 美国制造业PMI和库存指数，%



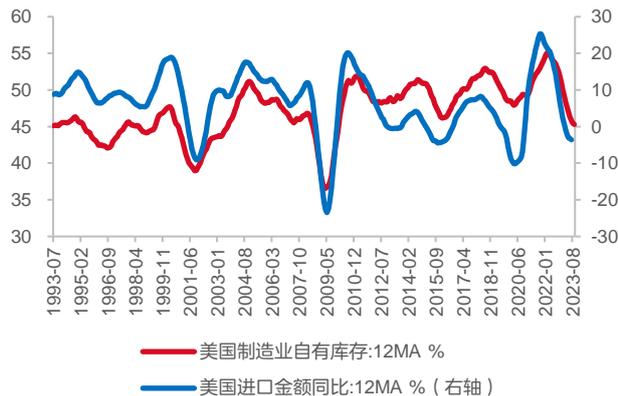
资料来源：Wind，东海证券研究所

图11 美国批发商耐用品和非耐用品库存增速，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

图12 美国制造业补库与进口增速基本同步，%



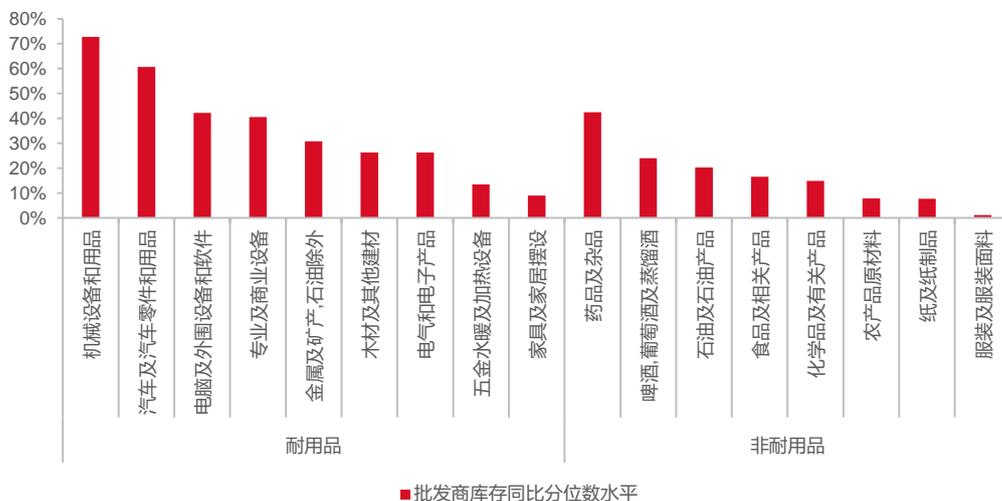
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图13 美国进口与中国对美出口基本同步，%



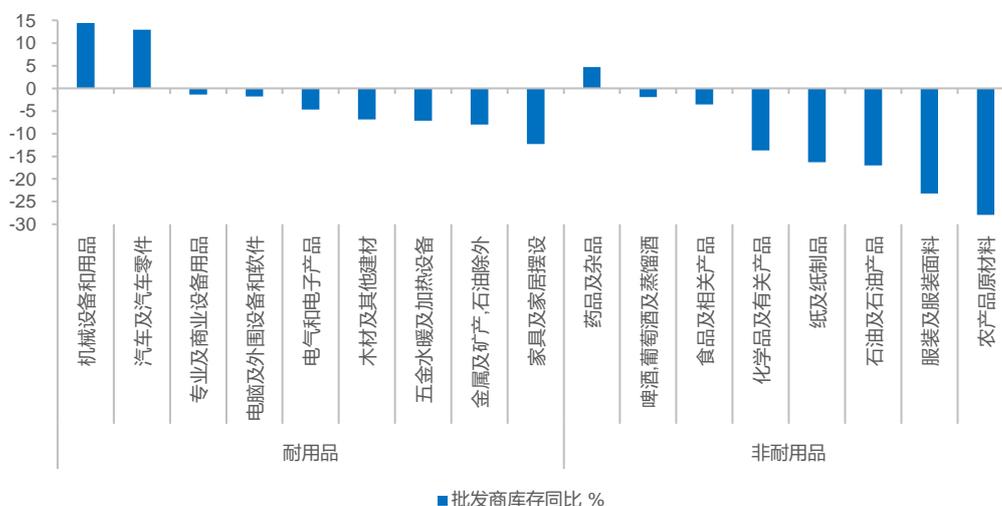
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图14 美国批发商各产品库存分位数水平，%



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图15 美国批发商各产品库存增速，%



资料来源: Wind, 东海证券研究所

## 2.3.美国降息预期再次下调

**美国通胀下行遇阻。**美国 2 月 CPI 超预期，通胀下降趋势不明显。能源和房租价格上涨是主因。核心通胀仍显韧性，核心服务价格与当月薪资增速脱钩，未来仍有进一步下降的可能性。市场推迟美联储降息预期。美国经济政策前景将依赖于就业和通胀数据的后续变化。由于美国实际工资仍在增长，消费难以骤降，除非金融市场发生危机，否则就业降温仍将缓慢。未来一段时间，通胀可能仍是美联储的首要关切。目前的数据虽然没有显示通胀下行的趋势已经逆转，但显然也无法给美联储信心。

图16 美国 CPI 分项增速，%

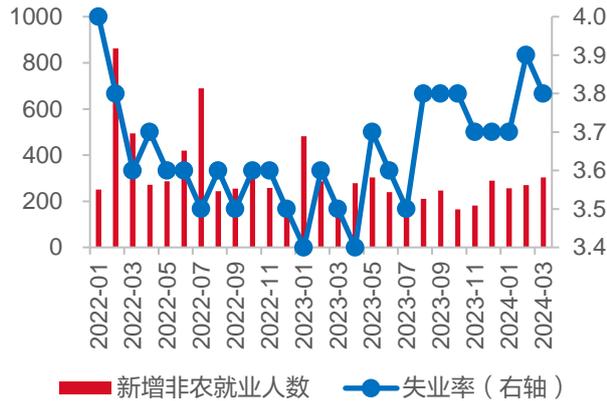
	2023年10月	2023年11月	2023年12月	2024年1月	2024年2月	趋势	权重
<b>CPI</b>	0.0	0.1	0.2	0.3	0.4		100.0
<b>1.食品</b>	0.3	0.2	0.2	0.4	0.0		13.5
1.1家庭食品	0.3	0.1	0.1	0.4	0.0		8.7
1.2非家用食品	0.4	0.4	0.3	0.5	0.1		4.8
<b>2.能源</b>	-2.5	-2.3	0.4	-0.9	-2.3		6.9
2.1能源类商品	-4.9	-5.8	-0.1	-3.2	-3.6		3.5
2.1.1汽油（所有种类）	-5.0	-6.0	-5.5	-3.3	-3.8		0.2
2.1.2燃油	-0.8	-2.7	0.1	-4.5	-1.1		3.3
2.2能源服务	0.5	1.7	0.9	1.4	0.8		3.4
2.2.1电力	0.3	1.4	1.3	1.2	0.3		2.5
2.2.2管道燃气服务	1.2	2.8	-0.4	2.0	2.3		0.9
<b>核心CPI</b>	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4		79.5
1.商品不包含能源和食品	-0.1	-0.3	0.0	-0.3	0.1		21.4
1.1新车	-0.1	-0.1	0.3	0.0	-0.1		4.3
1.2二手汽车和卡车	-0.8	1.6	0.5	-3.4	0.5		2.7
1.3服装	0.1	1.3	0.1	-0.7	0.6		2.5
1.4医疗类商品	0.4	0.5	-0.1	-0.6	0.1		1.5
2.服务不包含能源服务	0.3	0.5	0.4	0.7	0.5		58.2
2.1住房	0.3	0.4	0.5	0.6	0.4		34.4
2.2运输服务	0.8	1.1	0.1	1.0	1.4		5.8
2.3医疗服务	0.3	0.6	0.7	0.7	-0.1		6.7

资料来源：美国劳工部，东海证券研究所

**美国就业再次超预期。**3月企业调查和家庭调查的就业人数均有较大上升，失业率下降。美国就业市场供需正在供给侧的驱动之下缓慢回归平衡。劳动力供给修复，但少数族裔失业率上升、临时雇工就业下滑，暗示需求或有走弱迹象。就业增长的广度有所提高。除过去几个月持续走强的医疗保健、休闲娱乐和政府部门外，建筑、批发、零售、专业服务等行业就业均有明显增长。薪资增速符合预期，通胀风险仍高。债券市场推迟降息预期至2024年9月，但股市由于前期已有回调、对数据持续性仍有疑虑，因此反应不大。

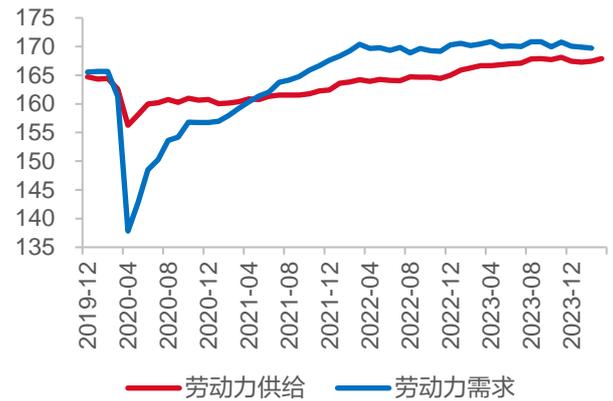
**美联储或将更多关注通胀风险。**3月就业数据显示，美联储目前无需担忧就业，除非经济的其他方面出现风险，否则没有降息的必要。由于时薪增速仍维持上行趋势，美联储或需更多关注通胀风险。综合目前的数据来看，美联储6月降息的概率不大，但下半年降息仍有很大变数，未来美股回调带来的金融风险可能推动美联储降息。

图17 新增非农就业人数和失业率，千人，%



资料来源：FRED，东海证券研究所

图18 美国劳动力供需，百万人



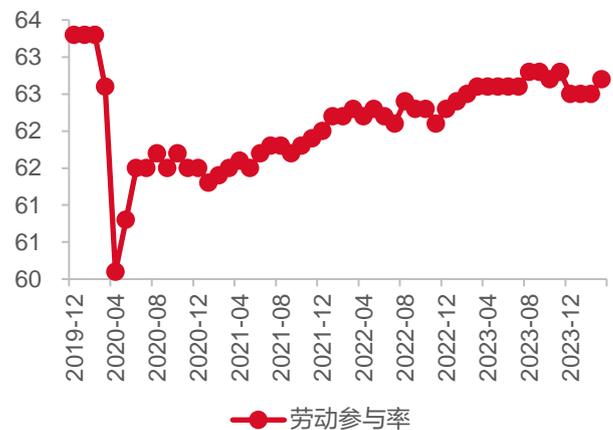
资料来源：FRED，东海证券研究所

图19 时薪环比增速，%



资料来源：FRED，东海证券研究所

图20 美国劳动参与率，%



资料来源：FRED，东海证券研究所

## 3. 各行业观点总结与展望

### 3.1. 大消费

——分析师：姚星辰 S0630523010001

任晓帆 S0630522070001

#### 3.1.1. 食品饮料：春糖顺利收官，预制菜加强监管

**白酒：**春糖反馈符合预期，节后白酒消费进入相对淡季，但整体动销良好，批价总体保持稳定，关注宏观经济复苏对白酒需求的拉动。调研情况更新：（1）泸州老窖。春节期间动销情况良好，节后库存水平良性。未来将坚定以消费者建设为中心，构建核心消费者圈层，推进五码关联等战略。深耕基地市场，拓展机会市场，激活销售动力。预计随着渠道的持续深耕，数字化营销的推进，圈层的不断拓展，公司长期增长势能强劲。（2）水井坊。春节期间，主要市场开瓶率都有成长，动销反馈较好。公司新版天号陈产品目前在九个省份售卖，市场表现良好，已取得阶段性成果。预计随着公司高端化的提升，费用投放

的优化，净利率将稳中有升。批价更新：根据今日酒价，飞天茅台批价近期小幅下跌。截至3月29日，2023年茅台散飞批价2630元，周环比下跌40元，月环比下跌65元。五粮液普五批价为965元，周环比持平，月环比持平。国窖1573批价875元，批价周环比稳定。白酒行业竞争加剧，不同价格带春节动销分化延续，建议关注需求稳健的高端酒和景气度较强的区域龙头，个股建议关注**贵州茅台、五粮液、山西汾酒、古井贡酒、今世缘、迎驾贡酒**等。

**大众品：（1）零食：**头部企业持续扩张，渠道红利延续。零食很忙和赵一鸣零食目前门店超过7500家，2024年将筹开6000家新店，向万店目标迈进。预计2024年零食渠道红利延续，量贩店、新型电商等渠道仍保持较快增速，产品高性价比仍然是主要方向。随着零食市场规模不断扩大及行业集中度提升，产品成长逻辑强、品牌及规模效应显著、渠道扩展增速较快的头部企业将优先受益，建议关注**盐津铺子、甘源食品**和**劲仔食品**。（2）**速冻食品：**预制菜监管加强，积极关注。3月六部门联合印发了《关于加强预制菜食品安全监管促进产业高质量发展的通知》明确了预制菜的定义和范围，同时要求生产过程不允许添加防腐剂。一方面健全了预制菜的体系建设，另一方面加强了预制菜的食品安全监管，提高准入门槛。预制菜凭借口味标准化，制作简易的特征，有效解决餐饮业的人力成本高企、出餐速度较慢的痛点，因此餐饮连锁化率提升、团餐增长与外卖发展共同驱动预制菜行业成长，行业渗透率有望快速提升。建议关注产能、渠道优势明显的**安井食品**和产品品类持续丰富的**千味央厨**。（3）**乳制品：**受益于原奶价格回落，乳企业绩弹性较高。随着消费者需求健康化和多元化，低温乳制品接受度提高，产品高端化趋势加速，建议关注产品结构不断升级以及DTC渠道渗透率持续提升的**新乳业**。

### 3.1.2.农林牧渔：猪价淡季不淡，周期反转渐近

#### 生猪：猪价上涨，产能去化放缓

**猪价淡季不淡，补栏情绪增加。**标肥价差较大导致二次育肥增加，猪价持续走强。根据钢联数据，3月28日生猪均价15.17元/公斤，环比上涨9.8%；截至3月29日，7kg仔猪价格565.95元/头，环比上涨29.7%，补栏情绪增加，仔猪价格上涨。3月29日，自繁自养养殖利润-61.69元/头，外购仔猪养殖利润112.58元/头，行业养殖逐渐恢复盈利，产能去化速度或放缓，但去化方向不变。根据钢联数据，截至3月29日，淘汰母猪价格9.74元/公斤，环比上涨10.6%，较年初小幅回升。

**冻品库存高位，屠宰量同比下降明显。**根据钢联数据，截至3月29日，重点屠宰企业冷冻猪肉库容率为24.15%，冻品库存仍处于今年以来高位。从屠宰量来看，3月29日，样本企业屠宰量10.86万头，环比上涨4.6%，同比下降25.1%。二次育肥进场，屠宰量同比下降明显。

**投资观点：**能繁母猪2023年1月开始去化，截至2024年2月能繁母猪产能4042万头，较2022年12月下降8%左右。预计2024年供给压力将逐步减小，猪价大概率好于2023年，周期反转渐近。目前行业养殖逐渐恢复盈利，产能去化速度或放缓，但去化方向不变。建议积极关注具有成本优势和规模扩张能力的**牧原股份、温氏股份、华统股份、神农集团**。

#### 宠物：出口持续恢复，国内市场快速增长

2024年1月和2月我国宠物食品出口量分别同比增长44%和23%，连续6月同比增长。2024年1月和2月出口金额分别同比增长38%和28%，出口金额持续高增。近期，京宠展、它博会等行业展会陆续召开，为国内市场注入新动能。宠物食品出口持续恢复，同时国内市场需求快速增长，建议关注**乖宝宠物、中宠股份**。

### 3.1.3.社会服务：关注清明假期旅游升温带来的投资机会

**2024 年清明出游热情高涨。(1) 酒店、机票热度全面提升。**根据携程发布的清明节预测洞察，清明小长假期间，国内酒店搜索热度全面超越 2019 及 2023 年同期，同比去年上涨 67%；机票搜索热度同比增长 80%。**(2) 出游时长更为灵活，利好长线游。**部分游客在今年清明选择“请 3 休 8”，因此获得更长的假期。携程数据显示“请三休八”的往返订单机票超过 2019 年同期三成，长线、出境游热度提升。**(3) 小城旅游迎来爆发增长。**携程数据显示，今年清明节假期天水市旅游订单量比去年同期增长超 21 倍，同时大同、开封、泰安等城市订单量均同比超过 5 倍；同程旅行显示景德镇旅游热度同比上涨 331%，延安和淄博的清明小长假期间旅游热度同比涨幅均超过 200%。**(4) 假日赏花踏青游成为新选择。**携程数据显示清明节赏花景区的订单同比上涨超 6 倍。扬州、婺源、上海、武汉、无锡等成为热门赏花目的地。总体来看，清明假期的到来有望激活国内的旅游消费热情，叠加利好政策出台，**建议关注景区、旅游等受益板块。**

### 3.1.4.美容护理：关注业绩超预期企业

**化妆品：(1) 1-2 月社零同比+4.0%，增速放缓。**2024 年 1-2 月化妆品社零总额 678 亿元，同比+4.0%。**(2) 业绩披露期到来，多家企业表现亮眼。**上美集团韩束抖音渠道发展，2023 年实现营业收入 41.91 亿元，同比 56.6%；归母净利润 4.61 亿元，同比+213.5%；福瑞达剥离地产业务，化妆品板块发展可期，2023 年公司实现营业收入 45.79 亿元，同比-64.65%；归母净利润 3.03 亿元，同比+567.44%。整体来看，一方面，行业机会：聚焦防晒、胶原赛道等具备较大的增长空间；另一方面，依靠自身品牌力、产品力、科研力的提升不断抢占市场份额，渗透率不断提升，国货崛起逻辑不变，我们看好国货美妆品牌力强、产品矩阵丰富、多渠道布局的优质公司。

**医美：(1) 龙头业绩表现亮眼。**爱美客 2023 年收入 28.69 亿元，同比+47.99%；归母净利润 18.58 亿元，同比+47.08%；锦波生物 2023 年收入 7.80 亿元，同比+99.96%，归母净利润 3.00 亿元，同比+174.60%。**(2) 重组胶原蛋白赛道迎来新进展。**江苏吴中国内首个重组人 I 型胶原完成主文档原料登记。江苏吴中合作南京东万已完成重组 I 型人胶原蛋白原料的主文档备案，是目前国内首个通过的重组 I 型人胶原蛋白原料，将加速产品后续的医疗器械注册申报流程，缩短产品上市时间。整体来看，供需双发展、渗透率提升、合规化趋严、国产替代率提升的仍为医美赛道的主旋律，重组胶原蛋白、再生类等新兴赛道具备布局价值，推荐关注合规产品线丰富的龙头企业**爱美客**以及积极布局医美赛道的**江苏吴中**。

## 3.2.电力设备及新能源

——分析师：周啸宇 S0630519030001

王珏人 S0630523100001

**电新板块：行业整体回暖，关注盈利修复的细分板块**

### 3.2.1.光伏：产业上下游博弈加剧，继续关注辅材盈利修复行情

随着组件价格持续低位刺激需求，国内集中式市场迎来放量，国内 1-2 月光伏新增装机规模达到 36.72GW，同比+80%。叠加海外需求拉动，推动组件端排产持续上升，龙头组件厂商近期有试探性提价。此外，上游硅片环节价格开始低于成本，累库导致排产下修，推动硅料端价格承压，预计上游环节四月将处于博弈状态。我们继续建议关注受益于主材环节需求上升的辅材环节。

**光伏玻璃：供给弱弹性环节有望受益于需求上行。**由于近两年处于盈利低位，配合政策端工信部对产能严格把控，光伏玻璃环节近几年整体扩产节奏处于业内较为平稳的状态。同时光伏玻璃窑炉扩建、爬坡周期较长，在需求持续上行阶段中，有望受益于供需紧平衡，4 月光伏玻璃价格有上升动能，叠加天然气、纯碱价格下行，光伏玻璃盈利性有望提升。

**胶膜：关注需求上行下的底部反转。**节后受益于组件排产提升，光伏级 EVA 及胶膜生产成交量出现明显提高，胶膜厂涨价意愿非常明显。此外，前期低价粒子库存有望在涨价趋势中摊薄成本压力，结合 N 型产品迭代，我们预计胶膜环节有望实现量利齐升。

**建议关注：福莱特：**公司大窑炉带来成本优势，海外产能持续放量，今年安徽、南通预计八条线点火，印尼越南产能 2026 年预计投产。**福斯特：**越南、泰国基地预计将投产，国内临安总部年产 3 亿平方米高效电池封装胶膜技改项目同步规划。公司是 XBC 电池最大胶膜供应商，TOPCon 路线中公司 POE 技术领先，同时 EPE、EVA 拥有多种组合解决方案。

### 3.2.2.风电：陆风价格企稳，关注海风进入开工窗口期

据国家能源局数据，1~2 月全国新增风电装机容量 9.89GW，同比增加 69.93%，我们维持此前对今年新增装机规模有望超预期的判断。春节假期以来，陆上风电机组中标价格企稳回升，在 2000 元/kW 左右震荡，基本修复至 2023Q1 价格区间内，叠加新增装机的良好预期，我们认为整机厂商盈利空间有望修复，业绩将迎来筑底回升。

**每年 3~4 月为海风开工窗口期。**3 月以来，多地海风项目启动塔筒、海缆、升压站施工招标，广东省阳江市公布 8.6GW 海风项目，有望于 2024Q2-Q3 启动建设。国内海风项目密集开工背景下，将有力支撑今明两年的新增海风装机规模，带动板块情绪向好。桩基/塔筒、海缆等核心零部件在风电场施工进程中优先入场，有望率先受益。

**建议关注：大金重工：**公司蓬莱基地排产饱满，欧洲反倾销税行业最低，已成功交付英国项目并新中标欧洲 1.1GW 项目，同时预留部分产能给予欧洲其他项目，有望受益于欧洲海风高速发展，进一步拓展海外市场。**东方电缆：**公司产品矩阵丰富，已中标国内外多个项目，市场认可度高，深耕长三角地区并布局大湾区市场。2023 年营收、净利同比由负转正，有望受益于国内外海风高速发展，维持增长态势。

### 3.2.3.新能源汽车&锂电：主机厂加速快充进程，电动化率提升修复板块盈利

**1) 主机厂应用加速，推动快充行业发展：**宁德时代表示公司正与特斯拉合作开发新型快充电池，旨在加快充电速度，推进快充行业发展。智己发布准 900V 超快充固态电池，采用干法固态电解质一体技术，有效解决内部阻抗，随着搭载该电池的智己 L6 上市，高压快充平台有望得到进一步发展。

**2) 板块排产表现优异，电动化提振行业信心：**锂电板块在 3 月排产环比高增的背景下，4 月排产环比增长仍能有 10%左右，头部厂商排产也基本恢复至 2023 年末高点，预计 2024Q2 排产环比增长超 20%。根据乘联会数据，3 月电动车渗透率达到 46%，随着电动车“以旧换新”政策催化，电动车渗透率有望得到进一步提升。

**建议关注：**考虑到高电压平台车型渗透率提升，我们建议关注充电桩运营龙头：**特锐德**。考虑到锂电板块排产恢复，建议关注单位盈利率先修复的行业龙头：**宁德时代、亿纬锂能**。

### 3.2.4.储能：分布式消纳形势严峻，工商储装机动力走强

3月全国多地发布工商业储能相关政策，旨在通过给予放电或容量补贴鼓励工商业储能发展，当前国内工商储装机动力仍主要来自于消纳及双碳指标的要求，经济性上的驱动力较弱，仍有待国内电力现货市场的进一步建设。此外，本月河南省调整工商业峰谷时段设置及峰谷浮动比例，取消午间高峰时段设置、扩大全年峰谷价差。分布式光伏装机高增下，午间平段或谷时设置已成趋势，侧面反应出当下国内新能源消纳形势仍然较为严峻，国内工商业储能装机动力仍将走强。建议关注后端运维能力优异、具备研发实力及一定品牌影响力的企业。

**建议关注：**上能电气：1) 公司储能业务已实现全产业链布局，包括上游储能逆变器、中游储能电池 PACK 产线及下游电站。2) 公司充分发挥业务协同优势，实现光储一体化布局，储能产品市场持续开拓，中标多个大额储能项目，储能逆变器出货量国内领先。

### 3.3.资源品及周期

——分析师：谢建斌 S0630522020001

吴骏燕 S0630517120001

张季恺 S0630521110001

#### 3.3.1.石油石化：利好油气上游及轻烃一体化

**国内经济复苏保持复苏轨道，OPEC+维持纪律性，美国增产不稳定，原油价格支撑性良好，天然气供需基本面温和，利好轻烃一体化。**

3月份，WTI 原油维持震荡上行的行情，截至 3 月 28 日收于 83.17 美元/桶，周平均价涨幅 4.88%。截至 2024 年 3 月 22 日当周，美国原油产量为 1310 万桶/日，同比增加 90 万桶/日。截至今年 3 月 28 日当周，美国钻机数 621 台，较去年同期减少 134 台；其中采油钻机数 506，较去年同期减少 86 台。2024 年 3 月 22 日当周，美国炼厂吞吐量为 1593.2 万桶/日，开工率 88.7%。

根据 EIA 数据，截至 3 月 22 日，美国 SPR 库存 3.63 亿桶，商业原油库存 4.57 亿桶，总体库存 5 周以来增加了 25 万桶/天，已基本结束了下行并呈现反弹趋势；汽油库存 2.32 亿桶，跌入近五年区间相对较低位置；馏分油库存 1.21 亿桶，显著低于近五年平均水平，并且接近五年最低点。截至 2024 年 2 月底，美国钻井、完井及已钻未完井分别为 862、865 和 4483，皆处于下行区间，其中已钻未完井数量已低于页岩革命以来的最低水平。

中海油表示在南海深水区发现我国首个深水深层大油田开平南油田，预计新增探明石油当量超过 1 亿吨。KP18-1-1d 钻井平台测试平均日产原油 7,680 桶，日产天然气 5.2 亿立方英尺，带动开平南油田探明地质储量达到 1.02 亿吨油当量。开平南油田位于南海东部，平均深度 500 米。主要含油层系为古近系珠海组、恩平组、文昌组，石油性质为轻质原油。根据国家统计局的数据，2023 年广东原油产量达 40.1 万桶/日，同比增长 2.3 万桶/日，增幅 6%。中海油能源经济研究所预测，我国海上石油产量将在 2045 年左右达到峰值 7000 万-8000 万吨（141 万-161 万桶/日），然后缓慢下降，到 2060 年，海上石油产量的份额预计将升至 40%以上。

根据 Platts 数据，2 月份 OPEC+ 的原油产量持平，减产合规问题依然严峻，伊拉克和哈萨克斯坦的产量继续远高于其配额。OPEC+ 2 月份产量为 4121 万桶/日，其中 OPEC 12 个成员国的产量为 2658 万桶/日，俄罗斯为首的 10 个 OPEC+ 国家的产量为 1463 万桶/日。调查显示，2 月份实施减产的 OPEC+ 国家产量比其总配额高出 17.5 万桶/日，合规率为

97.8%。最大的生产过剩国伊拉克 2 月份产量为 427 万桶/日，而配额为 400 万桶/日。其石油部在二月中旬表示正在考虑补偿生产过剩，但产量仍持平。哈萨克斯坦是最大的非欧佩克产油国，2 月份产量为 156 万桶/日，而配额为 146.8 万桶/日。哈萨克斯坦还表示将弥补一月份的生产过剩，但尚未公布更多细节。俄罗斯及沙特均遵守了其生产配额。

海关总署 3 月 7 日的数据显示，1-2 月我国原油进口量 1079 万桶/日，同比增加 3%。标普数据显示，我国 1 月和 2 月的吞吐量从 2023 年 12 月的六个月低点反弹，国有炼油厂将平均利用率提高至 82.4% 的五个月高位，同时三大私营大型炼油厂中的两家运行速度率提高了三到六个百分点。根据 Ursa Space 数据，2 月 25 日当周，国内商业库存减少至 8.543 亿桶，为 2023 年 5 月 7 日以来的最低水平，而去年 12 月 24 日当周库存为 8.727 亿桶。标普预计，2024 年我国原油进口量将同比增长 1.6%，达到 1146 万桶/日，石油总需求将增长 3.1%，国内原油产量将增长 2.8%。

**投资建议：**全球 LNG 贸易迅速发展，基建景气上行不断加速。欧洲天然部分 LNG 通道短期受红海局势发酵影响被切断，而我国红海贸易航线受影响较弱。考虑到我国天然气供应来源逐渐多元化，产量稳步提升，天然气需求保持强复苏态势，建议关注国内具备优质油气资源的龙头，如**中国海油**、**中国石油**、**中国石化**等；我国 LNG 产量及需求不断提升，接收站密集建设且保持较高利用率，建议关注**海油工程**、**广汇能源**、**新奥股份**、**九丰能源**等；美国暂停新 LNG 出口设施审批，国内页岩气产量增加带动天然气价格下行，叠加副产 NGL 增加，建议关注轻烃（乙烷）综合利用标的，如**卫星化学**等。

### 3.3.2.基础化工：金三银四，化工板块配置性价比高

3 月申万化工指数区间涨幅（算术平均）达 5.47%，位列行业第八位。三月化工品价格指数 CCPI 整体平稳震荡，截至 3 月 28 日 4655 点，较 2 月底上升 32 点。得益于 2023 年一季度化工企业普遍业绩基数较低，2024 年一季度企业利润有望同比修复较大。从外需来看，美国已进入补库周期，整体化工品需求有望进一步回暖。截至 3 月 28 日，申万基础化工板块 PE TTM 为 19.15 倍，位列行业第 16 位，考虑到后续基本面修复进度，目前板块配置性价比凸显。建议关注三条主线：1）国务院国资委表态将进一步研究把市值管理纳入中央企业负责人业绩考核，我们认为有利于上市央企市场价值进一步显现。石化和化工板块央企数量占比近四成，市值占比过半。看好优质央企继续扩大市场竞争优势，改善经营能力。化工板块建议关注优质国企龙头**万华化学**、**华鲁恒升**等。2）景气度较为确定和行业格局较为良好板块，如制冷剂、化纤。3）长期来看，我国基础化工原料和产品多数自给率和市占率均有较大提升，出海成为企业新成长的优选道路。关注化工出海投资机会，相关代表板块有**聚酯**、**钾肥**、**轮胎**和**改性塑料**。

**化纤：**3 月，成本支撑能力一般，且下游前期备货充足，涤纶长丝工厂库存累积，市场供应压力较大，市场成交重心逐步下移；4 月，成本支撑能力尚可，下游需求预期仍存向好趋势，预计涤纶长丝市场震荡偏强。长丝 2024 年新增产能有限，龙头把控投产节奏，整体景气度较佳。建议关注龙头**桐昆股份**、**新凤鸣**。

**氟化工：**三代制冷剂供给配额落地后，供需关系趋紧，制冷剂产品价格稳定上行，企业盈利提升确定性强。截至 3 月 27 日，三代制冷剂产品 R32/R134a/R125 价格较上月分别提升了 14.29%/3.17%/4.76%，本月上游原料萤石价格小幅提升，萤石 97 湿粉较上月上涨 2.6%，价差同步提升。4 月家用空调内销排产 1205 万台，同比增长 18.5%，有望 R32 需求大幅提升。同时三月和四月作为制冷剂行业传统旺季，需求有望进一步提升驱动产品价上行。建议关注：**巨化股份**、**三美股份**、**金石资源**等。

**轮胎：**3 月原料端成本支撑较强，轮胎产能利用率保持同比较高水平，半钢去库更为明显。多家厂商发布涨价函。轮胎上市企业年报相继预喜验证周期向上。看好轮胎出海和代

表龙头企业品牌技术创新的核心价值提升。建议关注：**赛轮轮胎、森麒麟、通用股份和玲珑轮胎**。

国产替代技术突破：高分子材料助剂、特种工程塑料和芳纶等高端产品国产替代进程加速，细分龙头更具有成本和先发优势，建议关注**泰和新材、凯盛新材、呈和科技、沃特股份和阿科力**等。

### 3.4.大健康

——分析师：杜永宏 S0630522040001

伍可心 S630522120001

3月医药生物板块表现较弱，跑输大盘指数。从政策面来看，3月政策焦点集中于创新药械领域：1) 创新药与生命科学在《政府工作报告》中被提及，并纳入“新质生产力”范畴，创新药械有望得到进一步支持。2) 《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》中鼓励具备条件的医疗机构加快医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人等医疗装备更新改造，利好医疗器械行业，有望加速国产替代。3) 网传《全链条支持创新药方案征求意见稿》从创新药融资端、准入端、支付端等多维度给出了具体的政策支持，有望长期利好创新药的发展。创新药械作为高技术壁垒行业，近年来国内创新药械引导支持政策不断，叠加企业长期研发投入，已逐步进入收获期。我们认为受到前期医保谈判、集采、反腐、融资遇冷等多因素的影响，板块估值收敛明显，未来随着市场担忧因素的逐一缓解，行业政策环境的持续优化，行业市场空间有望进一步打开。当前医药生物板块整体估值处于历史低位，投资价值显著，建议关注创新药链、特色器械、品牌中药等板块及个股。

**创新药链：**近期创新药板块热点不断涌现，持续为板块带来新的催化剂。默沙东启动SKB264的多项全球III期临床，ADC药物领域持续火爆，国产ADC未来可期，2024年产品数据读出和海外授权值得期待。随着首款NASH创新药上市以及诺和诺德超长效胰岛素获批，慢病药物市场空间进一步打开。政策方面，多项利好频出，我们认为，创新药作为未来发展的重点产业，将会有更多配套政策措施的出台加速推动国内生物医药创新发展，相关企业有望持续获益。建议关注**特宝生物、科伦药业、百诚医药、诺泰生物**等。

**医疗器械：**近期英伟达推出医疗保健项目GenAI，覆盖药物发现、医疗技术和数字健康等多个领域，帮助全球的医疗企业进行效率提升。AI可促进医疗器械创新，并起到降本增效作用，其中医学影像在AI医疗市场中发展较为成熟。我们认为，一方面，AI+医学影像通过图像识别和深度学习技术，有助于提高诊疗效率和精确度，临床价值高；另一方面，AI技术的快速发展将加快各类医学影像设备的性能提升和更新升级，行业未来发展空间广阔，建议重点关注超声、内镜、IVD等医疗设备器械相关投资机会。此外，国务院印发的《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》中鼓励具备条件的医疗机构加快医学影像等医疗装备更新改造，利好医疗器械行业，有望加速国产替代。建议关注：**开立医疗、普门科技、海尔生物**等。

**中药：**中药板块持续受益于政策催化及政策预期，长期成长空间被打开：1) 医保支付适应症拓宽：2023年医保目录调整工作将部分中药品种原医保报销范围从单一适应症拓宽至适应症或功能主治，有望加速相关产品的放量；2) 基药目录进入预期：新版基药目录调整预期持续获得关注，期待新进入品种获得基层医疗机构开药的优先选择，实现快速放量；3) 中药创新药支持政策利好，有望加快中药创新药的发展。从性价比来看，结合近期已披露业绩或预告的公司情况来看，部分中药企业基本面稳健，兼具确定性与成长性，估值仍

处于较低水平，整体安全边际较高。从分红率来看，部分中药企业现金流充沛，分红率较高，值得长期关注。建议关注羚锐制药、贵州三力、桂林三金等。

### 3.5.TMT

——分析师：方霁 S0630523060001

#### 3.5.1.半导体：存储芯片价格小幅上涨，全球销售额同比继续上升

半导体制造业 2023Q4 复苏态势显现，2024 年全年有望实现 3% 同比增长，AI 及数据中心相关的先进制程需求是关键驱动力。存储芯片强周期性减产涨价确定性较强，或将带动全球半导体产品价格逐步复苏；随着终端市场去库存至正常水位，消费电子回暖趋势显现，叠加 AI、物联网、汽车电子领域半导体需求强劲，全球需求在 2024 年 Q1 触底回升，2024 年下半年有望逐步回暖。短期看，我国国内需求短期承压，晶圆厂产能保持增长，整体产业处于底部平衡状态，但长期看，海外管制加速国产供应链替代趋势不变。建议关注 AI 芯片及光模块、周期筑底、国产替代、工控及汽车电子四大投资主线。

**(1) 晶圆代工：全球半导体制造业有望于 2024 年复苏，AI 是关键驱动力。**2024 年 2 月，SEMI 与 TechInsights 发布的半导体制造检测报告显示，2023Q4 全球电子产品和 IC 销售额有所增长，预计全球半导体制造业将于 2024 年复苏，而随着 ChatGPT、Sora 等大模型的带动，AI 已成为全球半导体行业复苏的关键动力。根据 SEMI 数据，2023Q4 电子产品销售额同比增长 1%，为 2022H2 以来首次，预计 2024 年有望实现 3% 同比增长。同时，随着需求改善和库存正常化，IC 销售额在 2023Q4 恢复增长，同比增长 10%，预计 2024Q1 将继续强劲增长 18%。根据 SEMI 预测，半导体 CAPEX 和晶圆厂稼动率在 2023H2 大幅下降后，有望从 2024Q1 开始温和复苏，晶圆厂产能利用率预计将从 2023Q4 的 66% 小幅提高至 2024Q1 的 70%。

**2024 年全球晶圆产能扩张延续，中国晶圆产能预期增长 13% 达 860 万片/月居全球之冠。**根据 SEMI 2024 年全球晶圆厂预测报告，全球半导体产能继 2023 年以 5.5% 增长率至每月 2960 万片晶圆后，预计 2024 年将增长 6.4%，突破每月 3000 万片大关。其中，中国 2024 年晶圆产能将以 13% 的增长率（前值为 12%）居全球之冠，全年预计新投产 18 座新晶圆厂，每月产能将从 760 万片增长至 860 万片。从需求端看，生成式 AI 对高性能计算与存储芯片的需求、智能电动汽车对分立器件与逻辑芯片的需求等，是刺激产能扩张的主因。从供给端看，对半导体供应链安全的关注使各国政府均积极鼓励代工厂在本地投资扩产，我国对半导体需求巨大，电动汽车、工业自动化、人工智能等应用的推动叠加国际贸易政策的风险，使得供应链独立自主迫在眉睫。以国内最大两家晶圆巨头中芯国际与华虹为例，自 2021 年以来，连续三年，两家企业的月产能都呈增长态势。2023 年前三季度，中芯国际的合计晶圆出货量为 419.15 万片 8 英寸约当量，华虹的合计晶圆出货量为 318.7 万片 8 英寸约当量，合计占到了同年国内晶圆产能的 55% 以上。建议关注国产晶圆厂扩产背景下的国内设备、材料供应链机遇。

**(2) 存储强周期性涨价，需求在 AI 服务器等因素推动下有望加速回暖，结合近期大厂纷纷减产计划，展望未来，行业有望迎来量价齐升的趋势。**根据全球半导体观察截至 2024 年 2 月的最新数据，NAND Flash、DRAM 等主流存储芯片及模组价格呈现持续回升态势，NAND Flash 2024 年以来价格继续上涨 10% 左右；DRAM 价格 2024 年以来保持平稳；模组价格保持 10-30% 的涨幅。综合以上市场价格数据，尽管 Q1 为传统需求淡季，但由于手机出货稳健、AI 服务器高增长、智能音响、智能穿戴保持较高增长整体需求保持小幅增长趋势；供应端来看，部分旧制程产能削减并向新制程切换，整体供应依然紧张，且

原厂为扭转亏损，三星、海力士、美光等减产涨价势在必行，建议关注国产存储芯片及模组相关产业链。

**(3) 设备：海外管制长期紧迫，国内供应链比例或将进一步上升。**光刻机巨头阿斯麦（ASML）公告称荷兰政府部分撤销了此前颁发的 DUV 浸润式光刻机的出口许可证，包括 NXT: 2050i 和 NXT: 2100i 光刻机，并将对中国个别客户产生影响。但事实上，2023 年阿斯麦基本已交付了中国大陆客户预付的 DUV 积压订单。早在 20INSCAN NXT:2050i 专在先进节点批量生产 300 毫米晶圆而设计；NXT:2100i 是 NXT:2050i 的后继产品，单机覆盖率提高 10%，匹配机覆盖率提高 13%，每小时晶圆产量为 295 片。国内晶圆厂 2024 年建厂或积极，40nm 及以上的制程，多种设备国产化率超过 60%，28nm 及以下的多种设备国产化率也将从 30% 逐步上升到 60% 以上，国内设备及零组件机遇较大。

**(4) 材料：2023 年以来行业景气度受晶圆厂稼动率有所承压，展望未来，看好晶圆厂稼动率提升以及先进制程工艺带来的新增量空间。**根据 SEMI，受半导体需求的持续疲软和宏观经济状况影响，2023 年全球硅晶圆出货量预计将下降 14%，从 2022 年创纪录的 14565 百万平方英寸降至 12512 百万平方英寸，随着晶圆和半导体需求的恢复和库存水平的正常化，预计全球硅晶圆出货量将在 2024 年反弹。**国内方面：**2024Q1 国内材料厂商大部分业绩同比有所好转，部分公司受益于新品放量、份额提升等因素实现一定增长。建议关注电子特气、抛光材料、光刻胶等已具备较强竞争力的细分龙头厂商。

**整体上，当前 A 股上市半导体企业 2024Q1 基本面有望迎来持续回暖，市场有望迎来行业回暖、盈利改善、估值修复、AI 催化的四重驱动。**根据同花顺数据，当前半导体 PE（TTM）处于历史相对低位。同时，2023 年半导体价格下跌、库存累积，多数企业面临较大的业绩下滑压力，市场处于行业周期底部。2024 年市场逐步回暖，二级市场表现跟我们预期一致，在 AI 催化下涨幅较大，展望后市，我们认为当前半导体估值整体依然偏低，国产化进程长期向上，2024 年半导体大概率继续迎来行业回暖、盈利改善、估值修复、AI 催化的四重驱动，建议逢低积极布局。**建议关注：**①、AI 创新驱动板块，算力芯片关注寒武纪、海光信息、龙芯中科，光器件关注源杰科技、长光华芯、中际旭创、新易盛、光迅科技。②、海外管制倒逼上游供应链加速的材料、设备，建议关注中船特气、金宏气体、安集科技、晶瑞电材、拓荆科技、北方华创、中微公司；③、汽车芯片国产化、电动化、智能化驱动下的 MCU、功率半导体，建议关注国芯科技、兆易创新、宏微科技、斯达半导；④、消费电子周期触底回暖驱动芯片细分赛道，建议关注射频类的卓胜微、唯捷创芯，模拟芯片龙头圣邦股份，CIS 企业韦尔股份、思特威，格科微，存储芯片的东芯股份、普冉股份、江波龙、德名利、佰维存储。

### 3.5.2.消费电子：1-2 月份国内手机出货同比增长 14.62%，静待华为 P70 发布；小米 su7 发布，汽车电子有望持续催化

消费电子 2023Q4 开始周期复苏态势显现，全球智能手机出货量 2023 年同比为 -3.45%，但 2023Q4 同比为 8.59% 超出市场预期；我们认为手机在 AI 催化下，有望在 2024 年继续迎来一定复苏，2024Q2 重点关注华为 P70 发布。此外，国内新能源车品牌商不断推出新车，市场关注度极高，汽车电子或将迎来反弹，建议关注手机与汽车电子产业链。

**(1) 手机：2023 年全球智能手机出货量为 11.7 亿部，同比为 -3.45%，手机出货量在 2023 年创下 10 年以来新低。国内手机 1-2 月份累计出货同比为 14.62%，我们认为 2024 年手机市场或将有所复苏。**根据 IDC，2023 年全球智能手机出货量为 11.7 亿部，同比减少 -3.45%，创下了 10 年来出货量最低。**厂商方面，**苹果出货量达 2.35 亿台，同比增长 3.7%，为前四家（苹果，三星，小米，OPPO）中唯一正增长的厂商，且还有史以来第一次超过三星成为 2023 年出货量最多的厂商，2023 市场份额为 20.1%；三星 2023 年出货量 2.27 亿台位居第二，同比大幅减少 13.6%；小米出货 1.46 亿台位居第三，同比减少 4.7%，OPPO 1.03 亿台紧随其后，同比减少 9.9%，传音出货 9490 万台，同比高增 30.8%，市场

份额为 8.1%。**从边际变化看**，2023Q4 全球智能手机市场同比增长 8.59%，结束了连续 7 个季度的下滑，苹果新款 iPhone 的发布、华为 5G 手机的回归叠加小米 14 等骁龙 8Gen3 新机的发售以及端侧 AI 大模型的引入促使智能手机行业迎来新一轮换机热潮，带动整体行业逐渐步入复苏轨道。

**2024 年 1-2 月国内手机出货量同比为 14.62%，国产品牌占比 80%以上。**中国信通院数据，报告显示 2024 年 1 月，国内市场手机出货量 3177.8 万部，同比增长 68.1%；2 月份为 1425.7 万台，同比为-32.94%，主要是春节假期影响。国产品牌手机出货占比 80%以上，各大品牌商纷纷发布新款手机，国内消费者偏向国内手机意愿增强。展望 2024 年，我们认为端侧 AI 大模型在智能手机的引入将对现有的用户体验带来显著的革新，有望加速手机更新迭代周期，同时华为 5G 手机的强势回归有望给品牌带来大两位数的同比增长，此外，折叠屏手机受益于上游柔性 OLED 产能的放量有望持续高两位数的出货量同比增长，建议关注智能手机国产供应链。

**(2) PC：PC 出货量 2023Q4 止跌回暖，2024 AI PC 有望重新激活 PC 市场。**根据 Canalsy，2023 年全年全球 PC 出货量为 2.47 亿台，较 2022 年同比大幅下降 13%，主要受消费电子周期、战争、通胀等多重因素冲击所致。**但从边际变化看**，2023Q4 全球 PC 市场出货量同比增长 3%，结束了连续 7 个季度的同比下滑。2023Q4 全球 PC 出货量增至 6530 万台，其中：笔记本电脑出货 5160 万台，同比增长 4%，台式机出货量 1370 万台，同比略降 1%。**从厂商看**，联想稳居榜首，2023Q4 出货量 1610 万台，同比增长 3%，全年出货量达 5290 万台，市场份额为 24.7%；惠普以 1393.7 万台位居第二，同比增长 6%，市场份额为 20.9%，戴尔（17.1%）、苹果（9.5%）、宏基（5.6%）分列三至五位。2023 年以 ChatGPT 为首的大模型爆火，作为 AI 领域的现象级应用，各大科技巨头纷纷布局 AIGC 领域。随着大模型的升级和用户规模的增长，云端 AI 成本持续攀升。在 Intel、高通等芯片厂商的支持下，终端设备的 AI 能力将持续提升，AI 计算负载向边缘侧和端侧下沉将是大势所趋。根据 IDC《AI PC 产业白皮书预测》，2024 年中国终端设备市场中将有 55% 的设备硬件具备 AI 算力基础，预计 2027 年将进一步攀升至近 80%的水平。2024 年 AI PC 快速登陆市场后，随着应用场景的不断拓宽，AI PC 将有望拉动 PC 市场进入新一轮增长。

**(3) 1-2 月份我国新能源汽车增长 29.4%，小米等品牌商新车发布引发市场高度关注，后期华为问界等或将继续发布，汽车电子主题催化行情或将延续。**中汽协发布数据显示，2024 年 1—2 月，新能源汽车产销分别完成 125.2 万辆和 120.7 万辆，同比分别增长 28.2% 和 29.4%，市场占有率达到 30%。小米 SU7 提供九种颜色可供选择，售价 21.59 万起。其中，标准版售价 21.59 万，Pro 版售价 24.59 万，Max 版售价 29.99 万，此外还有小米 SU7 创始版和小米 SU7Max 创始版，价格不变，限量 5000 台。3 月 29 日晚间，小米汽车宣布，小米 SU7 上市 24 小时，大定达 88898 台。我们认为新能源车在 2024 年继续保持高速增长，国内品牌商纷纷发布新车，市场关注度不断上升，国内对新能源车的接受意愿在不断上升，后期汽车电子或将不断催化。

整体上，我们认为消费电子终端市场逐步回暖，同时，AIPC、AI 手机、新能源汽车、物联网等科技产品需求不断增长。同时，整个电子板块的估值处于历史相对低位，展望后市，我们认为 2024 年 Q2 消费电子机遇依然较大，建议逢低布局。可以关注：①产业链底部的优质标的立讯精密、歌尔股份；②手机相关芯片企业卓胜微、唯捷创芯、韦尔股份、思特威、格科微、兆易创新、圣邦股份等；③PC 相关的芯片和模组企业中颖电子、芯海科技、普冉股份、佰维存储等。

## 3.6. 高端制造

——分析师：王敏君 S0630522040002

黄涵虚 S0630522060001

### 3.6.1. 家电：空调产销向好，扫地机出海可期

**空调产销向好，关注白电龙头。**据奥维云网，2024年4月中国厂商家用空调内销排产1205万台，同比增长18.5%；出口排产868万台，同比增长28.8%。从实际出货看，家用空调开年销售亮眼，据产业在线，今年1-2月家用空调内销同比增长16.3%，出口同比增长18.9%，2月末库存同比下降9.4%。春节后，通常为经销商重要的备货期，之后则进入夏季终端销售旺季。内销排产增长，可能说明渠道对旺季预期较为良性，因此具备较好的进货意愿。随着推动家电以旧换新等促消费政策的落地，或对更新需求有所提振。另外，担心铜价上涨，可能也会促使部分经销商提前备货。外销方面，海外补库需求对出口起到支撑作用，拉美、中东、东南亚等新兴市场增速亮眼，北美受墨西哥带动需求向好，欧洲因红海事件影响则订单有所前移。**白电领域竞争格局清晰，龙头企业全球化布局较早，关注美的集团、海尔智家、格力电器、海信家电。**

**零部件领域，关注三花智控，多元化开启发展新局面。**三花智控已在全球制冷电器和汽车热管理领域确立了行业领先地位，公司空调电子膨胀阀、四通换向阀、新能源车热管理集成组件等产品，市场占有率全球第一。着眼长期，公司将在汽车热管理领域依靠产品和技术优势，持续大力发展集成化组件，推动单车价值量持续上行。此外，公司积极布局机器人（机电执行器）等新兴产业，凭借对电机技术的多年积累和电机应用的深刻理解，亦将受益于未来行业发展。

**扫地机器人内销市场马太效应显现，海外拓展空间可期，关注石头科技、科沃斯。**2024年新品值得期待，相比行业大盘，内销更需关注头部的竞争变化。预计头部品牌价格带布局将分化，高端产品以新功能试水、彰显实力为主，同时简化非必要功能、推出平价产品。品类渗透率的提升，还需同时兼顾消费者对价格的接受度和产品性能的稳定性。从长期看，降本依赖于供应链的完善。龙头已着力向上游延展，如科沃斯布局锂电池项目、石头科技自建惠州工厂等。

内销更新节奏加快，国产品牌发力海外。从已有的竞争格局看，iRobot等品牌在国际市场占主导，但海外渠道的变革、外资龙头的调整等为国产品牌突破带来机遇。2020年起，跨境电商的发展为品牌出海带来机遇：居家情况下消费者购买习惯向线上转移，国产品在相应时间的推新也在短期内构建了品牌认知，并为拓展线下增量铺垫。以石头科技的美国运营为例，已在亚马逊、家得宝、百思买、塔吉特等平台开设线上专卖店。iRobot经营承压，其策略的调整，或将引起竞争格局的变动。2022年亚马逊拟收购iRobot，但近期双方宣布终止此项计划，同时iRobot将实施重组。iRobot的主要举措包括：与制造合作商协商条款以减少成本、将非核心职能外包至低成本地区以控制R&D费用、集中营销活动以减少销售费用、关闭部分区域的办事处、暂停非核心品类业务等。从财务数据看，两家国产扫地机龙头毛利率明显高于iRobot，突出的毛利水平为后期费用规划留有余地。

### 3.6.2. 机械：设备更新有望提振内销，AI赋能机器人研发

**新一轮设备更新，有望围绕节能高效、智能信息化展开，过程中或推进特定领域国产替代。**此次设备更新行动方案，“坚持市场为主、政府引导”。结合历史情况看，由于下游主体的设备购置策略不同、客户集中度不同，各细分行业的设备更新进度或有差异。对于基建相关传统设备，关注结构性机会，更新机遇仅面向顺应绿色化、智能化发展的龙头。

对于战略性新兴产业设备，规模放量长期需依托于创新，支持政策有利于催化阶段性需求。综合看，关注通用设备、科学仪器等。

**通用设备：制造业基石，受益于政策助力，设备升级或提速。**本轮设备更新方案强调，要推动先进产能比重持续提升，鼓励先进、淘汰落后。随着制造业转型升级，对于生产加工的速度、精度、效率等提出更高要求，五轴数控机床、机器人等高端制造产品有望得到推广。目前，国内机床数控化率仍待提升，三轴、四轴等中低端数控机床占比仍然较高，工业机器人、协作机器人等应用场景仍待丰富。本轮政策支持下，先进生产力设备改造升级需求或得到进一步释放。关注工业母机板块（纽威数控、海天精工、拓斯达、秦川机床等）、工业机器人板块（埃斯顿等）。

**科学仪器：政策支持科研发展，国产仪器品牌有望切入。**2012年-2021年，我国高校累计拨入科学研究与试验发展经费上万亿元；单年拨入经费由2012年的769亿元增长至2021年的1592亿元。高校历来重视科研投入，也推动了教育仪器设备的发展。以普源精电为例，据其招股书，各报告期的经销商下游前五大终端客户，主要为大学与科研院所。虽然国内科学仪器较外资起步较晚，但随着国产品牌向中高端市场拓展，设备购置及更新或将推动国产替代。以2023年中国科学院仪器设备部门集中采购项目为例，据招标公告，质谱流式系统等产品仅限采购国产。但从各厂家的中标金额看，国产品牌累计份额占比仍有明显提升空间。投资建议方面，以电子测量仪器为例，关注优利德、鼎阳科技、普源精电等。

**英伟达 GTC 大会召开，GR00T 模型等有望赋能机器人研发。**GR00T 人形机器人通用基础模型可在接收语言、手势、文本等多类型指令的基础上，配合众多软硬件工具，充分发挥英伟达在算力领域的优势，在相对有限的信息下自主生成机器人动作指令。该模型有望进一步提高人工智能适用性，推动人形机器人加速落地。此外，英伟达发布 Issac Lab 模拟训练平台、基于 Thor 芯片的人形机器人计算平台 Jetson Thor 等成果。围绕机器人及相关零部件产业链，英伟达致力于搭建覆盖多领域的伙伴体系，实现技术、商业层面的双向协同，共同推动 AI 技术应用。建议关注已与英伟达建立合作的公司，如九号公司、奥比中光等，有望受益于 AI 计算平台、模拟平台等的升级。此外，AI 有望赋能人形机器人研发；虽然形成成熟的技术和盈利模式尚需时日，但相关零部件厂商已在研发布局前沿技术。结合主业基本面情况和行业地位，建议关注绿的谐波、鸣志电器、步科股份、五洲新春、柯力传感、东华测试等。

### 3.6.3. 新车集中上市，小米 SU7 热销提振预期

**政策暖风叠加新车上市节奏恢复，新能源汽车渗透率提升显著。**乘联会预计，3月狭义乘用车零售165万辆，同比+4%，新能源汽车零售75万辆，同比+37%，渗透率45.5%。政策端，月内《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》正式印发，重庆、上海、南京等多地举办促消费活动，发放汽车消费券或提供换购补贴。车企端，改款车型价格持续调整，以比亚迪为代表的龙头车企推进新能源汽车定价从“油电平价”向“电比油低”迈进，同时多家车企集中响应以旧换新政策推出优惠活动，价格层面的不确定性逐步减弱，消费者观望情绪改善。以旧换新政策的实施、定价策略向高性价比方向的调整以及新车上市节奏的加快有望持续保障新能源汽车市场的高景气度。

**“人车家全生态”推动小米 SU7 热销，零部件供应链有望受益。**近期小米汽车首款车型 SU7 正式上市，24 小时大定近 9 万台。新车型提供标准版、Pro、Max 三个版本，售价 21.59 万元、24.59 万元、29.99 万元，并提供包括真皮座椅、车载冰箱、豪华音响、智驾包等在内的限时权益，价值 1.6 万元至 2.2 万元不等。新车型作为小米“人车家全生态”的一部分，搭载基于小米澎湃 OS 打造的智能座舱系统，实现包括中控屏、HUD、翻转仪表盘以及后排的两块拓展屏在内的五屏联动，可适配 5000 款以上的小米平板应用，并可支持

超过 1000 款以上的小米智能生态设备上车，在车机交互、手车互联、车家互联等方面具备较强优势，并推动小米用户从手机、家居等消费场景向汽车业务的迁移。

**多家车企与英伟达加大合作，智能驾驶持续推进。**3 月比亚迪、昊铂、小鹏等宣布将采用英伟达的新一代集中式车载计算平台 DRIVE Thor，其中昊铂采用 DRIVE Thor 的全新一代车型将在 2025 年量产，实现 L4 级自动驾驶。DRIVE Thor 发布于 2022 年，可实现最高 2000TOPS AI 算力、2000TFLOPS 浮点算力，在单个架构中整合自动驾驶和辅助驾驶、泊车、驾乘人员监控、数字仪表盘、车载信息娱乐、后座娱乐功能等智能。华为汽车方面，问界全系车型 OTA 升级，新增城区 NCA、LCC Plus、AVP 等功能。随着软硬件持续迭代升级，L3/L4 级高阶智驾功能或将逐步落地。

**投资建议：**（1）整车：从车型增量角度和电动智能化转型角度，关注长安汽车、理想汽车、吉利汽车等。（2）汽车零部件：关注销量弹性较大的小米、华为、理想等零部件供应链，以及线控底盘、域控制器、空气悬架、汽车座椅、轻量化等主机厂重点增配方向，相关标的包括拓普集团、伯特利、科博达、保隆科技、继峰股份、爱柯迪等。

## 3.7.大金融

——分析师：王鸿行 S0630522050001

陶圣禹 S0630523100002

### 3.7.1.银行：年报压力逐步兑现，关注政策驱动经营环境改善

从已披露年报来看，2023Q4 上市银行业绩普遍承压。受贷款利率下降及存款定期化影响，息差普遍走低。同时，受降费及市场表现不佳影响，财务管理业务继续拖累中收。资产质量整体稳定，结构上来看，个人经营性贷款、个人住房贷款与信用卡贷款质量小幅走弱。对公房地产风险放缓，处置节奏靠前银行的开发贷不良率有所下降。

稳增长、稳资本市场政策驱动下，银行经营环境有望改善：1）稳增长政策对存款结构影响正面，叠加存款重定价逐步渗透，负债端压力或缓解；2）资本市场回暖，中间业务收入弹性将明显体现。3）积极宏观政策有望促进 PMI 改善，当前 PMI 仍处于底部，是较好配置窗口；4）防范化解风险持续推进，重点领域风险有望缓解。我们建议标杆零售银行及区域经济发达、客户基础优良的中小银行，如招商银行、宁波银行、常熟银行、江苏银行、苏州银行。

### 3.7.2.非银：严监严管助推资本市场高质量发展，关注年报预期差下的低估价值配置机遇

**严监严管促进强本强基，树立一个基石和五个支柱。**上月两会政府工作报告提出，要增强资本市场内在稳定性，之后的经济主题记者会上，证监会主席吴清也就市场关注的热点答记者问，并明确了以下几方面内容：1）严监严管，包括严把入口、狠抓日常、畅通出口、压实责任等，切实提升上市公司质量；2）强本强基，投资者是市场之本，上市公司是市场之基，投资者和上市公司都是资本市场发展的源头活水，既要加强对投资者的保护，增强投资者对市场的信心和信任，也要聚焦提高上市公司质量，提升投资价值；3）树立“一个基石”，即高质量的上市公司；同时要打造“五个支柱”，即更合理的资金结构、更完善的基础制度、更有效的市场调节机制、更优质的专业服务、更严格的监管执法。我们认为后续监管将在继续严打违法犯罪的基础上，加快推动制度建设落地，形成资本市场高质量发展的制度框架，以此来切实增强资本市场内在稳定性。

**证监会四政策齐发，从严把入口、狠抓日常、推动一流投行和投资机构建设、加强证监会系统自身建设等方面发力，持续推动行业高质量发展。**1) 严把发行上市方面，结合现场检查正式规定，对“关键少数”提出更高要求，同时压实中介机构“看门人”责任，明确交易所、地方证监局的监管职能，从源头提高上市公司质量；2) 加强日常监管方面，明确从加强信息披露监管、防范绕道减持、加强现金分红监管、推动上市公司加强市值管理等层面发力，以维护市场信心、增强投资者回报、提升上市公司投资价值；3) 推动一流投行和投资机构建设方面，力争通过 5 年左右时间，基本形成“教科书式”的监管模式和行业标准，推动形成 10 家左右优质头部机构引领行业高质量发展的态势；到 2035 年形成 2 至 3 家具备国际竞争力与市场引领力的投资银行和投资机构；到本世纪中叶，形成综合实力和国际影响力全球领先的现代化证券基金行业；我们预计更为有效的推动行业发展政策有望逐步落地，头部机构的竞争优势逐步凸显；4) 加强证监会系统自身建设方面，明确要以身作则，突出政治过硬、能力过硬、作风过硬，有利于长期健康高效的多层次资本市场体系搭建。

**负债成本再被指导压降，分类监管强化推动差异化发展。**1) 据媒体报道，近期监管要求多家人身险公司的万能险结算利率不得超过 3.3%，分红险实际分红水平也降至这一水平或更低，部分大型险企更被指导降至 3.1%以内。早在年初负债成本已被指导压降，目前开门红已接近尾声，后续长期年金和保障型产品将接棒，此次调整对产品销售节奏影响有限，但有望降低利差损风险，且保本属性仍进一步凸显其竞争优势。2) 金监总局于 3 月 18 日发布《人身保险公司监管评级办法》，设置公司治理、业务经营、资金运用、资产负债管理、偿付能力管理和其他方面六个维度，另设置“履行环境社会治理（ESG）责任情况”作为特别加分项，评级有利于强化机构监管和分类监管，提高监管质效，也有利于增强人身保险业风险防控有效性、提升服务经济社会能力，进而引导形成差异化发展格局。

**保险 2023 利润承压但 NBV 高增，预计 2024 年在渠道和产品的制度优化下实现高质量成长。**上市险企 2023 年报披露完毕，受新旧准则切换以及资本市场波动带来的投资端承压影响，净利润均呈现不同程度下滑，但受益于增额终身寿险的火爆销售，2023 全年 NBV 均实现可观增长，部分险企高达 100%以上。此外，在长期利率下滑趋势与权益波动影响下，投资收益率与风险贴现率假设分别下调 50bps 和 200bps，夯实了内含价值增长基础。现阶段在银保渠道“报行合一”基本实施完成的背景下，经代业务“报行合一”与代理人分级制度落地有望加速推进，从渠道层面推动高质量、可持续发展，降低费差损风险；此外，对预定利率的下调、结算利率的压降，也将从产品层面降低利差损风险，我们认为以费用投放抢占市场的策略可行性逐步降低，以“产品+服务”的全方位风险保障将成为险企的核心竞争力，同时加大风险减量服务的投入力度，实现盈利能力的进一步提升，进而促进行业的马太效应持续强化。

**投资建议：**1) 券商：证监会四份文件进一步印证中央金融工作会议提出的培育一流投资银行的有效性和方向性，活跃资本市场的长逻辑不变，建议把握并购重组、高“含财率”和 ROE 提升三条逻辑主线，个股建议关注资本实力雄厚且业务经营稳健的大型券商配置机遇；2) 保险：代理人分级制度的推出有望推动队伍质态逐步改善，银保“报行合一”阶段性阵痛正逐步消散，对开门红的价值增长保持乐观，同时财险风险减量服务的深化推动马太效应持续增强，建议关注具有竞争优势的大型综合险企。

## 4.风险提示

(1) 房地产市场风险。若各地政策推动仍无法拉动购房预期的回升，后续仍会影响房地产投资的回升。

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

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

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

## 一、评级说明

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

## 二、分析师声明:

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

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

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

## 三、免责声明:

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

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

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

## 四、资质声明:

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

### 上海 东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 座机: (8621) 20333275  
 手机: 18221959689  
 传真: (8621) 50585608  
 邮编: 200125

### 北京 东海证券研究所

地址: 北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 座机: (8610) 59707105  
 手机: 18221959689  
 传真: (8610) 59707100  
 邮编: 100089