

# 海外流动性拐点将至，关注国内政策落实

——资产配置与比较月报（2024年9月）

## 证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

## 证券分析师

谢建斌 S0630522020001

xjb@longone.com.cn

## 证券分析师

胡少华 S0630516090002

hush@longone.com.cn

## 联系人

高旗胜

gqs@longone.com.cn

## 投资要点

- **关注促消费政策效果。**8月国内制造业PMI回落至年内低点，5月以来持续位于收缩区间，虽然新动能表现较好，但制造业整体供需两端均有放缓。受益于暑期消费带动作用，服务业指数有所回升。7月政治局会议将“以提振消费为重点扩大国内需求”放在了主要任务中的第一项，促进服务消费高质量发展以及加大耐用消费品以旧换新的支持力度是政策着力点。若出口增速回落，内需方面地方财政压力对投资仍有约束，关注促消费政策实施效果。
- **财政发债提速，关注政策落实。**从国债来看，净融资进度从7月的45.7%升至69.3%，当月净融资规模超1万亿元；地方债方面，专项债8月新发行7965亿元，进度由45.5%大幅升至8月的65.9%，一般债也从51.5%升至71.2%。8月社融的支撑项或主要来自于政府债券融资。包括上海、江苏、深圳等多地发布新政策扩大对消费品以旧换新方面的支持，资金来源包括前期特别国债扩容支持的落实。
- **汇率约束减小，货币政策关注国内约束。**美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔年会上提及政策调整的时机已经到来，8月非农就业低于预期，美联储9月开启降息已是大概率事件。国内货币政策上，央行提及法定存款准备金率仍有下行空间，同时汇率压力减小或打开政策利率下行空间，降准降息均可期。不过需要注意的是，央行表示降息仍有国内约束，需继续关注。
- **全球制造业及服务业存在分化，商品价格或有下行压力。**摩根大通全球制造业PMI已连续两个月位于荣枯线以下，而服务业PMI仍维持在53以上。制造业及服务行业的分化同时也发生在美国，需求端下行可能会使商品价格继续承压。目前国内补库的表现来看，上游原材料开采及中游原材料制造、下游制造库存增速处于回升趋势，但利润占比较大的中游装备制造未明显补库。尽管商品价格已有所回落，但仍影响中游成本。
- **配置主线。**短期中报业绩因素扰动即将消退，由于此前持续的缩量调整，政策预期引起的市场波动可能会更加明显。不过海外流动性即将迎来拐点，国内货币政策空间有望打开，增量政策可期。主线可关注：1.估值调整相对到位，中长期推动新旧经济动能转换的科技产业，海外美债收益率下行趋势下利好科创50。2.避险属性、金融属性兼具的黄金或仍有走牛可能。3.行业上，关注下半年政策支持的重点方向，如消费、家电、机械等相关细分板块。
- **建议关注：**消费：乖宝宠物。周期：中国石油、卫星化学、巨化股份、赛轮轮胎。电新：阳光电源。TMT：卓胜微、韦尔股份、乐鑫科技。医药生物：贝达药业、益丰药房。高端制造：海尔智家、爱玛科技、中国通号、拓普集团。金融：宁波银行、常熟银行。
- **风险提示：**国内政策落地不及预期；地缘政治事件导致通胀再次上升；全球金融市场不稳定的风险；中美关系的不确定性。

## 正文目录

<b>1. 回顾与展望</b>	<b>4</b>
1.1. 日元套息交易逆转引发全球市场波动	4
1.2. 展望：海外流动性拐点将至，关注国内政策落实	6
<b>2. 总量观点</b>	<b>7</b>
2.1. 国内经济增长动能有所转弱	7
2.2. 货币外部约束减轻，政策有望更加积极，但仍需关注国内约束因素	8
<b>3. 各行业观点总结与展望</b>	<b>9</b>
3.1. 大消费	9
3.1.1. 食品饮料：业绩分化加剧，静待旺季需求改善	9
3.1.2. 农林牧渔：生猪价格景气持续，业绩改善明显	10
3.1.3. 社会服务：免税新政落地	10
3.1.4. 美容护理：企业分化，新材料景气度高	11
3.2. 电新	11
3.2.1. 光伏：行业博弈进入新阶段，关注底部修复环节	11
3.2.2. 新能源汽车&锂电：固态技术迭代加速，板块估值见底	12
3.2.3. 储能：下半年装机旺季将至，预计市场需求将维持高位	12
3.2.4. 风电：整机厂商业绩修复或将延续，零部件企业业绩弹性有望释放	12
3.3. 资源品及周期	13
3.3.1. 石油石化：需求走弱原油价格持续承压，看好下游及轻烃一体化及补库存机会	13
3.3.2. 基础化工：关注化工传统需求旺季修复成色以及能源成本影响	14
3.4. 大健康	14
3.4.1. 医药：业绩风险释放，Q3 有望企稳向好	14
3.5. TMT	15
3.5.1. 半导体：存储模组价格呈现底部震荡下滑趋势，AI 芯片继续超预期增长，关注消费电子、AIOT、AI 结构性机遇	15
3.5.2. 消费电子：关注各大品牌商备货 9 月新机发布前的市场催化机遇	17
3.6. 高端制造	18
3.6.1. 家电：国内以旧换新加码，出口企业推进海外产能建设	18
3.6.2. 机械：装备制造利润向好，关注轨交、船舶、3C 设备	18
3.6.3. 政策暖风增量显现，新车周期持续催化	19
3.7. 大金融	19
3.7.1. 银行：压力上升环境中有望实现稳健经营	19
3.7.2. 非银：把握券商并购重组+保险资负改善配置机遇	20
<b>4. 风险提示</b>	<b>21</b>

## 图表目录

图 1 2024 年 8 月期间主要资产价格表现, % .....	5
图 2 2024 年 8 月申万一级行业涨跌幅, % .....	6
图 3 经济数据概览, % .....	7
图 4 GDP 增速与制造业 PMI, % .....	7
图 5 制造业 PMI 各分项, % .....	8
图 6 非制造业 PMI 各分项, % .....	8
图 7 中美 10 年期国债收益率, % .....	9

# 1.回顾与展望

## 1.1.日元套息交易逆转引发全球市场波动

8月初，日元套息交易的逆转引发了全球市场的大幅震荡，此后随着日央行的安抚以及美国衰退交易逻辑的证伪，市场逐步恢复平静，且收复失地。国内方面，经济数据反映出目前内需仍相对偏弱，但财政可能已经在提速发力，关注需求侧政策的落地效果。

### 权益市场：

A股方面，8月继续震荡调整，跑输全球主要股指。8月当月，上证综指、沪深300指数、深证成指、创业板指分别下跌3.3%、3.5%、4.6%、6.4%。港股表现较好，领跑全球主要股指，单月上涨3.7%。

8月，从行业指数来看，申万31个一级行业全部收跌。石油石化(-0.10%)、煤炭(-0.94%)、传媒(-1.65%)、银行(-1.75%)、非银金融(-1.86%)跌幅相对较少，红利及权重相关板块相对占优；国防军工(-8.90%)、农林牧渔(-8.36%)、美容护理(-8.13%)、建筑材料(-7.13%)、钢铁(-6.96%)跌幅居前。

海外方面，8月初，日央行加息，美国7月就业数据走弱，引发市场交易衰退逻辑以及日元套息交易的逆转，全球股市大幅震荡。但此后日央行安抚市场，美国当周初请失业金人数等数据证伪衰退未至，全球股市回暖。8月当月来看，美国三大股指均收涨，标普500指数、道指、纳指分别上涨2.3%、1.8%、0.6%。日经225指数先跌后涨，当月基本收回跌幅，仅下跌1.2%。欧洲股市方面，德国、法国、英国股指分别上涨2.2%、1.3%、0.1%。

### 商品市场：

8月CRB商品价格指数震荡下行，主要商品价格涨跌互现，有色黑色分化明显。国际原油价格继续回落，8月末布伦特原油价格为76.93美元/桶，环比下跌4.8%。2024年7月全球71个纳入世界钢铁协会统计国家的粗钢产量为1.528亿吨，同比下降4.7%，前值为同比上升0.5%。黑色系价格受需求影响价格继续下跌，螺纹钢、铁矿石分别下跌2.3%和1.2%，有色下游需求相对韧性较强，LME铜及铝分别上涨1.9%和8.3%。美联储降息预期继续升温，叠加避险情绪的上升，黄金当月上涨2.2%。

### 债券市场：

虽然衰退交易在中下旬逐渐消退，但市场已经完全计价美联储9月开启降息，美债收益率及美元指数整体回落，其中10年期美债收益率下跌18个BP至3.91%，美元指数下跌2.2%至101.73。日元加息落地后，国债收益率小幅下行，当月下行15个BP。欧洲主要国家8月国债收益率多数下行。国内来看，8月政策利率未变，央行加速推进国债买卖落地，10年期国债收益率小幅上升2个BP至2.17%。

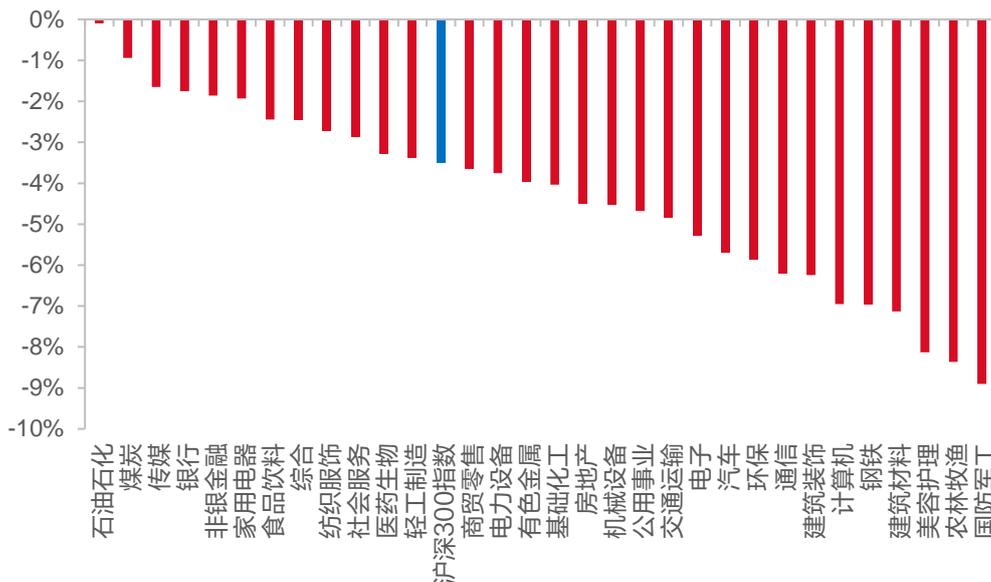
图1 2024年8月期间主要资产价格表现，%

股市	8/30	7/31	变化%	近4个月变化
恒生指数	17989	17345	3.7%	
标准普尔500指数	5648	5522	2.3%	
法兰克福DAX	18907	18509	2.2%	
道琼斯工业平均指数	41563	40843	1.8%	
巴黎CAC40	7631	7531	1.3%	
孟买Sensex30指数	82366	81741	0.8%	
纳斯达克综合指数	17714	17599	0.6%	
伦敦富时100	8377	8368	0.1%	
日经225	38648	39102	-1.2%	
上证综指	2842	2939	-3.3%	
韩国综指	2674	2771	-3.5%	
沪深300	3321	3442	-3.5%	
深证成指	8348	8754	-4.6%	
创业板指	1580	1688	-6.4%	
商品	8/30	7/31	变化%	近4个月变化
LME铝	2485	2295	8.3%	
CBOT小麦	552	527	4.6%	
COMEX黄金	2528	2473	2.2%	
LME铜	9328	9150	1.9%	
COMEX迷你白银	29.14	28.94	0.7%	
聚丙烯	7632	7585	0.6%	
CBOT玉米	401	400	0.3%	
铁矿石	757	766	-1.2%	
棉花	13805	14115	-2.2%	
CBOT大豆	1000	1023	-2.2%	
螺纹钢	3243	3319	-2.3%	
热轧卷板	3346	3478	-3.8%	
IPE布油	76.93	80.84	-4.8%	
NYMEX轻质原油	73.55	77.91	-5.6%	
白砂糖	5660	6193	-8.6%	
10年国债收益率	8/30	7/31	变化BP	近4个月变化
意大利	3.69	3.65	4	
中国	2.17	2.15	2	
英国	4.00	4.00	0	
西班牙	3.08	3.14	-6	
德国	2.26	2.33	-7	
日本	0.92	1.07	-15	
美国	3.91	4.09	-18	
汇率	8/30	7/31	变化%	近4个月变化
日元	146.21	149.99	2.5%	
欧元	1.1047	1.0826	2.0%	
人民币	7.0904	7.2266	1.9%	
美元指数	101.73	104.06	-2.2%	

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8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：海外流动性拐点将至，关注国内政策落实

**关注促消费政策效果。**8月国内制造业PMI回落至年内低点，5月以来持续位于收缩区间，虽然新动能表现较好，但制造业整体供需两端均有放缓。受益于暑期消费带动作用，服务业指数有所回升。7月政治局会议将“以提振消费为重点扩大国内需求”放在了主要任务中的第一项，促进服务消费高质量发展以及加大耐用消费品以旧换新的支持力度是政策着力点。若出口增速回落，内需方面地方财政压力对投资仍有约束，关注促消费政策实施效果。

**财政发债提速，关注政策落实。**从国债来看，净融资进度从7月的45.7%升至69.3%，当月净融资规模超1万亿元；地方债方面，专项债8月新发行7965亿元，进度由45.5%大幅升至8月的65.9%，一般债也从51.5%升至71.2%。8月社融的支撑项或主要来自于政府债券融资。包括上海、江苏、深圳等多地发布新政策扩大对消费品以旧换新方面的支持，资金来源包括前期特别国债扩容支持的落实。

**汇率约束减小，货币政策关注国内约束。**美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔年会上提及政策调整的时机已经到来，8月非农就业低于预期，美联储9月开启降息已是大概率事件。国内货币政策上，央行提及法定存款准备金率仍有下行空间，同时汇率压力减小或打开政策利率下行空间，降准降息均可期。不过需要注意的是，央行表示降息仍有国内约束，需继续关注。

**全球制造业及服务业存在分化，商品价格或有下行压力。**摩根大通全球制造业PMI已连续两个月位于荣枯线以下，而服务业PMI仍维持在53以上。制造业及服务业的分化同时也发生在美国，需求端下行可能会使商品价格继续承压。目前国内补库的表现来看，上游原材料开采及中游原材料制造、下游制造库存增速处于回升趋势，但利润占比较大的中游装备制造未明显补库。尽管商品价格已有所回落，但仍影响中游成本。

**配置主线。**短期中报业绩因素扰动即将消退，由于此前持续的缩量调整，政策预期引起的市场波动可能会更加明显。不过海外流动性即将迎来拐点，国内货币政策空间有望打开，增量政策可期。主线可关注：1.估值调整相对到位，中长期推动新旧经济动能转换的

科技产业，海外美债收益率下行趋势下利好科创 50。2.避险属性、金融属性兼具的黄金或仍有走牛可能。3.行业上，关注下半年政策支持的重点方向，如消费、家电、机械等相关细分板块。

## 2.总量观点

——分析师：胡少华 S0630516090002

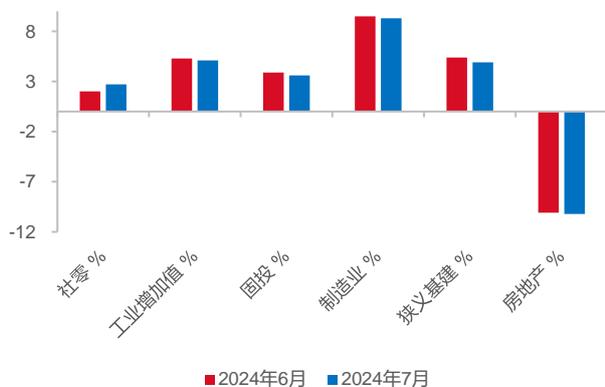
刘思佳 S0630516080002

### 2.1.国内经济增长动能有所转弱

7 月经济数据延续“供好于需”的格局，需求端数据整体低于预期，供给数据略好于预期。社零从 2.0%小幅提速至 2.7%，但弱于季节性且不及预期，反映消费恢复力度偏弱，其中商品零售略有加快，暑期服务消费表现较好。固投增速继续放缓至 3.6%（前值 3.9%），其中制造业支撑力度仍强（9.3%），房地产略微下行至-10.2%，基建回落幅度相对偏大（5.4%降至 4.9%），但 8 月份专项债发行明显加快，叠加极端天气影响逐步减弱，基建投资有望企稳回升，固投增速回暖或有支撑。供给端，工业生产小幅放缓，服务业略微提速。总体看，当前居民消费需求不振，投资增速也在放缓，内需仍待提振，政策上仍有加力可能，降息降准必要性有所增加。

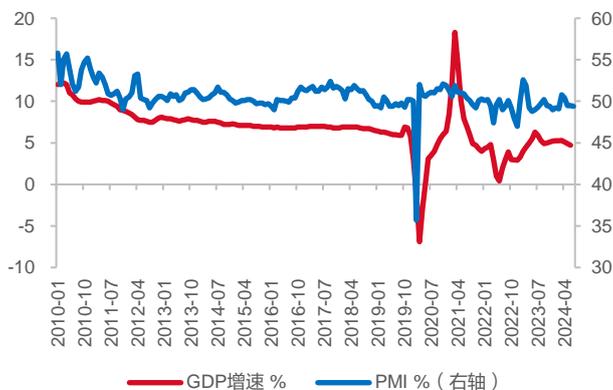
8 月制造业 PMI 在收缩区间内继续回落，多项指数环比下降且在临界点之下，增长动能有所转弱，稳增长政策加力的必要性或进一步上升。制造业供需均有放缓，其中新订单指数已连续 5 个月回落，市场需求不足问题仍是重要制约，但新出口订单指数连续 2 个月回升指向出口趋稳。受需求拖累叠加高温多雨天气影响，生产指数今年 3 月以来首次落入收缩区间。原材料价格明显下降，企业成本压力减轻，原材料和产品出厂价差继续收窄。结构上，制造业新动能回升较快，高技术制造业、装备制造业环比升幅较大，高耗能行业景气度偏低且降幅较大。非制造业方面，暑期消费带动作用较强，交通运输、住宿餐饮、景区服务等行业延续活跃；季节因素影响下建筑施工活动放缓，楼市销售有所降温，但基建相对活跃。总体看，8 月 PMI 数据总体偏弱，增长动能有所不足，政策逆周期调节力度有望加强。

图3 经济数据概览，%



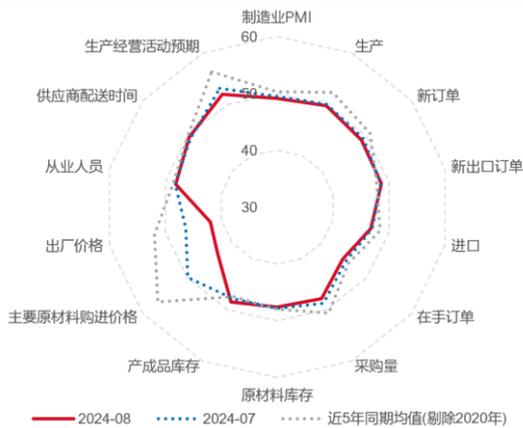
资料来源：Wind，东海证券研究所

图4 GDP 增速与制造业 PMI，%



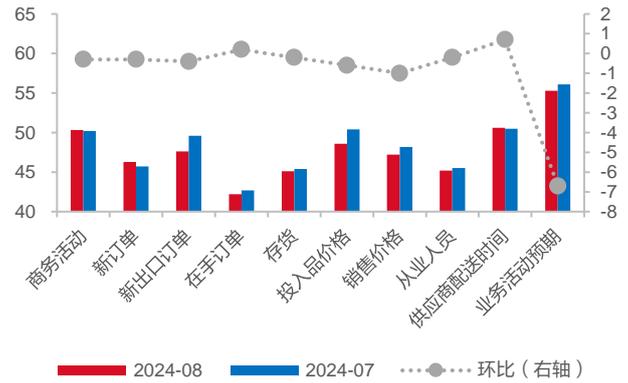
资料来源：Wind，东海证券研究所

图5 制造业 PMI 各分项, %



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图6 非制造业 PMI 各分项, %



资料来源: Wind, 东海证券研究所

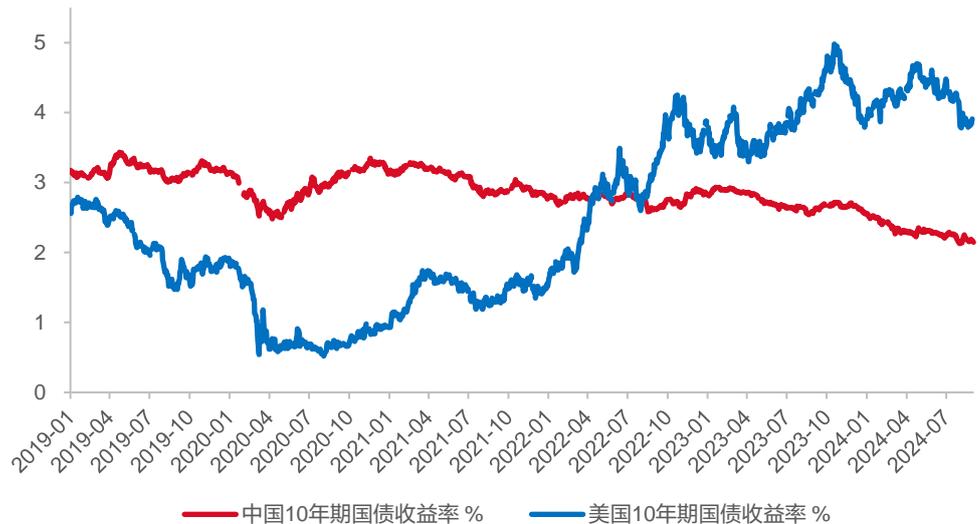
## 2.2.货币外部约束减轻，政策有望更加积极，但仍需关注国内约束因素

海外方面，8月25日，美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔全球央行年会发表演讲，传递了重要的政策信号。鲍威尔明确表示“现在是时候调整政策了”，政策转向的背后是美国劳动力市场从此前的过热状态大幅降温，美联储不寻求劳动力市场状况的进一步降温，同时通胀也已明显接近政策目标，对通胀回到2%越来越有信心。8月美国非农就业数据低于预期，但失业率重新回落，衰退预期暂缓。目前市场仍完全计价美联储9月100%降息，而基准情形是降息25bps。

国内方面，央行行长潘功胜在陆家嘴论坛上表示“主要考虑国内经济金融形势需要进行调控，兼顾其他经济体经济和货币政策周期的外溢影响”；8月潘功胜接受央视专访时表示“继续坚持支持性的货币政策立场，将加强逆周期和跨周期调节，研究储备增量政策举措”。9月国新办新闻发布会上，央行货币政策司司长邹澜表示法定存款准备金率还有下行空间。不过同时也提到了，受银行存款向资管产品分流的速度、银行净息差收窄的幅度等因素影响，存贷款利率进一步下行还面临一定的约束。

考虑到近期国内经济景气度有所下行，美联储9月或开始降息，中美利差对国内货币政策的掣肘将有所缓解，货币政策上未来仍有加力可能，降息必要性有所增加，但仍需关注国内约束因素。

图7 中美 10 年期国债收益率，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

## 3. 各行业观点总结与展望

### 3.1. 大消费

——分析师：姚星辰 S0630523010001

任晓帆 S0630522070001

#### 3.1.1. 食品饮料：业绩分化加剧，静待旺季需求改善

**白酒：中报业绩分化，关注头部酒企。**中报披露完毕，酒企业绩分化趋势加剧。龙头酒企目标完成情况普遍符合预期或超预期，部分次高端酒企上半年业绩承压，仍处于调整期。双节备货陆续开启，库存压力有望缓解，关注后续批价走势。**批价更新：**根据今日酒价，近期飞天批价调整。截至 9 月 8 日，2023 年茅台原箱批价 2650 元，周环比下降 50 元，月环比下降 70 元；茅台散飞批价 2390 元，周环比持平，月环比下降 70 元。五粮液普五批价为 960 元，周、月均环比持平。国窖 1573 批价 870 元，批价周、月环比持平。目前白酒板块估值接近 2018 年年底的低位，头部酒企的分红率有提升的趋势。白酒行业竞争加剧，不同价格带带销分化延续，头部酒企市场份额不断提升且业绩确定性较强，在行业仍面临较大压力的背景下，建议关注高端酒和区域龙头，个股建议关注贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、今世缘、迎驾贡酒、古井贡酒等。

**啤酒：成本红利释放，高端化趋势不改。**需求方面，受到宏观经济、天气等因素的影响，啤酒二季度销量有所承压，上半年啤酒企业业绩分化。预计下半年旺季催化，叠加低基数影响，销量有望迎来改善。成本方面，今年大麦等原材料成本红利持续释放，截至 7 月进口大麦价格同比下降 20% 以上，啤酒板块利润弹性显现。长期看啤酒行业高端化趋势不改，厂家推动产品结构升级意愿强，近 5 年来中高端酒销量增速高。随着消费者健康意识不断提升、人均可支配收入持续增长，中高端扩容潜力充足。

**大众品：（1）零食：零食企业业绩延续增长，关注产品和渠道拓展。**零食板块今年上半年业绩表现相对较好。部分新型渠道崛起带来行业快速增长，渠道红利有望延续。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。（2）乳制

**品：消费者健康意识提升，低温鲜奶空间较大。**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。

**投资建议：**白酒板块建议关注高端酒和区域龙头，**贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、今世缘、古井贡酒、迎驾贡酒**等。啤酒板块建议关注盈利能力不断提升的**青岛啤酒**。零食板块建议关注产品成长逻辑强、渠道增速较快的**盐津铺子、甘源食品、劲仔食品**。乳制品板块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：生猪价格景气持续，业绩改善明显

**猪价高位震荡，预计四季度将维持景气。**根据钢联数据，9月6日生猪均价 19.82 元/公斤，周环比+2.01%，猪价短期调整结束；截至 9 月 6 日，7kg 仔猪价格 454.76 元/头，周环比-4.93%。9 月 6 日，自繁自养养殖利润 559.36 元/头，环比+3.06%，外购仔猪养殖利润 359.80 元/头，环比+5.20%，行业盈利持续。当前产能处于低位，二育占比较低，大猪逐步去化，随着消费旺季到来，预计下半年猪价景气延续。

**冻品库存下降，屠宰量回升，终端消费有望改善。**根据钢联数据，截至 9 月 6 日，重点屠宰企业冷冻猪肉库容率为 17.93%，周环比-0.67pct，月环比-3.53pct，冻品库存下降。从屠宰量来看，9 月 6 日，样本企业屠宰量 10.55 万头，周环比+8.47%，进入开学旺季以来屠宰量上升。随着中秋国庆旺季来临，需求端有望改善。

**投资观点：**能繁母猪产能恢复缓慢，根据统计局数据，截至 2024 年 7 月能繁母猪产能 4041 万头，环比+0.1%，同比-5.4%。能繁母猪存栏从 2023 年 1 月开始下降，传导至当前供给压力逐季减小，叠加消费旺季的催化，预计四季度猪价景气将延续，猪企业绩将逐季向好。建议积极关注**牧原股份、温氏股份、神农集团、巨星农牧**。

**亚宠展完美闭幕，各品牌争相推新。**2024 年亚洲宠物展完美闭幕，本届亚宠展规模再升级，展览面积超过 30 万平方米，吸引了 2500 多家国内外展商与品牌参与。参会人数远超预期，共吸引了 12.4 万专业观众，38.6 万宠物爱好者，来自全球 91 个国家与地区的海外观众（占总观众人数约 10%），达到历年最高，较去年增长 41.8%。国内宠企在亚宠会争相推出新品，国内宠物数量持续增长且宠物消费呈现高质量发展。产品高端化和差异化是行业发展趋势，占据先发优势和具备规模效应的宠物食品公司将有望直接受益，建议关注**乖宝宠物、中宠股份以及佩蒂股份**。

### 3.1.3.社会服务：免税新政落地

**免税：**8月27日晚，财政部等五部门印发《关于完善市内免税店政策的通知》，明确自 2024 年 10 月 1 日起，按照《市内免税店管理暂行办法》规范市内免税店管理工作，促进市内免税店健康有序发展。根据《通知》，现有北京、上海、青岛、大连、厦门、三亚等 6 家市内免税店，自《通知》施行之日起适用《办法》；现有北京、上海、哈尔滨等 13 家外汇商品免税店，自《通知》施行之日起 3 个月内转型为市内免税店，经海关验收合格后开始营业。同时，在广州、成都、深圳、天津、武汉、西安、长沙和福州等 8 个城市，各设立 1 家市内免税店。此外，政策对于以下几个方面提出：**旅客对象：**针对包括但不限于中国籍出境旅客；**额度：**携带出境不设购物限额，再次携带进境的按照进境物品管理（8000 元入境免税额度）；**免税优惠：**除了香化精品等，鼓励市内免税店销售国货“潮品”，市内免税店销售的国内商品免征国内环节增值税、消费税；**竞标主体：**经国务院批准在全国范围内具有免税品经营资质的企业，可平等竞争市内免税店经营权。市内免税新政落地有望促使消费从海外回流，**建议关注已有市内免税店铺，具备先发优势的中国中免。**

**旅行：**携程发布《2024 暑期出游市场报告》，今年暑假旅游市场继续展现消费韧性，整体呈现“三高三低”特征。“三高”体现在：**国内游、跨境游**持续保持高景气运行；高质

量陪伴的**亲子游、家庭游**持续火热，亲子客群暑期整体订单占比达 35%；“精神村民”、City ride、演唱会等提供高情绪价值的玩法受到年轻人追捧。“三低”体现在：适宜避暑的低温目的地及室内项目火爆；机票酒店因供应恢复呈现价格走低趋势；三四线城市、县域及乡村等低线目的地一路走红。

### 3.1.4.美容护理：企业分化，新材料景气度高

**化妆品：**上半年业绩表现分化，今年 618 战线拉长导致整体 618 数据相较 2023 年可比性不强，同时消费者消费意愿受到宏观经济影响消费热情有所下滑，在此背景之下，珀莱雅、上美股份、巨子生物等保持了业绩高增。珀莱雅：2024H1 营收 50.01 亿元，同比+37.9%；归母净利润 7.02 亿元，同比+40.48%。公司珀莱雅大单品持续发展，彩棠、OR 等子品牌接力成长，已成为国货龙头企业，市场知名度不断提升。巨子生物：2024H1 营收 25.40 亿元，同比+58.21%；归母净利润 9.83 亿元，同比+47.41%。公司可复美大单品延续高增，作为胶原蛋白化妆品龙头，赛道热度高，成长空间广。

一方面，聚焦防晒、胶原等具备较大的增长空间的赛道；另一方面，国货替代逻辑不变，国货品牌依靠自身品牌力、产品力、科研力的提升不断抢占市场份额，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：**整体板块重组胶原蛋白、再生类等新兴赛道具备布局价值，景气度较高。从半年报业绩表现来看，以爱美客、锦波生物为代表的中游药械产商保持稳定增长：爱美客 2024H1 营收 16.57 亿元，同比+13.53%；归母净利润 11.21 亿元，同比+16.35%。锦波生物受胶原蛋白行业快速增长以及大单品薇旖美快速放量影响，2024H1 营收 6.03 亿元，同比+90.59%；归母净利润 3.10 亿元，同比+182.88%。**下游终端医美机构：**朗姿股份医美部分 2024H1 营收 4.60 亿元，同比+35.53%。美丽田园医疗健康 2024H1 营收 11.38 亿元，同比+9.72%；归母净利润 1.15 亿元，同比+3.21%。

## 3.2.电新

——分析师：周啸宇 S0630519030001

王珏人 S0630523100001

### 关注边际向好的细分环节

#### 3.2.1.光伏：行业博弈进入新阶段，关注底部修复环节

随着产业链主要环节亏损持续，业内博弈态度发生转变。主产业链上，前期硅片环节较早开启亏现金流的出清博弈，目前开始出现抱团挺价迹象，硅片环节持续降价亏损局势有望缓解。供给上，龙头清库存降低开工率，预计 9 月国内硅片产量降至 45-46GW 之间，环比降低 14%左右。8 月 29 日隆基绿能正式发货涨价后，TCL 中环、高景新能源、双良节能紧随其后，二三线企业目前均已上调报价，有望带动下游转变博弈意识。8 月 29 日光伏电站建设招标投标价格机制座谈会在北京召开，龙头发电企业及组件企业均参会。会议指出目前全行业亏损的局面不利于光伏行业的持续健康发展，将进一步优化光伏电站建设招标投标机制，CPIA 引导价格机制更好适配成本。此外，行业重组兼并节奏加快，8 月 13 日通威股份发布对润阳股份增资意向性协议，预计有望加速硅料及电池环节产能出清。

**光伏玻璃：**行业冷修加速，供需格局有望好转。由于下游开工率持续较低，作为供应刚性的环节，光伏玻璃 8 月库存升至 34.7 天，带动产品价格下降。目前行业进入亏损周期，

窑炉减产冷修情况从 8 月开始加速。作为龙头效应明显的环节，预计玻璃龙头将凭借规模、成本、海外产能、资金等优势，在减产出清中率先获益。

**建议关注：**福莱特：公司是光伏玻璃龙头，大窑炉及石英砂矿权带来成本优势。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。

### 3.2.2.新能源汽车&锂电：固态技术迭代加速，板块估值见底

**近期多家企业更新固态电池进展。**南都电源公布固态电池产品能量密度达 350Wh/kg，循环寿命 2000 次，已通过多项安全项测试，将于 2024Q4 完成验收。鹏辉能源自研氧化物复合固态电解质，实现固态电池在工艺和材料的双向突破。德尔股份固态电池已通过第三方机构的多项检测，同时近期与江西江铃签订协议，产品将用于客户整车验证。

当前锂电池需求端维持高增长，预计 2024/2025 年增速约 25%/20%，受到供需格局恶化，板块股价表现较弱。2024 年以宁德时代为首的国内电池厂商市占率持续增长，根据 SNE Research 数据，截至 2024 年 6 月宁德时代全球动力电池装车量 137.7GWh，同比增长 29.5%，市占率约 37.8%，同比提升 2.1pct。目前全球锂电池国内供货占比约 7 成，伴随欧洲关税、北美制裁等负面因素影响，申万锂电池板块 2024/2025 年估值仅为 18x/14x，处于历史分位低点，随着今年行业整体扩产放缓、2025 年产能逐步消化，估值有望改善。

考虑到固态电池产业化进程加速，建议关注技术领先企业：南都电源、鹏辉能源、德尔股份。考虑到下游需求稳定增长、产能逐步消化、估值历史低点，建议关注业绩确定性强的锂电池龙头：宁德时代、亿纬锂能。

### 3.2.3.储能：下半年装机旺季将至，预计市场需求将维持高位

储能装机及逆变器出口最新数据发布：1) 储能市场整体：截止 2024 年上半年，国内电力储能项目累计装机规模达 103.3GW，同比+47%；其中，新型储能累计装机规模达 48.18GW/107.86GWh，同比+142%。从新增装机规模来看，2024H1 国内新增新型储能装机 13.67GW/33.41GWh，同比+71%。回顾历史数据，储能装机在一年内往往呈现逐季递增特征，叠加“十四五”临近收官，预计今年下半年储能市场需求仍将维持高位。2) 逆变器环节：7 月国内逆变器出口金额为 7.87 亿美元，同比+3%、环比-14%，环比略低于预期；各主要出口市场政策等基本层面均未出现明显变化，本月出口数据环比回调主要系前期基数所致，长期需求仍无虞。

**建议关注：**阳光电源：逆变器、储能、新能源投资开发三项主营业务表现亮眼，2023 年业绩实现超预期增长。1) 逆变器：2023 年出货量达 130GW，市占率连续多年保持全球第一。2) 储能：发布全球首个 10MWh 全液冷储能系统，2023 年出货量达 10.5GWh。3) 新能源投资开发：加速向分布式户用光伏转型，上游原材料降价背景下，公司该板块业务有望迎来拐点。

### 3.2.4.风电：整机厂商业绩修复或将延续，零部件企业业绩弹性有望释放

本月，风电板块相关公司相继完成 2024 年半年度报告披露，整体来看，整机企业盈利有所修复，上游零部件厂商业绩承压。我们认为，整机企业利润空间在 2023 年市场竞争中受到压缩，业绩基本筑底，今年以来裸机中标价格逐步回调至市场正常水平，显著高于 1000 元/kW 的荣枯线水平。市场需求量不减背景下，整机企业业绩修复在今年下半年有望延续。随着江苏省、广东省限制性因素的解除，预计 Q3、Q4 国内海风建设将有明显起量，板块有望迎来密集催化。同时，欧洲海风建设加速，订单持续扩容，本土产能不足且扩产预期较低，国内海工产品出海机遇持续走强。国内外需求共振背景下，我们认为零部件厂商业绩在今年下半年仍具备一定的弹性空间。

**建议关注：**大金重工：公司为海工设备龙头，蓬莱基地排产饱满，欧洲反倾销税行业最低。近期披露 2024 年半年报，毛利率和经营性现金流同比显著提升，海外业务维持稳定收益，有望受益于海外海上风电高速发展，带动公司整体盈利能力和回款能力上升。东方电缆：公司为海缆龙头，产品矩阵丰富，高端海缆技术行业领先，已中标国内外多个海风项目，交付经验丰富。近期发布 2024 年半年度报告，营业收入同比增长率由负转正，净利润持续增长。受益于国内海风高速发展，公司业绩有望维持增长。

### 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：需求走弱原油价格持续承压，看好下游及轻烃一体化及补库存机会

国内能化消费不及预期，OPEC+维持纪律性逐步退出减产，美国增产维持，原油需求承压，天然气供需基本面温和，利好轻烃一体化。

8月布伦特原油在 78 美元/桶附近持续震荡，月底收于 76.93 美元/桶。美国原油产量基本保持稳定，至 8 月 23 日当周，美国原油产量 1330 万桶/天，较去年同期增加 50 万桶/天。至 8 月 30 日，美国钻机数 583 台，较去年同期减少 48 台；其中采油钻机数 483 台，较去年同期减少 29 台。2024 年 8 月，美国炼厂加工量维持高位，至 8 月 23 日为 1686 万桶/天，开工率为 93.3%；2023 年同期炼厂加工量为 1660 万桶/天。

至 2024 年 8 月 23 日当周，美国原油商业库存 4.25 亿桶，较去年同期增加 224 万桶，库存比五年同期平均水平低 3.92% 左右；汽油库存 2.04 亿桶，较去年同期减少 1377 万桶；馏分油库存 1.23 亿桶，较去年同期上升 516 万桶。至 2024 年 8 月，OECD 的原油及液体商业库存为 27.42 亿桶，较去年同期减少 6994 万桶。

EIA 在 2024 年 8 月的 STEO 预测：预计布伦特油价将从 7 月的平均每桶 85 美元上升到 2024 年剩余时间的每桶 85~90 美元，预计 2025 年全年平均 88 美元/桶。预计未来三个季度内全球石油库存将会减少。IEA 预计今年全球石油供应量平均将增加 73 万桶/日，其中非 OPEC+ 国家将增加 150 万桶/日。明年全球石油供应总量可能增加 190 万桶/日，其中非 OPEC+ 国家将增加 150 万桶/日。

7 月份，我国规上工业原油加工量 5906 万吨，同比下降 6.1%，日均加工 194.4 万吨。7 月份，我国进口原油 4234 万吨，同比减少 3.1%。1-7 月份，国内进口原油 3.18 亿吨，同比下降 2.4%，规上工业原油加工量 4.19 亿吨，同比下降 1.2%。

投资建议：8 月布伦特原油在 78 美元/桶附近持续震荡，月底收于 76.93 美元/桶。OPEC+ 自愿减产延长至三季度，OPEC+ 国家的补偿协议逐步落实，综合来看油价在 70 美元/桶仍有基本面支撑；我们认为原油长期受需求面影响大，但美国钻机数持续下降将影响长期原油供给，美联储降息时点存在一定回调风险；全年预计布伦特在 60-90 美元/桶波动。美国及 OECD 国家石油库存持续降低，预计未来有望进入补库存周期。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：关注化工传统需求旺季修复成色以及能源成本影响

据统计局数据，2024 年 1-7 月份化学原料和化学制品制造业利润增长 4.8%，说明今年上半年化工行业整体业绩有所修复，但进入三季度，我们认为关键指标在于下游需求端回暖力度，以及原料能源端（原油、煤炭、天然气）波动带来的成本和库存影响。8 月盘面调整后，建议关注细分优质龙头的修复，以及化工成长股机会。

**化纤**：8 月中下旬涤纶长丝厂商接连促销出货，企业库存压力大幅下降；氨纶成本支撑偏弱，价格维持低位，但下跌空间预计不大；粘胶短纤成本压力较大，价格小幅上涨；9 月份随着传统旺季秋冬订单来临，预计化纤需求整体有所提升。考虑到化纤供给格局较优，关注三季度旺季需求好转下的产销表现。建议关注：**桐昆股份、三友化工、华峰化学**。

**氟化工**：2024 年度氢氟碳化物剩余配额分配，短期将增加 R32 供应，长期来看，制冷剂价格仍将保持上行。根据生态环境部《关于 2024 年度氢氟碳化物剩余配额有关安排的通知》，本次分配 R32 剩余配额，数量为 35000 吨，其中内用生产配额 35000 吨，折合 2362.5 万吨二氧化碳当量，仅 2024 年有效，因此长期来看，制冷剂配额削减趋势不变，制冷剂价格有望保持上行。8 月三代制冷剂价格涨跌不一，二代制冷剂价格持续上行，含氟聚合物价格保持低位运行。截至 2024 年 8 月 30 日，根据百川盈孚数据，三代制冷剂 R32、R134a、R125 产品价格分别为 35500 元/吨、33000 元/吨和 29500 元/吨，较 7 月底分别变动-4.05%、4.76%、-6.35%。R22 价格为 30000 元/吨，较 7 月底下降 1.64%，较 2024 年初上涨 53.85%；价差较 7 月底下降 0.71%。家电销量及排产量持续提升，带动制冷剂需求上行。今年以来家用空调和冰箱排产量处于近几年相对高位，对制冷剂需求起到支撑作用。建议关注制冷剂行业龙头和拥有较完善产业链的氟化工生产企业，如**巨化股份、三美股份**，以及氟化工原料相关的**金石资源**等企业。

**轮胎**：据隆众石化数据，供需方面，8 月半钢胎产能利用率 79.69%，环比-0.39%，同比+1.05%；全钢胎产能利用率 59.33%，环比+0.41%，同比-4.66%。半钢胎库存 35.95 天，环比-0.10 天，同比-1.19 天；全钢胎库存 43.34 天，环比+0.19 天，同比+1.46 天。当前半钢胎企业排产稳定，预计产能利用率将维持高位，小幅波动为主；全钢胎自主控产延续，企业去库较慢。成本方面，8 月主要原材料涨跌互现，成本面仍有支撑。天胶价格小幅上行，环比+1.96%，丁苯橡胶/顺丁橡胶/炭黑价格下调，环比-2.33%/-3.92%/-1.97%，9 月橡胶需求抬升，预计成本端仍维持震荡高位。国内临近金九银十季节性旺季以及海外雪地胎生产旺季，生产端开工率有望维持较高水平，叠加海外出行旺季下，轮胎替换市场需求延续高景气度，国内出口将延续高增长局面，长期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、玲珑轮胎、森麒麟、通用股份**等。

## 3.4.大健康

——分析师：杜永宏 S0630522040001

伍可心 S0630522120001

### 3.4.1.医药：业绩风险释放，Q3 有望企稳向好

8 月份医药生物板块总体延续下跌走势，经过近 3 个多月的持续回调，板块利空因素得到充分释放，9 月份板块整体有望逐渐企稳向好，值得重点期待。政策方面：药监局同意在北京上海开展优化创新药临床试验审评审批试点；医保局发布健全基本医疗保险参保长效

机制的指导意见；医保目录初步形式审查结果公示，445 个药品通过初步形式审查，与 2023 年相比，申报药品数量有所增加。业绩方面：中报业绩披露结束，医药生物板块整体业绩承压，创新药等少数细分子板块业绩表现相对良好，受基数、政策等多因素的影响，三季度医药生物板块业绩有望同环比得到改善。受益于政策支持的落地、行业基本面的逐渐改善、前期政策业绩等利空因素的充分释放，板块整体有望企稳向好，建议重点关注创新药、医疗服务、连锁药店等细分板块及个股的投资机会。

**创新药：**创新药板块整体中报业绩表现良好，恒瑞医药、百济神州等多家上市公司业绩表现突出，主要原因有：仿制药对部分企业的业绩影响持续弱化，创新药收入占比持续提升；多个重磅级创新药实现快速放量；海外授权收入、里程碑付款显著改善公司现金流等。政策方面，国家医保局公布了已通过初步形式审查的 2024 年国家医保目录，其中 14 款今年上半年首次在国内获批的抗肿瘤药物也通过了初审；随着国家全链条支持创新药发展政策的落实，预计今年国谈药品的平均降幅可能会更温和，利好创新药的快速放量。NMPA 制定了《优化创新药临床试验审评审批试点工作方案》，北京上海成为第一批试点城市，新机制将进一步缩短药物临床试验启动用时。多项行业支持政策的发布持续利好创新药板块，重点关注具有源头创新能力、优秀商业化能力的优质企业。建议关注科伦药业、贝达药业、特宝生物等。

**医疗服务：**受同期高基数、消费复苏缓慢等因素影响，医疗服务板块中报业绩整体承压。政策方面，医保局先后发布《关于健全基本医疗保险参保长效机制的指导意见》《关于做好 2024 年城乡居民基本医疗保障有关工作的通知》，一方面优化了医保待遇的相关机制，另一方面鼓励和稳定了长期参保人群。医疗服务行业刚需属性强，随着人口老龄化程度加深，相应的医疗服务需求有望持续提升；同时，医疗服务价格的逐步提高，治疗术式的迭代升级，使得行业整体有望保持稳健发展。下半年通常为医疗服务行业消费旺季，行业整体有望逐渐企稳向好。**建议关注国际医学，华夏眼科等。**

**连锁药店：**受同期基数、政策影响等，连锁药店板块中报业绩整体承压。从政策面来看，医保基金监管趋严和各地线上线下药品比价系统落地，合规成本增加且市场价格透明度提升；市场竞争格局来看，2023 年药店总数超 65 万家，店均服务人口为 2155 人，行业呈相对饱和态势。整体来看，在监管趋严、价格透明度提高的大背景下，小型连锁药店及单体药店面临较大的经营压力，行业将步入加速整合期；而具备更强议价能力、丰富产品矩阵、更专业药事服务能力、数字化赋能降本增效及合规运营的大型连锁药店龙头将进一步凸显优势，市场占有率有望进一步提升。**建议关注：老百姓、益丰药房等。**

## 3.5.TMT

——分析师：方霁 S0630523060001

### 3.5.1.半导体：存储模组价格呈现底部震荡下滑趋势，AI 芯片继续超预期增长，关注消费电子、AIOT、AI 结构性机遇

**8 月份总结与 9 月观点展望：**半导体供需继续保持弱平衡，存储模组价格有震荡下滑趋势，关注消费电子、AIOT、AI 芯片持续高增长板块。8 月份全球半导体供需继续保持底部弱平衡阶段，手机与智能穿戴保持小幅增长，AI 服务器与新能源车保持高速增长，需求在 9 月份或将震荡。同时供给相对充裕，晶圆厂稼动率有所上升，但依然充足。半导体价格底部平衡，企业库存相对高位，预计 9 月份供需继续弱平衡。从细分赛道来看，我国半导体 AIOT 业绩受益智能家居与智能穿戴海外复苏，整体业绩表现优异，可持续关注；AI 概念依然是长期投资力度较大、创新较多的领域，市场关注热点较高；苹果等新 AI 端侧手机等电

子产品或在 9 月份发布，部分板块受到海外催化，建议继续跟踪 9 月份消费电子产品发布旺盛期，可以关注苹果、华为、小米等品牌商的新产品创新点催化，特别是在 AI、CIS 等领域。整体来看，逢低关注细分赛道龙头标的。

**(1) 8 月份存储芯片模组价格整体表现下滑 0-12%不等，大概率 9 月份保持小幅震荡下滑趋势；存储芯片 8 月份价格呈现小幅下跌 0-7%，或将表示存储晶圆厂的供需结构处于弱平衡阶段；其他种类芯片底部震荡，我们认为 9 月份大部分芯片价格或将继续底部震荡。**根据 DRAMexchange 数据，8 月份 DRAM 产品价格小幅下跌，自 2023 年 Q3 以来，涨幅在 5-30%之间；8 月份 NAND 产品价格相对平稳，自 2023 年 Q3 以来，涨幅在 0-25%之间。存储模组来看，8 月份价格小幅度下滑。存储模组价格 2023 年 Q3 以来，涨幅在 20-100%之间，近 2 个月开始高位横盘后小幅下滑，主要是补库存已经有较高水平。整体上，当前存储市场还是模组价格高位震荡下滑，存储芯片大部分产品也开始小幅下滑。我们认为，需求端 2024 年或将小幅回暖，当供给端依然较为充裕，9 月份价格或继续小幅下滑。

**(2) 半导体产品销售额持续保持增长，目前价格相对去年在高位，销量依然不乐观。**根据 SIA 数据，全球半导体销售额 1-6 月份累计同比增长 17.06%，2023 年全年同比为-11.56%；半导体销售额已经连续 8 个月同比为正，大概率 9 月份继续保持同比正增长。世界半导体贸易统计组织预计 2024 年全球半导体销售额同比为 13.12%的增长，半导体销售额可以拆分为量与价的乘积，产品价格在上半年大部分产品保持企稳回升趋势，模组产品价格大幅上涨，Q3 以来模组价格有所回落，其他产品价格底部震荡。我们认为 1-6 月份的规模增长，价格是主要因素。同时，随着手机、PC、AI 服务器传统科技产品回暖以及智能穿戴、智能家居、新能源车等新势力的驱动，特别是 AI 服务器相关产业高速增长，全球半导体消费量长期保持小幅增长趋势。整体上，半导体销售额逐步回升，显示全球景气度在上半年有所回升，下半年看需求是否持续火热。

**(3) 日本半导体设备 7 月份出货额同比增长 23.61%，1-7 月份同比增长 16.67%，全球半导体设备采购力度有所增强。**全球半导体设备出货额在 2024Q1 季度同比增速为-1.61%，整体 Q1 半导体设备采购意愿一般。日本、北美、欧洲几乎垄断了全球的半导体设备的供应份额，日本半导体设备出货额 7 月份同比为 23.61%，显示 2024Q2 设备采购意愿有所增强。半导体设备出货增长，一定程度上反映出供给端的改善，对 1-2 年的产能有较好的前瞻预测。我们认为当前的出货额增长，全球各大企业对未来的需求预期相对较好，此外，结构上以 AI 相关的高端产线或将加速推进。同时，研究机构 TechInsights 表示，2023 年全球半导体行业资本支出约为 1600 亿美元，相比 2022 年明显下滑，预计 2024 年资本支出将小幅回升，超过 1600 亿美元。其中，2023 年半导体设备支出约为 1334 亿美元，同比下滑 2.8%；预计 2024 年将增长 3.4%至 1379 亿美元。半导体资本开支保持小幅增长趋势，中长期供给或将小幅增长，产业的周期复苏主要取决于需求的复苏力度。

整体上，行业需求在缓慢回暖，价格逐步恢复到正常水平；海外压力下国产化力度依然在不断加大，行业估值历史分位较低，逢低可缓慢布局。根据同花顺数据，当前半导体 PB 处于历史相对低位。2024 年市场底部震荡，二级市场表现跟我们过去的跟踪分析保持一致，市场在 AI 催化下宽幅震荡，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，9 月份大概率保持震荡格局，建议谨慎关注。我们建议关注：(1) 受益海外需求强劲 AIOT 领域的乐鑫科技、恒玄科技、瑞芯微、晶晨股份。(2) 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、天孚通信。(3) 上游供应链国产替代预期的半导体设备、零部件、材料产业，关注中船特气、华特气体、安集科技、鼎龙股份、晶瑞电材、北方华创、中微公司、拓荆科技、华海清科、富创精密、新莱应材。(4) 消费电子周期有望筑底反弹的板块。关注 CIS 的韦尔股份、思特威、格科微，射频的卓胜微、唯捷创芯，存储的兆易创新、东芯股份、江波龙、佰维存储，模拟芯片的圣邦股份、艾为电子、思瑞浦，功率板块的新洁能、扬杰科技。

### 3.5.2.消费电子：关注各大品牌商备货 9 月新机发布前的市场催化机遇

全球消费电子 2023Q4 开始周期复苏态势显现，9 月份各大品牌商发布产品，或将催化消费电子行情。全球智能手机出货量 2024Q2 同比为 7.6%，2023 年同比为-3.45；全球 PC2024Q2 同比为 5.36%，2023 年全年同比为-13.93%。Q1 与 Q2 显示核心消费电子有逐步复苏迹象，此外，AI 渗透率或将逐步提升，消费电子量价提升或是大概率事件。Q2 产业消息，应对 Q3 新机发布，各大手机品牌商积极备货，建议关注消费电子产业链。

**(1) 手机：全球智能手机 2024Q2 出货量同比为 7.6%，Q1-Q2 累计同比为 7.7%。**全球智能手机整体来看 2023Q3 开始同比增速转正，近 4 个季度的手机出货量维持弱复苏水平。长期来看，智能手机出货量从 2017 年创下 14.9 亿台的历史高点后，2023 年创下 7 年的新低，出货量仅有 11.63 亿台。我们认为，尽管手机质量不断提升，置换周期也在增长，但在全球人口近 80 亿基础上，随着经济发展各区域收入水平不断提升，购买力长期在增长；同时，手机创新不断，AI 功能、折叠屏、摄像高端化等技术进步与创新也在促进换机欲望，手机消费欲望长期存在，随着经济周期回暖，手机销量大概率逐步回升，2024 年全球销量或同比增长 5-10%左右。

**(2) 中国大陆智能手机 6 月份出货量同比为 12.47%，1-6 月份累计同比为 13.17%。**中国大陆智能手机出货量是中国大陆区域新手机需求，总体来看由于疫情原因，2022 年与 2023 年上半年的基数较低，2024 年 1-6 月份呈现较高的出货量，整体来看国内手机需求量呈现回暖趋势。从长期来看，国内手机需求量从 2016 年 5.6 亿台下落到 2023 年 2.89 亿台，呈现较大幅度的需求下滑，主要原因是手机的渗透率较高，手机质量不断上升后置换周期也在不断增长。

**(3) PC：2024Q2 全球 PC 出货量同比为 5.36%，Q1-Q2 累计同比为 5.23%。**全球 PC 市场短期来看，2023Q4 开始 PC 的出货同比增速转正，出货量维持弱复苏趋势；长期看，经过 2021 年 3.48 亿台的高峰期后，2022 年与 2023 年呈现快速下滑，主要原因是疫情期间带动了居家办公、在线办公需求，PC 需求短期放量。我们认为，2024 年随着全球经济逐步企稳，全球人均收入长期上升；同时 AIPC 等创新不断，全球对 PC 的消费需求或将回归到正常饱和值，2024 年全年出货量有望增长个位数。

**(4) 平板：2024Q1 全球平板增速同比为 0.33%。**全球平板出货量数据短期来看，平板电脑的消费量呈现底部震荡格局。长期来看，在 2014 年全球的出货量高达 2.3 亿台后，出货量逐年下滑，2023 年创下了近 10 年新低，达到 1.29 亿台。我们认为，2019-2022 年全球出货量维持在 1.5-1.6 亿台的饱和值，这个是全球历年正常经济发展水平的长期需求量。2021 与 2022 年由于在线办公需求增长，消费量提前增加，因此 2023 年需求量受到较大冲击。2024 年随着全球经济逐步企稳，全球消费水平逐步回归正常，预期全球的消费量或将增长 5%左右水平。

整体上，我们认为消费电子终端市场小幅回暖，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。其次，整个消费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 9 月份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；(3) PC 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；(4) IOT 相关的恒玄科技、乐鑫科技、中科蓝讯、瑞芯微等。

## 3.6. 高端制造

——分析师：王敏君 S0630522040002

黄涵虚 S0630522060001

### 3.6.1. 家电：国内以旧换新加码，出口企业推进海外产能建设

**关注传统大家电龙头。**国产家电耐用性较强，实际使用中存在部分家电未及时更新的情况，此轮以旧换新政策推出的背景是，希望通过能效标准、报废回收来推动家电的按时更新。**白电领域竞争格局清晰，龙头企业全球化布局较早，关注海尔智家等。**此外，可关注估值相对较低的传统厨电板块。在一段时期内，传统烟灶行业一定程度上受到地产需求拖累；但从长期看，还是存在相对稳定的厨电更新需求。头部厨电企业在过往几年进行了坏账计提、工程渠道调整等措施，实际表现优于市场此前预期。展望未来增长，主要驱动力在于品牌年轻化推动份额提升、产品升级、品类拓展，**关注华帝股份等。**

**关注电动两轮车行业，稳态增长下仍有结构性机会。**2019年“新国标”带动行业进入快速发展期，代表品牌亦相继扩产。“新国标”的执行在不同城市具有不同的过渡期，因此行业经历了三年左右的集中替换期，未来以自然替换为主。普通电动两轮车的换新周期约5年，仍然存在稳定替换需求。此外，行业未来增长仍有其他驱动力：一是使用场景得到认可，在大城市拥堵的情况下，电动两轮车仍能便捷地满足出行需求；二是门店拓展伴随渠道下沉，在公交较少的低线城市，电动两轮车提供了有效的短交通补充；三是智能化及电池技术进步推动中高端市场发展。2023年行业中低端车型经历价格战，品牌业绩分化。行业集中趋势显现，但细分市场亦存在机遇。**关注雅迪控股、爱玛科技、九号公司。**

**工具行业订单有望修复，国际化建设驱动成长。**若后续美联储调整货币政策，贷款利率下行，将有利于美国地产链需求修复，相应工具类产品配置需求或有望陆续兑现。伴随着贸易环境的不确定性、区域制造成本等因素的变化，建设海外产能成为诸多工具企业的选择。以创科实业为例，制造基地由中国拓展至越南、墨西哥、美国；2023年推出系列手动工具新品，由美国威斯康星州工厂制造。巨星科技方面，海外产量占比逐渐接近国内产能，未来或呈上升趋势。从长期看，不仅限于产能建设，深入的全球化也涉及多文化人员团队的综合管理。多维度的国际化进程或将加剧行业的马太效应。**关注创科实业、巨星科技、泉峰控股、格力博等。**

### 3.6.2. 机械：装备制造业利润向好，关注轨交、船舶、3C设备

**装备制造业成为工业企业利润的重要支撑，铁路船舶、电子行业增速突出。**据国家统计局，今年1-7月，我国装备制造业利润占规上工业的比重为35.1%，同比提高0.8个百分点。1-7月装备制造业利润同比增长6.1%，其中铁路船舶航空航天、电子行业利润同比分别增长36.9%、25.1%。由于产业政策支持、设备动力迭代、行业自身进入更新维保周期等因素，今年轨交设备、船舶呈现较高景气度。消费电子方面，经历了去年的承压期后，今年新品销售带动产业链回暖。

**轨交设备：国铁集团2024年释放大规模招标，存量动车陆续进入检修期。**2024年5月，国铁集团发布本年动车组首次招标，共计165标准组。回顾历史上较近的一次大规模招标，可回溯至2018年10月，中国铁路总公司开启年内第二次高速动车组招标，招标量为182列。轨交设备及配套产品更新需求有望陆续释放。据国铁采购平台，2024年动车组高级修首次招标361组，其中五级修207组；2024年第二批动车组高级修共招标三级修24组、四级修147组、五级修302组。今年上半年，中国中车铁路维修及加装业务完成收入200亿元，同比增长80亿元，其中动车组高级修、大功率机车修理业务增长较多。展望未

来两到三年，动车组高级修业务仍有望保持高景气。关注中国中车、中国通号、思维列控等。

**船舶设备：推进减排、周期临近，推动船队更新。**国际海事组织《2023年船舶温室气体减排战略》提出，在2030年将船舶温室气体净零排放技术、燃料和新能源在国际海运业的占比至少提升到5%，力争10%。据中国船舶工业协会，上轮船舶大规模交付期在2008-2013年，距今已11-16年；待到2030年前后，这批船舶也基本临近20年左右的更新周期。考虑到交船期在3年左右，预计船队会基于低碳转型和自然周期，提前考量订单。从份额看，以载重吨计，2023年中国新接船舶订单、手持订单量分别占世界总量的67%和55%，保持领先。关注船舶动力系统龙头中国动力等。

**3C设备：消费电子领域回暖，工艺创新推动大客户进行设备采购。**以手机为代表的消费电子终端销售走出底部，据Canalys，2024Q2中国大陆智能手机市场持续复苏，出货量同比增长10%。代表国产设备企业与大客户合作多年，具备及时响应定制化需求的能力，有望受益于本轮产品迭代带来的设备更新周期。AI算法赋能下，3C制造设备智能化水平提升，正好契合消费电子制造商进行自动化产线改造的策略。关注博众精工、快克智能等。

### 3.6.3.政策暖风增量显现，新车周期持续催化

**以旧换新促进零售环比向上，自主品牌份额提升趋势延续。**乘联会预计，8月狭义乘用车零售184万辆，同比-4%，环比+7%；新能源汽车零售98万辆，同比+37%，环比+12%，渗透率53.2%。7月下旬以旧换新政策加码，提高补贴标准和补贴资金中央承担比例，据商务部数据，截至8月末已收到汽车报废更新补贴申请超80万份。随着乘用车市场步入传统旺季，叠加政策暖风带来的需求提振效果，零售端销量表现或持续回暖。同时，新能源汽车高景气延续，自主品牌在新能源汽车领域价格、技术、品牌竞争力强化带来国内市场份额的持续提升，海外渠道及产能建设的加速也将打开全球市场的发展空间。

**乘用车：关注比亚迪、小鹏、华为等新车周期催化。**比亚迪DM5.0车型迭代强化价格优势，8月秦L DM-i、海豹06 DM-i销量突破4万辆，宋L DM-i销量达2.30万辆，海豹07 DM-i正式上市，10-20万元市场地位稳固。小鹏推出MONA M03，以智能驾驶、智能座舱等差异化竞争优势，由15万元以上市场向10-15万元市场下沉。华为四界新车型持续推出，20-40万元市场问界M7/M5、智界S7/R7，40-60万元市场问界M9、享界S9，百万级市场尊界车型等产品矩阵不断完善，有望在中高端市场持续替代BBA。相关标的如比亚迪、小鹏汽车、江淮汽车、赛力斯、北汽蓝谷等。

**汽车零部件：持续关注增量车型产业链及配置升级方向。**国内电动智能化相关零部件供应链先发优势显著，有望长期受益于国内整车企业出海，并受益于海外车企转型带来的切入机会。继续关注绑定优质车企，客户结构具备较强优势的零部件供应商，以及域控制器、线控底盘、空气悬架、汽车座椅等技术与配置升级方向，相关标的如拓普集团、伯特利、科博达、保隆科技、继峰股份、爱柯迪、华阳集团等。

## 3.7.大金融

——分析师：王鸿行 S0630522050001

陶圣禹 S0630523100002

### 3.7.1.银行：压力上升环境中有望实现稳健经营

**规模：**7月以来需求依然偏弱、淡化规模导向延续，贷款增速或保持当前低位。分类来看，产业基础较好省份中小银行信贷增长仍将保持相对优势；受城投、房地产等领域需求放缓影响，国有行及股份制信贷增长或进一步小幅放缓。

**息差：**资产端生息率依然面临较大压力，一方面是LPR下降、存量住房贷款利率下调对贷款利率影响持续，另一方面是因为债券投资利率下行也较为明显。负债端，多轮存款降息及治理“手工补息”效果体现，成本率进入下行通道，但定期化加剧或抵消部分效果。综合来看，现有条件下存款付息率改善有望较大程度覆盖资产端下行压力，后续关注存量住房贷款利率及存款利率动向，认为政策出台会兼顾银行息差压力。

**非息收入：**财富管理业务与资产管理业务依然较弱，下半年基数较低，同比降幅或明显收窄。受益债市行情，上半年投资收益表现较好，下半年或随行情放缓。

**资产质量：**住房贷款、信用卡、消费贷、经营贷等主要个贷资产质量压力上升趋势较为明显，与当前居民就业及收入形势相符。由于集中度极低，预计个贷风险可控。对公贷款资产质量保持稳中向好，其中制造业、租赁和商业服务业、房地产业、批发零售业等不良集中行业不良率均稳定。虽个贷扰动仍存在，但由于对公资产质量向好、不良认定与处置保持审慎，预计整体资产质量仍能保持稳定。

**投资建议：**近年银行业不良认定及处置较为充分，在压力上升环境中有望延续稳健经营。鉴于集中度极低，市场关注的个贷风险预计可控。建议关注国有行与头部中小银行，如工商银行、邮储银行、招商银行、宁波银行、常熟银行。

### 3.7.2.非银：把握券商并购重组+保险资负改善配置机遇

**头部券商整合有望产生示范效应，一流投行建设提上日程。**近期国泰君安拟吸收合并国泰君安，推动行业并购重组进程提速。我们之前提到，早期券商合并主要是以业务或区域互补的目的推动版图完善，以实现更广阔的市场覆盖，扩大市场份额，增强整体竞争力，例如国联+民生、浙商+国都、西部+国融等；近期国信收购万和、锦龙股份转让东莞证券股权，表明国资体系内的股权整合已开始启动，不过之前的案例更多的都是聚焦在新“国九条”中提到的中小券商的差异化发展框架下。而此次国君合并海通，则表明建设世界一流投资银行正式提上日程。在现阶段创新业务发展较为谨慎，杠杆率整体较低背景下，内资券商ROE显著低于国际投行，例如2024年中报高盛和摩根士丹利ROE分别为6.07%和6.50%，而国泰君安和海通证券分别为3.11%和0.58%、整体盈利能力偏弱。虽然合并后营收与净利润指标与高盛、大摩相比仅为12%-14%，但合并后净资产已达到39%-46%的水平。若后续资本约束空间进一步松绑，杠杆率有所提升，与国际一流投行同台竞争将更有底气与实力。在央企整合提速、头部券商合并试点的背景下，示范效应有望逐步显现，切实推进2-3家国际一流投行的成熟落地值得期待。

**保险价值提升趋势向好，资负改善抬升估值中枢。**上市险企2024H1新业务价值均呈现两位数增长，在去年同期高基数压力下仍有超预期表现，一方面来自于预定利率下调对产品销售的催化，另一方面是产品结构优化带来的价值率提升。9月开始，人身险预定利率下调将进一步启动，可有效降低负债成本，但新产品切换后的销售队伍培训与客户接受度提升仍需时间，对新产品销售节奏保持关注。此外，新规要求建立利率挂钩及动态调整机制，负债成本调控将更为灵活，我们预计在存款利率下行的大背景下，保险产品灵活的利率调整机制将赋予更大的灵活度，同时相对更高的定价水平也保证了较强的产品吸引力。资产端来看，当前权益市场处于历史低位，同时去年下半年投资收益仍为低基数，看好政策推动下的β行情，资负改善有望同步推动现阶段处于低位的估值中枢上移。

**投资建议：**1) 券商：资本市场新“国九条”顶层设计指引明确了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，长端利率中枢企稳与资本市场投资端改革预期向好，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