

策略观点

政策适度加力，经济小幅改善

- **宏观：**中国宏观政策将适度加力，广义赤字率温和上升，央行可能两次降准、一次降息；中国经济或小幅改善，通缩逐步缓解，名义 GDP 增速回升，房地产降幅收窄，投资和出口增速回升。美国经济增速和通胀将明显下降，美元利率和汇率可能回落，美联储或在 5 月启动降息周期，全年降息 1.5 个百分点，财政扩张力度减弱，联邦政府赤字率和政府支出增速下降。
- **科技：**乐观。随着终端需求持续复苏、AI PC/手机/汽车新品发布、VR/AR/MR 创新周期和 AI 服务器高速增长，库存回归正常水平，科技产业链需求 1Q24 有望边际回暖，预计手机/PC 在补库带动下率先迎来业绩拐点。展望 1Q24，在 1 月 CES 和 2 月 MWC 展会带动下，行业创新正在加速，苹果 Vision Pro 有望带来长线发展机遇，科技行业景气度有望持续回暖，AI 赋能终端将带动新一轮景气周期。建议关注 AI/MR 创新、需求/库存改善和国产替代所带来的投资机会，同时看好份额提升、周期回暖、创新确定性较高的上市公司，推荐比亚迪电子（285 HK）、小米集团（1810 HK）、立讯精密（002475 CH）。
- **半导体：**谨慎乐观。我们认为短期内，市场的谨慎情绪或将持续，资金可能倾向等待更明确的需求回暖信号，以确认企业的业绩增长以及估值仍处于合理区间。现阶段内地资金或偏好高股息的防御型标的。展望中长期，我们维持 2023 年年底策略报告中的几条主线推荐：1) 持续看好人工智能（AI）产业链的发展，尤其看好存储市场（HBM3 和 HBM3e）、光通讯以及在有线连接（networking）的需求增长。我们偏好 AI 产业链中真正的 A 股受益标的，首选中际旭创（300308 CH，买入）。2) 半导体供应链将进一步加强本地化，继续看好半导体国产替代主题。首选标的为 CIS 领域的龙头企业韦尔股份（603501 CH，买入）和射频领域的国产领先企业卓胜微（300782 CH，买入）。3) 若消费电子需求能持续回暖而非一次性备货拉动的短期需求，我们认为相关产业链标的有望在 2024 年持续受益。该主线受益标的为闻泰科技（600745 CH，买入）和生益科技（600183 CH，买入）。4) 另外，因电信运营商具有财务上的高可见性、稳定的现金流、高股息率、较不容易受国际形势影响等优势，相信通信板块仍会受到部分偏好保守策略的投资人的青睐。
- **软件及 IT 服务：**中性乐观。2024 年美元流动性压力缓释或有望推动板块估值重估，而基本面层面，在整体企业 IT 支出仍待恢复的环境下，人员成本控制、注重盈利能力提升及现金流改善或仍是软件及 IT 服务板块公司在短期的重要主题。随着宏观环境逐步恢复推动企业 IT 支出恢复，板块业绩或有望恢复、估值或有望逐步重估，而云化转型领先的龙头公司或有望持续取得规模效应，利润率改善速度有望领先同行。展望中长期，我们看好：1) 软件国产化的主题投资机会；2) 生成式 AI 与传统软件应用结合逐步深化而推动的用户体验提升及订阅单价提升所带来的基本面结构性改善；3) 龙头软件厂商业务出海所带来的潜在营收增厚。推荐买入金蝶国际（268 HK）。
- **互联网：**中性乐观。在整体经济弱复苏、消费复苏仍面临挑战的情况下，我们预期高质量地维持现有业务增长、高效率的探索有望打开长期增长空间的新业务、及大决心地提升现有股东的回报水平或为 2024 年行业主题，主要途径包括：1) 进一步投资于长期有增长空间的业务，以提振长期营收和盈利增长前景，目前看，电商出海及生成式 AI 带来的营收增长或为 2024 年创造增量营收的两条重要主线；2) 深抓核心用户基本盘、有能力通过技术实力及业务模式优势进一步降本增效以维持稳定的盈利能力，基于稳中有升的盈利能力提升分红、回购以强化股东回报。推荐拼多多、腾讯、阿里巴巴、百度、腾讯音乐。

叶丙南, Ph.D

刘泽晖

伍力恒

李汉卿

刘梦楠

杨天薇, Ph.D

张元圣

陶冶

陆文韬, CFA

贺赛一, CFA

武煜, CFA

王银朋

黄本晨, CFA

王云逸

黄铭谦

胡永匡

史迹, CFA

窦文静, CFA

张苗

黄群

许义鑫

马毓泽

冯键嵘, CFA

夏微, CESGA

- **医药：**尽管反腐对于行业有短期扰动，但是长期仍然利好创新药/器械，未来院内刚需产品将能够获得市场份额并且提升盈利能力。短期来看，创新药当中已经进入医保且大规模进院的成熟品种将受益于行业环境变化，市场份额增加并且销售费用率降低。中国创新药/器械的出海潜力持续兑现，看好百济神州、信达生物、迈瑞医疗。未来随着监管压力逐渐常态化，国内医疗秩序逐步恢复，预计龙头器械公司将受益于医院采购需求恢复。看好中医连锁龙头标的固生堂，国内中医服务需求增长以及公司强大的扩张能力将驱动业绩高速增长。
- **食品饮料、美妆奢侈品：**我们预计2024年消费板块将延续2023年非均衡式的复苏态势。我们宏观团队预测今年社会零售总额将同比增长7.6%，大概率凭借服务业贡献拉动。零售业来看，各类消费追求仍存在分歧，主流的消费趋势聚焦于成分（护肤品/饮料）、价值（酒类/乳制品/婴配粉/包装食品）和内容（化妆品/免税店/奢侈品/珠宝）。消费降级可能会进一步下沉。相反，高端化趋势在出游零售相关的领域继续明显。成本效益将备受关注，并将成为盈利增长的主要支撑。
- **可选消费：**12月的同比增长不俗，但从复苏率来说，对比11月仍然较差，均受大环境转差、海外旅游摊薄消费力等所影响。分板块来说，旅游、体育用品和家电低于预期，但餐饮和服装反而好于预期。展望24年1季度：1) 我们较为看好服装，2) 而餐饮，假如超预期有机会延续，或可重新关注，而在春节假期后，3) 我们认为体育用品折扣的拐点也许会出现，4) 家电在海外销售增长加速的同时，国内销售增长也许转正。

中长线来说，目前估值非常便宜（只在13倍，对比8年平均的20倍），我们认为也是收集好公司的好时机。推荐江南布衣（3306 HK）、JS 环球（1691 HK）、Vesync（2148 HK）、海信（921 HK）、九兴（1836 HK）、中洲（2313 HK）、名创优品（9896 HK）、安踏（2020 HK）和滔搏（6110 HK）。
- **汽车：**我们估计12月份整体乘用车零售销量高于我们此前的预测，有望带动2023年全年零售销量增长6%至超过2,160万台；全年新能源车零售销量同比增长39%至约729万台，全年新能源市场份额提升至34%。根据我们的渠道调研，我们预计新能源市场将在春节前保持较好的销量增长。虽然整体终端折扣仍在上行区间，但是考虑到同期原材料价格的下降，我们预计四季度折扣放大对主要车企的盈利能力影响有限。现阶段维持波段交易的操作建议。我们认为行业大部分的负面因素或已在近期的股价回调中体现。持续看好行业变革中的引领者，首推理想汽车（LI US/2015 HK）；建议关注传统车企的电动化转型机会，推荐关注吉利汽车（175 HK）和长城汽车（2333 HK/601633 CH）。
- **房地产和物管：**谨慎乐观，年末销售复苏乏力。12月开发商销售环比表现较11月略有恢复，但仍然弱于预期。根据克而瑞公布的数据，我们追踪的主要开发商销售总额在12月单月同比下跌45%、环比下跌1%，2023年全年销售总额同比跌幅由11M23的-25%收窄至-21%。年末为季节性高点月份，过去5年的12月销售平均环比增速>45%，相比之下23年12月销售复苏动力远不及预期。我们看到一系列宽松政策支撑了销售在23年三季度初的短期恢复，但政策效果随后出现边际衰减基于购房信心仍然不足。高频数据显示，截至1月8日，新房成交周环比下降50%，MTD同比下降37%，环比下降27%；二手房成交则继续表现强劲，周环比上升13%，MTD同比增长28%。我们认为一季度新房销售可能在春节假期前继续表现较弱，由于购买情绪未见明显恢复且1-2月为传统淡季，叠加开发商在去年末强力集中推盘后可售资源较少。二手房市场由价格下跌带来的成交量自然攀升将持续，且不断出现的房企暴雷违约和房屋交付问题将挤压更多需求到二手房市场，我们看好最大的受益者贝壳；同时在保交付政策持续推进的背景下，我们看好完工类标的如物管企业华润万象生活、中海物业、保利物业、万物云、越秀服务等。开发商当中我们推荐有长期持有价值的华润置地等。

- **传媒文娱：**中性乐观。因降息预期调低、游戏管理办法<征求意见稿>、YY 收购协议终止、万达等事件，传媒文娱板块出现阶段性回调。当前板块估值已在历史低位，且充分反映近期风险，我们认为板块在年报业绩前或以区间波动为主（2024 部分公司指引尚不清晰），但随着年中潜在降息来临、指引充分调整、暑期产品供给上行，有望迎来温和修复。文娱行业整体内容监管进入稳态区，微短剧在加强自律中良性高速发展。行业开源节流持续，利润释放、盈利能力改善以及股东回报仍然是主旋律之一，但降本增效空间将从过往人员优化转移到产品内容出新及 AIGC 技术提效。预计头部平台 FY24E 平均利润增速为 18%，对应 FY23-25E CAGR 预计为 17%。子板块业绩分化持续，建议关注防御性较高、第二增长曲线清晰、且业绩向好的海外流媒体、短视频及出海机遇。推荐：奈飞、大健云仓、快手、爱奇艺和同程旅行。
- **保险：**谨慎乐观。看好财险穿越周期的防御属性；寿险费率整改延续、静待资产端回暖。中资寿险方面，我们认为当前行业供给和需求的阶段性调整不改新业务价值的增长潜力，负债端拐点在历经三年的改革转型期后已现，新业务价值的增长周期开启；但短期内，资产端情绪回暖仍将是板块估值修复的核心因素，短期看权益市场回暖、中长期看无风险利率走势，未来板块情绪的修复有望与基本面的企稳回升同步。相较寿险行业，我们看好财险行业在负债端的刚性需求及以一年期为主的短周期业务对宏观经济周期敏感度更低，具备穿越周期的潜质。展望 2024 年，我们认为 1) 寿险行业在监管“报行合一”的趋势下，新业务价值增长将由新单保费的快速增长驱动向产品价值率进一步提升驱动转变；预计一季度各险企新业务价值有望实现正增长，二季度因同比较高基数而略有回落；2) 代理人分级销售的实施有望进一步提升核心举绩人力产能，从而促进个险新业务价值增长；3) 财险板块车险费用，利好行业费用率水平保持稳健；车险保费增速预计将随新车保有量增长近 6%，新能源车市占率的进一步提升有望带动车险保费定价上行，龙头险企竞争优势凸显；4) 非车板块结构优化，高赔付、低承保利润业务被主动压降，承保利润率有望进一步压降。维持板块看好评级，重点推荐中国财险（2328 HK），基于公司财险龙头的行业优势，及稳健的财务表现（近三年 ROE 维持 12%-14%）和 40% 的派息率，在下行周期中提供防御边际。
- **资本品：**重卡/工程机械以配对交易为主。重卡继续是我们目前最看的细分板块，2023 年重卡销售量同比上升 35%。我们维持今年对重卡行业的正面看法（预计销量同比上升 15%），正面因素来自国内更新换代上升周期以及出口增长。另一方面，我们对工程机械维持较悲观的看法，主要由于国内需求仍然疲弱、出口下跌幅度扩大以及海运费上升等因素。我们看好潍柴动力（000338 CH/2338 HK，买入）受惠于重卡的上升周期以及在新业务持续突破；看好浙江鼎力（603338 CH，买入）在高空作业平台新产品持续突破海外特别是美国市场；看好三一国际（631 HK，买入）物流装备和大型矿车海外增长。另一方面，我们认为市场对三一重工（600031 CH，持有）的盈利复苏预期过度乐观，我们认为是对冲之选。
- **能源—电力运营商、城燃：**
 - **电力运营商：**保持乐观。国家能源局数据显示，2023 年 11 月电力累计装机同比增长 13.6% 到 2,853GW，其中太阳能发电和风电装机同比增长明显，分别同比增长 49.9% 和 17.6%。风光投资增速良好，火电投资同比增长稳定。11 月全行业电力投资增速为 39.6%。11 月火电同比增长 13.3%。风资源光资源向好，风电光伏发电同比增长良好。核电同比下降扩大，水电增速放缓。火电实现保供作用依旧，我们预期火电企业成本可控持续，预期年底或者明年初容量电价出台利好火电。关注华润电力（836 HK），预期火电成本小幅上扬但是维持相对合理低位持续，基于预期需求受到整体经济恢复制约。估值具有吸引力，预期新能源业务风光新增装机增加，良好的预期股息率，新能源业务分拆 A 股上市预期进一步释放潜在价值。关注龙源电力（916 HK/001289 CH），预期业绩良好，估值具有吸引力，H 股回购计划彰显信心。新能源装机加速可期，“上大压小”带来预期盈利增长空间。三峡能源（600905 CH）在建项目较多，项目储备丰富，预期新增风光装机提速；风光上游成本下降以及技术效

率提高导致技术成本下降有助于提升新增装机项目 IRR；整体上网电价预期波动较小。

- **城燃板块:** 保持中性乐观，板块整体短期波动，但调整后估值具有吸引力，基本面稳中恢复。全国 11 月天然气表观消费量 349.8 亿方，同比上升 9.4%。国产气供给和进口同比上升。预期气源供给和成本改善持续。预期 1Q24 工业用气需求部分改善，预期 Q4 持续恢复。近期相关居民顺价政策陆续出台利好城燃毛差。推荐华润燃气 (1193 HK)，原因是估值具有吸引力、居民顺价政策陆续公布利好毛差改善，用气需求稳步改善，以及增值业务保持良好增速。

图 1: 行业荐股

公司名字	股票代码	行业	评级	股价	目标价	上行/下行	市盈率(倍)		市净率(倍)		ROE(%)		股息率
				(当地货币)	(当地货币)	空间	2023E	2024E	2023E	2023E	2023E	2023E	
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	34.50	44.20	28%	N/A	N/A	2.4	13.4	0.3%		
小米集团	1810 HK	科技	买入	14.10	20.25	44%	17.5	16.4	N/A	11.5	0.0%		
立讯精密	002475 CH	科技	买入	31.22	47.00	51%	N/A	N/A	N/A	13.8	0.0%		
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	100.00	109.30	9%	46.9	34.5	5.9	12.6	0.3%		
韦尔股份	603501 CH	半导体	买入	93.57	117.50	26%	131.8	38.0	5.1	4.5	0.0%		
卓胜微	300782 CH	半导体	买入	119.73	174.00	45%	53.5	41.1	6.5	12.2	0.1%		
闻泰科技	600745 CH	半导体	买入	38.25	68.00	78%	17.7	14.0	1.1	6.8	0.0%		
生益科技	600183 CH	半导体	买入	16.50	20.39	24%	N/A	N/A	N/A	9.8	0.0%		
金蝶国际	268 HK	软件&IT服务	买入	10.02	15.10	51%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%		
腾讯	700 HK	互联网	买入	280.20	465.00	66%	15.9	13.5	N/A	15.5	0.0%		
拼多多	PDD US	互联网	买入	149.19	142.60	-4%	27.2	20.7	N/A	41.4	0.0%		
百度	BIDU US	互联网	买入	115.79	195.60	69%	11.0	11.0	0.7	8.8	0.0%		
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	71.41	148.30	108%	7.7	7.0	N/A	15.0	0.0%		
腾讯音乐	TME US	互联网	买入	9.04	8.90	-2%	17.8	16.3	N/A	9.8	0.0%		
固生堂	2273 HK	医药	买入	45.90	70.77	54%	34.5	25.0	N/A	12.9	0.0%		
信达生物	1801 HK	医药	买入	41.60	57.35	38%	N/A	N/A	5.8	N/A	0.0%		
百济神州	BGNE US	医药	买入	175.05	295.67	69%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%		
迈瑞医疗	300760 CH	医药	买入	277.57	383.43	38%	28.9	24.3	9.1	31.4	2.0%		
贵州茅台	600519 CH	必选消费	买入	1641.50	2219.00	35%	28.3	22.8	9.6	35.6	1.5%		
伊利股份	600887 CH	必选消费	买入	26.57	36.50	37%	16.1	14.9	3.0	18.6	4.9%		
珀莱雅	603605 CH	必选消费	买入	97.94	138.30	41%	37.2	30.1	9.1	24.3	0.8%		
新秀丽	1910 HK	必选消费	买入	23.60	30.60	30%	11.3	9.8	N/A	31.2	0.0%		
普拉达	1913 HK	必选消费	买入	41.70	70.20	68%	22.3	20.4	N/A	15.5	0.0%		
周大福	1929 HK	必选消费	买入	10.92	18.60	70%	13.0	11.6	N/A	26.8	0.0%		
名创优品	9896 HK	可选消费	未评级	42.90	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%		
JS环球	1691 HK	可选消费	买入	1.51	1.84	22%	2.5	6.7	N/A	8.4	0.0%		
海信	921 HK	可选消费	未评级	19.48	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%		
安踏	2020 HK	可选消费	买入	71.30	109.99	54%	18.0	14.6	4.4	30.7	1.8%		
滔搏	6110 HK	可选消费	买入	5.93	9.23	56%	15.1	12.1	3.3	22.7	4.8%		
Vesync	2148 HK	可选消费	买入	5.18	6.71	30%	11.0	8.3	2.2	20.6	3.0%		
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	10.12	14.26	41%	6.6	5.9	N/A	34.1	0.0%		
九兴	1836 HK	可选消费	未评级	9.65	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%		
申洲	2313 HK	可选消费	未评级	75.70	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%		
理想汽车	LI US	汽车	买入	32.31	50.00	55%	50.2	31.5	N/A	18.1	0.0%		
长城汽车	2333 HK	汽车	买入	8.97	13.00	45%	9.9	8.9	N/A	10.9	4.5%		
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	8.08	14.00	73%	18.5	13.0	N/A	5.4	1.9%		
华润万象生活	1209 HK	房地产	买入	25.20	46.94	86%	18.0	14.9	N/A	19.3	0.0%		
越秀服务	6626 HK	房地产	未评级	2.61	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%		
保利物业	6049 HK	房地产	买入	27.60	57.31	108%	10.1	8.7	N/A	16.9	0.0%		
万物云	2602 HK	房地产	买入	20.80	44.10	112%	9.9	8.1	1.9	10.9	3.5%		
中海物业	2669 HK	房地产	未评级	5.72	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%		
贝壳	BEKE US	房地产	买入	14.74	24.70	68%	44.2	16.0	N/A	8.3	0.0%		
华润置地	1109 HK	房地产	买入	25.80	45.10	75%	5.2	4.8	0.7	13.3	0.0%		
奈飞	NFLX US	传媒文娱	买入	478.33	512.00	7%	39.0	30.3	9.6	N/A	0.0%		
快手	1024 HK	传媒文娱	买入	48.35	97.00	101%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%		
大健云仓	GCT US	传媒文娱	买入	21.69	20.10	-7%	11.4	9.5	3.9	N/A	0.0%		
同程旅行	780 HK	传媒文娱	买入	15.64	25.10	60%	15.2	12.9	1.9	9.2	0.0%		
爱奇艺	IQ US	传媒文娱	买入	4.41	8.60	95%	11.3	8.8	20.0	18.4	0.0%		
中国财险	2328 HK	保险	买入	9.64	12.44	29%	6.5	5.7	N/A	13.8	6.1%		
潍柴动力	2338 HK	资本品	买入	13.24	19.40	47%	12.4	10.4	1.3	11.3	2.8%		
浙江鼎力	603338 CH	资本品	买入	51.20	70.00	37%	15.3	13.2	3.0	21.7	1.3%		
三一国际	631 HK	资本品	买入	6.94	15.40	122%	8.7	6.8	N/A	21.1	0.0%		
华润燃气	1193 HK	能源	买入	23.55	34.13	45%	8.8	7.4	N/A	11.0	5.7%		
龙源电力	916 HK	能源	买入	5.34	10.09	89%	5.2	4.5	N/A	10.7	3.9%		
华润电力	836 HK	能源	买入	15.80	22.53	43%	6.0	5.0	N/A	14.6	0.0%		
三峡能源	600905 CH	能源	买入	4.29	6.24	45%	13.8	11.6	N/A	11.0	0.0%		

资料来源：彭博，招银国际环球市场

宏观经济

| 叶丙南, Ph.D / yebingnan@cmbi.com.hk (852) 6989 5170
| 刘泽晖 / frankliu@cmbi.com.hk (852) 5661 7298

中国经济

■ 宏观政策适度加力

政策宽松力度适度加大, 但不会大规模刺激需求。 预计今年 GDP 增速目标仍在 5% 左右。除房地产外, 大部分行业低基数效应有所消退, 今年实现同样增速目标比去年难度更大, 预示宏观政策宽松力度将会增加。但目前政策目标仍是高质量发展、科技自立自强、供给侧结构性改革、防范化解风险和应对地缘冲突风险, 宏观政策强调逆周期和跨周期调节, 含义是既要考虑眼前又要顾及长远, 不会实施大规模政策宽松。在保障和改善民生方面, 强调尽力而为、量力而行, 预示不会大规模刺激消费需求。

积极财政政策将适度加力。 预计今年包含一般财政赤字和特别国债的公共财政赤字占 GDP 比为 3.7%, 加上去年临时追加的 1 万亿人民币一般财政赤字有一半用于今年, 今年实际的公共财政赤字率将达到 4.1% 左右, 而去年实际的公共财政赤字率为 3.5% 左右 (3%+临时追加 1 万亿的一半)。预计今年地方政府新增专项债额度超过去年的 3.8 万亿达到 4 万亿左右, 约相当于 GDP 的 3%, 与去年持平。预计今年将持续化解地方政府隐性债务风险, 允许省级政府发行特殊再融资债券置换政府隐性债务, 鼓励银行对地方政府隐性债务实施重组 (展期、借新还旧等), 但会严控地方政府新增隐性债务融资, 可能对地方基础设施投资产生抑制作用。从财政支出进度来看, 2023 年前 7 个月扩张力度大幅低于预期, 公共财政支出仅增长 3.3% 显著低于全年预算增速 5.6%, 主要受地方政府土地财政收缩和隐性债务风险发酵的拖累, 但 7 月政治局会议之后系列举措 (9 月底前用完全年地方政府专项债额度、允许省级政府发行特殊再融资债券超过 1 万亿、临时追加 1 万亿赤字、提前下达 2024 年部分专项债额度等) 出台, 财政扩张力度增加, 10 月和 11 月公共财政支出增速分别超过 11% 和 8%。预计今年上半年将延续较快增长, 对经济产生一定支撑。

货币政策将延续适度宽松。 预计今年央行可能两次下调法定存款准备金率共 0.5 个百分点, 一次下调政策利率, 两次下调存款利率, 1 年和 5 年 LPR 分别下调 0.1 和 0.2 个百分点, 存款利率下调约 0.2 个百分点以保护银行息差, 社会融资存量和人民币贷款余额增速可能从 2023 年末的 9.5% 和 10.8% 升至 2024 年末的 10% 和 11.3%。2023 年四大因素制约货币政策宽松空间和效果: 第一, 美元高利率和强汇率, 人民币显著承压, 对本币贬值和资本外流的恐惧限制货币政策“以我为主”空间; 第二, 信贷需求疲弱、存款竞争激烈和资产质量恶化令银行息差承压, 政策部门可能担心大幅降息影响银行体系稳定; 第三, 房地产延续大幅下滑, 私人部门信心低迷, 信贷需求疲弱; 第四, 通缩抵消名义利率下降效果, 实际利率显著上升至历史高位。2024 年制约因素将有所改善: 第一, 美元降息周期到来, 美元可能走弱, 对国内货币政策制约减缓; 第二, 人民币存款利率与贷款利率可以同步下调, 以对冲对银行净息差的影响; 第三, 通缩逐步缓解, 实际利率可能下降。

■ 经济小幅改善

名义 GDP 增速回升。 预计 2023 年 GDP 增长 5.3%, 但有低基数效应, GDP 两年平均增速为 4.1%。预计 2024 年 GDP 增速为 4.8%, 高于 2022-2023 年 4.1% 的平均增速。2024 年通缩将逐步缓解, GDP 平减指数可能从 2023 年的 -0.8% 升至 2024 年的 1%。预计名义 GDP 增速可能从 2023 年的 4.5% 升至 2024 年的 5.8%。

通缩逐步缓解。受益于生猪去产能、城镇服务业复苏、家庭消费改善及全球制造业去库存周期结束，预计CPI和PPI增速分别从2023年的0.3%和-3%升至2024年的1.4%和0.3%。目前猪粮比已接近历史谷底，亏损压力将推动行业去产能，预计生猪价格可能在2024年底回升。经济重启后城镇服务业延续复苏，部分流动人口逐渐重回城镇，就业和消费或温和改善，预计食品和核心CPI增速分别从2023年的0.4%和0.7%回升至2024年的1.4%和1.5%。全球制造业去库存周期结束，工业品价格可能止跌迎来小幅上升，大宗商品可能小幅波动。中期内，中国再通胀压力较小，通缩风险大于通胀风险，因内需复苏相对温和，经济增速仍低于潜在增速，大部分行业供给竞争依然激烈。

消费缓慢改善。预计2024年社会零售额增长5.3%，高于2022-2023年平均增速3.6%，其中药品、食品饮料和书报杂志零售保持较快增长，文化办公用品、通讯器材、化妆品、家电和家具零售改善，体育娱乐用品和服装零售额小幅改善，建筑装潢材料零售跌幅收窄，汽车零售可能明显放缓。2023年三大因素制约家庭消费复苏：第一，解决80%以上就业的民营企业信心疲弱，拖累就业复苏缓慢，影响家庭收入和消费信心；第二，房地产延续大幅下滑，通过财富效应、信心、配套消费、产业链、信贷抵押物等渠道影响消费；第三，通缩预期推升实际利率和债务负担，推迟耐用消费。2024年制约因素将有所缓解：吸纳就业较多的服务业延续复苏；地方政府现金流和国有企业融资条件改善，公共部门和国有企业就业改善；房地产降幅收窄；通缩逐步缓解。

投资增速回升。预计固定资产投资增速可能从2023年2.8%升至2024年4.2%。房地产市场收缩趋缓，城中村改造和保障房建设提速对冲房地产开发投资降幅约3个百分点，预计房地产开发投资降幅从2023年的9%收窄至2024年的7%。消费延续温和复苏，出口显著回暖，通缩逐步缓解，制造企业营收和利润增速逐渐回升，新技术产业化、产业转型和自主替代投资加快，预计制造业投资增速从2023年的6.2%升至2024年的6.5%。广义赤字率显著上升，地方政府现金流改善，但新增隐性债务依然严格受限，基础设施投资将保持较快增长，增速或从2023年的8.2%小幅放缓至2024年的7.8%，其中央企主导的基础设施投资保持快速增长，但因高基数可能有所放缓，地方国企主导的基础设施和公共服务投资可能小幅回升。

进出口贸易回暖。预计货物出口额和进口额增速分别从2023年的-4.3%和-4.9%回升至2024年的3.6%和3.3%，服务出口额和进口额增速分别从2023年的-12%和15.5%升至2024年的15%和20%。全球贸易活动将在低基数上有所回升，IMF预测全球货物贸易数量和价格增速分别从2023年的-0.3%和-2.5%升至2024年的3.2%和1.5%，WTO预测全球货物贸易数量增速将从2023年的0.8%升至2024年的3.3%。中国经济温和改善，国内消费进一步复苏，投资增速明显回升，通缩逐步缓解，货物进口增速将在低基数上展开反弹。跨境人员往来将进一步恢复，服务贸易增速持续回升。

美国经济

■ 增长放缓，通胀回落

经济逐渐降温。12月服务业PMI下滑预示美国经济在逐步降温，而制造业临近衰退已持续较长时间。预计美国GDP增速将从2023年的2.4%降至2024年的1%，因货币政策紧缩的滞后效应逐渐显现，超额储蓄和企业流动性衰减，家庭就业和收入放缓，财政赤字率和政府支出增速下降（联邦政府赤字率和政府支出不变价增速分别从2023年的6.2%和3.9%降至2024年的5.9%和1.6%）。总需求放缓、供应链恢复和房租通胀回落推动PCE通胀从2023年的3.8%降至2024年的2.5%，名义GDP增速从2023年的6.3%降至2024年的3.5%。

通胀显著回落。首先，全球需求放缓，供应链持续修复，实际利率仍在高位，大宗商品价格或延续弱势。其次，美国房租通胀可能进一步回落。CPI中房租来自对租户和房主的问卷调查，反映存量租约价格或等价租金，由于存量租约价格调整具有时滞，加上劳工部对同一个样本住宅的租金每6个月才进行一次抽样，CPI中房租变化滞后市场租金12个月。ZILLOW市场租金指数环比涨幅在2021年9月前后见顶，同比涨幅在2022年3月前后见顶，之后大幅下行，最近几个月同比增速降至3%左右，预示CPI房租通胀未来仍有较大下降空间。其他服务通胀与劳工成本涨幅密切相关，随着就业市场走弱和劳工成本涨幅下降，其他服务通胀将进一步回落。

家庭消费可能放缓。金融条件和信贷供应持续收紧，消费贷款增速大幅下滑。固定利率存量房贷到期再融资，面临融资利率大幅上升问题。信贷紧缩、成本压力和需求不确定性降低企业劳工需求，劳动参与率和移民流入回升支撑劳工供应逐步恢复，工资增速将进一步放缓。储蓄率已降至极低水平，随着未来就业和收入不确定性上升，储蓄率可能温和回升。超额储蓄已释放殆尽，对消费的支持作用将逐步减弱。总体来看，家庭部门流动性条件和财务状况将有所恶化，消费增速可能放缓。

房地产温和改善，但难以进入新一轮繁荣周期。随着美联储降息和长期国债利率下降，房贷利率将有所回落，但利率仍在限制性水平，对需求形成抑制。房地产供应尤其是成屋供应将有所改善，助推住房销售可能转为小幅正增长。新建住房开工可能延续下降，因2023年新房企库存可售月数升至历史较高水平，但新房开工的降幅将大幅收窄。

■ 美元利率汇率回落，降息周期到来

美债收益率将有所回落。预计美国10年国债收益率从2023年末的3.9%降至2024年末的3.75%和2025年的3.6%。10年国债收益率反映市场对未来潜在名义经济增速的预期。在适应性预期（线性外推）模式下，10年国债收益率与当前名义经济增速走势强相关。财政扩张因提升名义经济增速和增加国债供应将推升国债收益率，量化紧缩货币政策则在短期内推升国债收益率，中长期则可能因抑制名义经济增速而降低国债收益率。预计美国潜在名义GDP增速从2023年5.6%降至2024年的4.3%和2025年的4%，名义GDP增速从2023年的6.3%降至2024年的3.5%和2025年的4%，存量国债由美联储持有比例从2023年末的14.1%降至2024年末的11.5%和2025年的9.5%。10年国债收益率应低于潜在名义GDP增速，以保证债务可持续性，但随着美联储QT进程，10年国债收益率与潜在名义GDP增速差将进一步收窄。

美元指数可能周期性回落。预计美元指数从2023年末101.4降至2024年末的97.8。首先，美欧经济增速差可能小幅收窄。美国经济增速显著回落，预计GDP增速从2023年的2.4%降至2024年的1%，欧元区经济延续疲弱，但2023年已率先大幅放缓，预计GDP增速可能从2023年的0.5%小幅升至2024年的0.6%。其次，俄乌冲突可能缓和，对欧元压制可能减轻。

美联储全年降息1.5个百分点。经济增速放缓、通胀显著回落和实际利率居高为美联储降息创造条件。预计美联储从5月开始启动降息周期，全年降息幅度1.5个百分点左右。随着下半年PCE通胀降至2%-2.5%，即使联邦基金利率年底降至3.8%左右，实际利率仍然达到1.3%-1.8%，货币政策仍处于紧缩性状态。目前国债收益率曲线严重倒挂已持续超过1年，只有在美联储大幅降息之后，国债收益率曲线才会趋近正常化。

科技

| 伍力恒 / alexng@cmbi.com.hk (852) 3900 0881
| 刘梦楠 / claudialiu@cmbi.com.hk
| 李汉卿 / lihanqing@cmbi.com.hk

■ 未来3个月看法乐观

全球电子终端需求回升，AI 创新成为新的成长动能。随着终端需求持续复苏、AI PC/手机/汽车新品发布、VR/AR/MR 创新周期和 AI 服务器高速增长，库存回归正常水平，科技产业链需求 1Q24 有望边际回暖，预计手机/PC 在补库带动下率先迎来业绩拐点。展望 1Q24，在 1 月 CES 和 2 月 MWC 展会带动下，行业创新正在加速，苹果 Vision Pro 有望带来长线发展机遇，科技行业景气度有望持续回暖，AI 赋能终端将带动新一轮景气周期。建议关注 AI/MR 创新、需求/库存改善和国产替代所带来的投资机会，同时看好份额提升、周期回暖、创新确定性较高的上市公司，推荐比亚迪电子 (285 HK)、小米集团 (1810 HK)、立讯精密 (002475 CH)。

1) 智能终端：新品发布和华为回归推动产业链复苏，看好国产替代和技术创新趋势

4Q 下游终端库存回归正常水平，需求复苏趋势乐观。手机/PC 3Q 同比下降收窄，预计 4Q 环比明显上升。随着华为 Mate 60 和 3 月 P70 系列发布，华为重返高端手机市场推动产业链开始复苏。考虑到华为高端手机在光学、存储、散热、卫星通话和折叠屏等方面创新，我们预计将持续推动智能手机产业链零部件规格升级，相关供应链上的企业将受益。此外，因占比较高的零部件如 SoC、存储、摄像头模组、电池和屏幕等中国制造占比高，考虑到地缘政治等压力，我们预计未来国产零组件替代的比例会持续上升从而推动华为手机系列产品竞争力提升，国产零组件供应链迎来增长机会，看好比亚迪电子、舜宇光学、立讯精密、高伟电子和鸿腾精密等。

折叠屏手机已成为中国手机市场中的细分成长亮点，并将在未来维持较快出货增长速度。从折叠屏手机的成本对比来看，铰链和屏幕是最大的增量。随着柔性 OLED 屏幕价格下行，铰链技术越加成熟，我们看好折叠屏手机渗透率进一步提升，并为用户带来更加优化的使用体验。我们认为相关产业链公司标的将受益，例如为荣耀 Magic V2 系列折叠屏手机供应转轴产品的瑞声科技，安卓系折叠屏铰链相关厂商精研科技、东睦股份和宜安科技。

2) AI 产业链：算力需求推升 AI 服务器增长，边缘 AI 加速 PC/手机/MR 创新

在 AI 算力端，随着大数据和云计算等技术发展，产业化应用加速，我们认为传统服务器行业去库存进程接近尾声，高算力需求将推升 AI 服务器增长。AI 服务器上游主要包括芯片、PCB、接口和电源等厂商；中游主要以服务器品牌和 OEM/ODM 为主，而随着终端客户对服务器定制化需求逐步增强，OEM/ODM 厂商将加强与终端客户联系；服务器下游厂商主要是 B 端和 G 端客户如互联网厂商、云厂商、运营商和政府机构。从硬件层面看 AI 服务器对硬件需求中 GPU 占比较高，建议关注全球核心 AI 服务器相关产业链受益标的，包括工业富联、浪潮信息和长城信息等。

在边缘 AI 端，随着高通、联发科、英特尔等巨头加码 AI，AI PC 和 AI 手机将在 24 年密集发布，端侧大模型应用创新和性能体验的改善有望催化消费者需求，引领新一轮换机周期。AI PC 通过 AI 能力的本地化部署，使 PC 能够收集用户行为信息和习惯，在保护用户隐私的情况下，提供跨应用的个性化功能服务，实现人机交互。我们认为 AI 大模型在 PC 端的部署，在低成本、高可靠性和高隐私性方面具有优势。我们看好 PC 品牌厂商及相关上游产业链标的，包括联想集团、春秋电子、光大同创、华勤技术和莱宝高科。

此外，AI+MR 新品也有望提升 MR 渗透率，我们看好明年苹果 MR 产品出货及二代平价版本的计划推出，将激活相关软件生态建设，加速 AR/VR/XR 产品渗透。相关上游硬件零部件及组装产业链受益标的包括立讯精密、歌尔股份、兆威机电、高伟电子和长盈精密。

3) 汽车电子：汽车电动化与智能化加速发展，域控迎来增量空间

2023 年中国新能源汽车市场持续较快增长，新能源车渗透率再创新高，出口表现出色。受益于汽车智能化浪潮，以及汽车品牌利用智能化方案打造差异化产品竞争优势，中国汽车智能化发展提速，相关汽车电子市场快速发展。智能驾驶域控制器及智能驾驶软硬件产业链厂商，仍是汽车智能化渗透率提升的主要参与者。另外，随着汽车电动化趋势发展和芯片技术发展，自动驾驶和 ADAS 渗透率不断提高，预计 ADAS 摄像头需求将不断增长。我们看好京东方精电、英恒科技、德赛西威、均胜电子、经纬恒润、舜宇光学和联创电子等公司。

推荐买入比亚迪电子、小米集团、立讯精密

1) **比亚迪电子**：安卓业务稳定和 iPad OEM/组件份额提升为利润增长动力，同时新能源汽车/智能产品业务的收入占比提升有助改善收入结构，我们预计利润率修复有望超预期。此外，公司宣布收购捷普的 Mobility 业务，扩大其智能手机业务发展空间，从长远来看将推动苹果供应链中的份额增长。展望下半年，我们对安卓业务复苏、苹果份额提升、新型智能产品稳定增长、汽车业务强劲增长及产品结构优化驱动利润率复苏持乐观看法。

2) **小米集团**：手机业务回暖，表现优于市场，国际化、高端化战略效果明显，小米 14 系列手机开售后销售表现亮眼。我们认为小米手机凭借卓越的产品力和品牌力，以及极致的性价比和软硬件生态完整性，在消费者中树立良好口碑，高端化进程进入新阶段。公司将在 1H24 推出新能源车产品，我们认为小米在造车方面具有供应链把控、生态互联、品牌营销经验、资金和技术方面的优势。看好小米独特的软硬件基础，为消费者打造“人车家全生态”体验，从个人设备到智能家居到智慧出行，产品生态创新将成为竞争壁垒。

3) **立讯精密**：受益于苹果各个品类 (iPhone, Watch, AirPods) 份额和盈利能力提升，近期并购昆山世硕和 Qorvo 国内封测工厂有望完善公司产业链布局，持续深化垂直整合能力，中短期业绩增长较为确定，中长期布局汽车电子快速扩张，全面导入国内外主要品牌和 tier1 体系，随着新品发布和技术布局逐步落地，看好公司成长逻辑，目前估值处于历史低位，建议买入。

风险提示：宏观疲弱影响需求，去库存速度慢于预期。

半导体

| 杨天薇 / lilyyang@cmbi.com.hk
| 张元圣 / kevinzhang@cmbi.com.hk

A股市场：2024年初始，各家机构都在重新布局、调整仓位。去年年底表现校对较好的**半导体板块**迎来回调。**美股市场：**The Magnificent Seven在2023年的股票市场中表现优异，全年平均收益率为111.0%，远超S&P 500的24%。2024年第一周，该七只股票有所回调，不过科技板块特别是半导体相关板块随着2024年CES的活动开始，景气度于1月8日回归。英伟达（NVDA US）创下历史新高，当日收盘价为522.53美元。

■ 未来3个月看法谨慎乐观

短期观点：展望A股半导体板块，考虑到1月份为业绩预告发布期，我们认为市场的谨慎情绪或将持续，资金可能倾向等待更明确的需求回暖信号，以确认业绩增长以及估值仍处于合理区间。短期内，资金或偏好高股息的防御型标的。

中期观点：我们维持2023年年底策略报告中的几条主线推荐：

1) 我们持续看好人工智能（AI）产业链的发展。我们认为2024年各大云厂商将继续加大对AI基础设施的投资，以确保在AI军备竞赛中保持先发优势，并继续为获得更多的市场份额、吸引更多用户使用其产品，而着重对基建中能效指标进行改进和提升。我们尤其看好存储市场（HBM3和HBM3e的需求增长和存储产品价格的修复），以及光模块（特别是800G）和网络通信芯片的需求。进入AI市场高速发展的第二年，我们偏好AI业绩贡献较高的、行业真正的受益标的，首选**中际旭创（300308 CH，买入）**。公司的800G光模块产品在3Q23出货量明显提升，目前该产品贡献了最大的营收，并且800G光模块在单价和毛利率上的优势也可以更好地推动公司财务数据的增长。

2) 我们认为半导体供应链的本土化将进一步加强。一方面，禁令的出台和升级，使得国内厂商被动选择国产替代方案；另一方面，近几年一众本土半导体公司在技术和产品性能上实现了突破，推动终端企业积极进行本地化地主动替代。我们长期看好中国半导体行业的发展，首选标的为**韦尔股份（603501 CH，买入）**和**卓胜微（300782 CH，买入）**。**韦尔股份**的高阶像素50系列产品受到客户好评，预期会迎来手机显示芯片市场份额的提升；同时，公司的车载显示芯片也随着单车摄像头数量的提升而收获增长。**卓胜微**的基于芯卓自建产线的规模量产和工艺技术能力，逐步提升滤波器模组产品在品牌客户的覆盖和市场占有率；同时，公司集成自产滤波器的产品也在2Q23放量。

未来几年，中国可能会有数十个新的晶圆代工厂完工，其中绝大多数都是成熟制程。晶圆厂的产能扩充一方面直接利好半导体设备厂商，另一方面可能会导致成熟制程产能过剩，代工价格下滑，或会利好设计企业的利润率。

3) 半导体周期或将回暖。虽然在2023年下半年，消费电子市场因厂商新产品发布而显现季节性回暖，但终端需求暂未观察到显著修复。目前，渠道库存已恢复至较健康的水平。随着2024年宏观经济的温和改善，半导体行业终端需求或有机会逐步回暖。该主线受益标的为**闻泰科技（600745 CH，买入）**和**生益科技（600183 CH，买入）**。闻泰科技的传统优势业务是产品集成，其中主要包括手机和笔电等产品。随着消费级AI手机及笔电产品在2024年的陆续推出，公司有望受益于新产品推出而带来的订单；生益科技有望随着AI服务器的持续增长以及消费级AI手机、笔电的推出而受益。

4) 通讯板块仍是较好的防御性标的。因电信运营商具有财务上的高可见性、稳定的现金流、高股息率、较不容易受国际形势影响等优势，仍受到部分偏好保守策略的投资人的青睐。

■ 人工智能 (AI)：资本开支继续增长，产业链持续受益

进入 AI 高速发展的第二年，我们继续看好 AI 行业的发展。此前，我们提到过三大云厂商在三季度业绩公布后的股价走势显现出明显的差异，这表明投资者非常关注各家云业务的发展，即 AI 应用的变现进展。

近期我们看到两家龙头大语言模型公司的估值和收入预测都有大幅提升，表明 AI 应用的变现正在快速推进。1) 微软支持的 Open AI 在最近一轮 (2023 年 12 月) 的估值超过一千亿美元，远高于去年四月的 290 亿美元和十月的 860 亿美元估值；2) 亚马逊和谷歌支持的 Anthropic 预计 2024 年收入将达到 8.5 亿美元，远高于目前的 1 亿美元收入，以及三个月前预估的 5 亿美元的收入预测。

基于此，我们认为科技公司将会持续投资 AI 基础硬件设施和设备，其中我们尤其看好存储行业 (HBM3 和 HBM3e) 在今年的需求增长。近期，韩国半导体出口数据额在 11 月份实现增长 (12.9%)，结束了自 2022 年 8 月开始的 16 个月度下跌趋势。该出口数据在 12 月份继续保持高速增长 (21.8%)。该增长一方面为存储厂商削减产能，导致存储产品价格回升；另一方面为 AI 市场的快速增长推动了 HBM 等产品的需求。我们认为随着推理大语言模型应用推广，该需求仍将保持强劲。

■ 半导体国产替代需求加强，供应链加快本地化

根据目前国际形势和产业调研，半导体供应链本地化将成为长期趋势。一方面，禁令的出台和升级，使得国内厂商被动选择国产替代方案；另一方面，近几年一众本土半导体公司在技术和产品性能上实现了突破，推动终端企业积极进行本地化的主动替代。

从国际关系上，我们看到 AI 禁令进一步趋严，同时有些国家也在加强对中国半导体行业的限制，如近期荷兰政府撤销了部分光刻机出口到中国的许可证。在这种国际环境下，国产替代的趋势势必会加强。我们已经看到英伟达最新的符合出口规定的芯片在中国的需求并没有预期中那般强劲。出于对性能、价格等因素的考虑，国内云厂商的购买意愿似乎并不强烈，并转向寻求国产替代的方案 (华为) 以及自研方案。

在成熟制程上，中国晶圆厂在大力扩产，据 Digitimes 报道，未来几年可能会有数十个新的晶圆代工厂完工，其中绝大多数都是成熟制程。晶圆厂的产能扩充一方面直接利好半导体设备厂商，另一方面可能会导致成熟制程产能过剩，代工价格下滑，或会利好设计企业的利润率。

■ 通讯板块仍是较好的防御性标的

我们维持对中国电信行业的看法，认为电信行业是在宏观顺风环境下具有防御性的板块。电信运营商因公司经营稳定、自由现金流强劲、股息收益率高、潜在股票回购、较不容易受国际形势影响等优势，仍受到部分偏好保守策略的投资人的青睐。

目前通讯板块的股息收益率为：中国联通 (762 HK)，7.12%；中国移动 (941 HK)，7.09%；中国电信 (728 HK)，6.26%；中兴通讯 (763 HK)，2.96%。

■ 推荐标的

1) 中际旭创 (300308 CH)：只有真正的 AI 供应链参与者才能享受到 AI 行业发展的红利，并收获销售的增长。我们认为中际旭创是一个本土 AI 产业链受益者，而大型云厂商将维持对光模块的强劲需求。我们看到公司的 800G 光模块产品在 3Q23 出货量明显提升。目前，该产品贡献了最大的营收。同时，800G 光模块在单价和毛利率上的优势也可以更好地推动公司财务数据的增长。我们维持对中际旭创的买入评级，目标价为 109.3 元。

2) 韦尔股份 (603501 CH) : 公司在研发能力和系统技能上的领先水平, 50 系列产品也获得下游客户的肯定, 预期会迎来手机显示芯片市场份额的提升。同时, 公司的车载显示芯片也随着单车摄像头数量的提升而收获增长。随着国产替代趋势的加强、市场竞争格局的优化, 我们维持对韦尔股份的买入评级, 目标价为 117.5 元。

3) 卓胜微 (300782 CH) : 公司基于芯卓自建产线的规模量产和工艺技术能力, 逐步提升滤波器模组产品在品牌客户的覆盖和市场占有率; 同时, 公司集成自产滤波器的产品也在 2Q23 放量。2023 年上半年, 公司交付的 DiFEM、L-DiFEM 及 GPS 模组等产品中集成自产的滤波器超 1.6 亿颗, 集成自产滤波器相关产品稳定规模量产, 在客户端逐步放量提升; 双工器和四工器已在个别客户实现量产导入, 国产替代稳步推进。我们维持对卓胜微的买入评级, 目标价为 174.0 元。

■ **风险提示:** AI 需求不及预期; 新的半导体禁令出台; 消费电子需求持续下滑。

软件与 IT 服务

| 贺赛一 / hesaiyi@cmbi.com.hk (852) 3916 1739

| 陶冶 / franktao@cmbi.com.hk

| 陆文韬 / luwentao@cmbi.com.hk

■ 未来 3 个月看法中性乐观

2024 年美元流动性压力缓释或有望推动板块估值重估，而基本面层面，在整体企业 IT 支出仍待恢复的环境下，人员成本控制、注重盈利能力提升及现金流改善或仍是软件及 IT 服务板块公司在短期的重要主题。随着宏观环境逐步恢复推动企业 IT 支出恢复，板块业绩或有望修复、估值或有望逐步重估，而云化转型领先的龙头公司或有望持续取得规模效应，利润率改善速度或有望领先同行。展望中长期，我们看好：1) 软件国产化的主题投资机会；2) 生成式 AI 与传统软件应用结合逐步深化而推动的用户体验提升及订阅单价提升所带来的基本面结构性改善；3) 龙头软件厂商业务出海所带来的潜在营收增厚。推荐买入金蝶国际 (268 HK)。

■ SaaS: 头部公司或仍将在 2024 年跑赢

头部 SaaS 公司的客户粘性强，但因宏观较弱情况下企业降本增效缩减数字化支出，我们预计企业级 SaaS 公司的收入在 24 年实现 14-20% 的同比增长。部分公司因受益于 AIGC 相关业务起量而营收增长或有望高于 20%，但增长的确定性有待确认。尽管房地产行业支持刚需及改善性住房的政策持续出台支撑行业在短期高季节效应的月份取得环比恢复，但整体结构性的复苏或仍有待观察。2024 年，相较于房地产行业的垂类 SaaS 公司，我们仍偏好具有国产替代/信创主题的横向 SaaS。

■ IaaS 和 PaaS: 高质量增长是主题，AI 云带来新增量

2023 年中国云服务市场受到宏观环境逆风的影响，龙头厂商持续进行业务调整，逐步减少低利润率 CDN 业务、更专注 PaaS 及增值服务端的营收扩张以驱动云业务利润率提升、高质量增长。展望 2024，整体中国云行业的营收增长或有望随着经济逐步回暖带动企业数字化开支回暖而逐步回升，生成式 AI 对于头部公司的营收贡献有望从 3Q23 的低单位数进一步提升。因生成式 AI 云相关收入具备更高的利润率水平，叠加整体云服务规模效应持续扩大及专注高质量增长的战略，头部厂商云业务的盈利能力在 2024 年或有望进一步提升。

■ 推荐买入金蝶国际 (268 HK)

金蝶 1H23 收入同比增长 16.8% 至 26 亿元人民币，净亏损同比收窄至 2.84 亿元人民币 (1H22: 亏损 3.56 亿元人民币)。核心 SaaS 产品星空的订阅服务年经常性收入 (ARR) 保持健康增长势头，1H23 同比增长 28.6%。与此同时，国产替代需求继续推动大型企业收入稳健增长 (1H23 同比增长+38.4%)。虽然我们预期在当前的宏观背景下，企业端数字化需求复苏仍需时间，但数字化和国产替代仍然是一个重要的长期趋势，我们认为金蝶有望长期受益。

此外，2023 年 12 月 10 日，金蝶宣布其已与卡塔尔投资局 (QIA) 的子公司签订股份认购协议，根据该协议，QIA 的子公司已同意以每股 10.10 港元的认购价格认购 15.6 亿港元 (约 2 亿美元) 的金蝶股份 (约占交易后扩大股本的 4.26%)。认购股票将根据金蝶董事会于 2023 年 5 月 18 日举行的年度股东大会上被授予的一般授权 (GM) 进行分配和发行。我们认为，此次交易表明金蝶在企业数字化管理行业的领先地位得到了领先机构投资者的进一步认可，并为金蝶未来潜在的国际扩张进一步打开空间。我们维持财务预测及每股 17.0 港元的目标价不变，基于 8.4 倍 2023 EV/S，重申买入评级。

互联网

| 贺赛一 / hesaiyi@cmbi.com.hk (852) 3916 1739

| 陶冶 / franktao@cmbi.com.hk

| 陆文韬 / luwentao@cmbi.com.hk

■ 未来3个月看法中性乐观

在整体经济弱复苏、消费复苏仍面临挑战的情况下，我们预期高质量地维持现有业务增长、高效率的探索有望打开长期增长空间的新业务、及大决心地提升现有股东的回报水平或为2024年行业主题，主要途径包括：1) 进一步投资于长期有增长空间的业务，以提振长期营收和盈利增长前景，目前看，电商出海及生成式AI带来的营收增长或为创造增量营收的两条重要主线；2) 深抓核心用户基本盘、有能力通过技术实力及业务模式优势进一步降本增效以维持稳定的盈利能力，基于稳中有升的盈利能力提升分红、回购以强化股东回报。

当前互联网板块整体估值对应15x 2024E Non-GAAP PE，考虑经济复苏及降本增效带动基本面与盈利修复，互联网行业2023-2025E年 Non-GAAP 净利润复合增速有望达20%，对应2024E PEG为0.8x。综合考虑竞争格局的边际变化、现有估值水平及潜在的长期增长驱动力，我们的股票推荐为：拼多多、腾讯、阿里巴巴、百度、腾讯音乐。

■ 电商：深抓核心用户基本盘，出海带来增量空间

2023年整体国内电商在相对低基数的情况下展现弱复苏趋势，11M23网络零售额/实物商品网上零售额达到人民币14.0万亿元/11.8万亿元，同比增长11.0%/8.3%。整体消费趋势体现为消费者更追求性价比，在“可以买贵的、不能买贵了”逐渐成为更多消费者共识后，电商平台国内业务运营更倾向于通过提升供应链效率及丰富产品供给以提升销售商品性价比，同时通过增强内容生态和互动属性、优化售后服务及强化核心会员群体运营以提升消费者的交易频次和粘性、推动GMV增长，同时为平台商家创造更好的投资回报率、推动商家在平台上产生更强的广告投放意愿以支撑平台业务营收增长。

展望2024年，我们认为在扩内需政策推动下，消费有望温和复苏，而电商平台的国内业务或仍将维持高效运营策略，提升价格力、关注核心会员用户群体运营从而提升成交、推动GMV增长仍是重心所在。得益于更强的互动属性和可以在部分细分品类更好的提升消费者购买体验，直播电商和社区团购业务仍有望在2024年维持相较电商大盘更快的增长速度，并驱动整体电商行业的增长，但因品牌商更为关注ROI，直播电商（尤其是有KOL参与的直播电商）整体对传统货架电商带来的竞争或有望进一步边际缓和。

我们预测2024年实物商品网上零售额将同比增长7.3%（社会消费品零售总额+5.3%）。与此同时，依托国内强大的供应链能力，海外扩张或仍是支撑电商平台长期营收和盈利增长的关键。同时，我们预测直播电商2024年的GMV增速为18%，在涵盖退货订单GMV的情况下占整体社会消费品零售总额中的渗透率将提升至11.2%。

■ 在线游戏：关注《网络游戏管理办法》落地，游戏板块估值或有望修复

2023年12月22日，国家新闻出版署就《网络游戏管理办法》公开征求意见，该征求意见稿对于游戏过度消费、游戏审批、随机抽奖等多方面提出监管要求，引发市场对于游戏厂商运营及商业化的担忧，腾讯/网易港股当日跌12%/25%。展望1月，随着市场消化增量监管信息，我们认为游戏板块估值有望修复：1) 腾讯：公司游戏收入主要来自大DAU/低ARPPU游戏，3Q23手游平均季度ARPPU仅285-295元，限制游戏过度消费等监管对于腾讯影响相对有限。悲观情景下，假设腾讯FY24游戏ARPU/MAU因监管原因同时下降20%，我们测算对于腾讯EBIT/SOTP估值的影响为12%/8%；2) 网易：由于高ARPPU

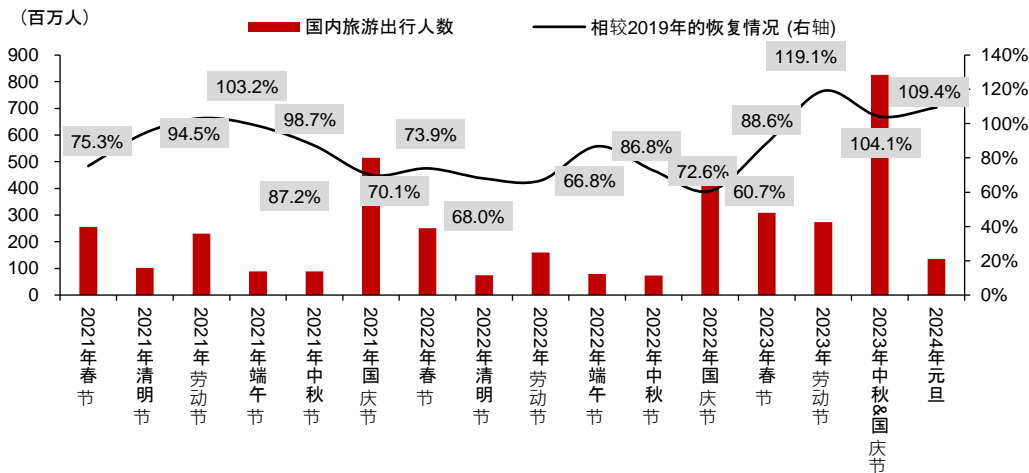
游戏收入占比相对较高，监管对于网易的影响或更为显著。但过去几年网易游戏品类拓展持续取得成效，对于高 ARPPU 游戏以及头部用户的依赖度逐渐降低（前 5 大游戏收入占比 2022 年 vs 2017 年为 29.6% vs 53.9%），新的热门游戏如《蛋仔派对》《逆水寒》手游也逐渐向高 DAU/低 ARPPU 的模式迁移。我们认为网易有望通过优化运营手段和内容创新抵消监管影响；3) 监管仍旨在鼓励游戏行业健康发展，国家新闻出版署将听取相关部门、企业、用户等各方意见，进一步修改完善征求意见稿。国家新闻出版署亦在 12 月 22 日和 25 日分别下发 40 个进口游戏版号和 105 个国产游戏版号（2023 年单月最高）。我们建议关注 1 月 22 日意见反馈截止后《网络游戏管理办法》的正式发布，部分规定的优化调整或有望支撑行业估值修复。

■ 在线旅游：国内旅游消费分层趋势延续、关注出境游复苏及海外扩张

4Q23 及刚刚过去的 2024 年元旦，在报复性出游潮结束后，行业整体相较 2019 年呈现温和增长趋势。据国家文旅部，2024 年元旦假期 3 天全国国内旅游出游 1.35 亿人次，按可比口径较 2019 年同期增长 9.4%；实现国内旅游收入 797.3 亿元，较 2019 年同期增长 5.6%，出游人数增速仍快于旅游收入增速。

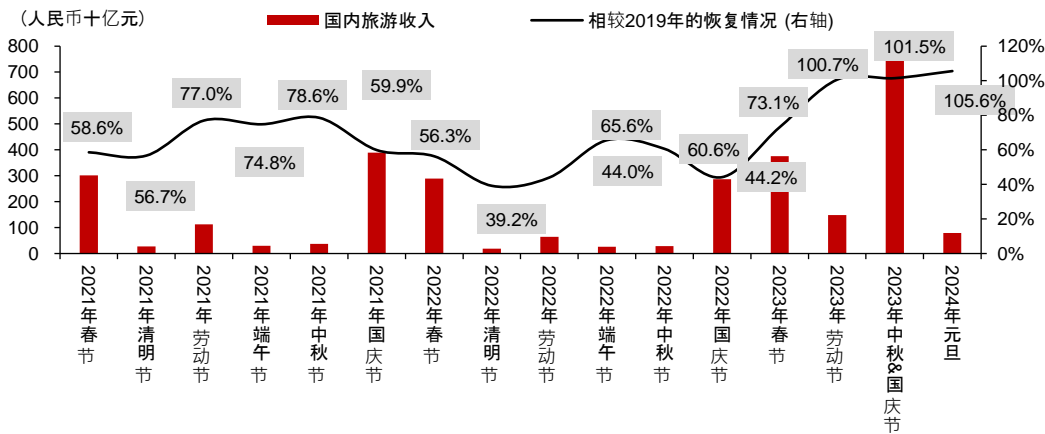
展望 2024 年，在消费温和复苏及 2023 年行业存在较高基数的情况下，主要业绩增长推手或主要来自于出境游业务持续恢复及纯国际业务持续扩张带来增量，我们预期 2024 年旅游行业消费分层趋势或将延续，定位中高端的 OTA 平台或有望持续受益于消费分层的趋势而实现相对于板块其他公司的超额收益。

图 2: 中国: 节假日市场出游人次及相较 2019 年的复苏情况



资料来源: 国家文旅部, 招银国际环球市场

图 3: 中国: 节假日市场旅游收入及相较 2019 年的复苏情况



资料来源: 国家文旅部, 招银国际环球市场

■ 在线广告: 广告市场温和增长, 中短视频平台广告收入增长有望持续好于同行

2023 年中国在线广告市场在低基数效应下实现较快复苏, 据我们预测及彭博一致预期, 2023 年主要在线广告平台收入同比增长 15%, 其中腾讯/快手/哔哩哔哩广告业务收入均实现超过 20% 的增长, 主要得益于平台上短视频/电商相关广告收入的较快增长。展望 2024 年, 我们预计中国在线广告市场将延续增长趋势。随着平台内电商交易生态及广告基础设施的持续完善, 我们认为促进交易转化的电商类广告的收入增长将推动腾讯/快手/哔哩哔哩广告业务表现持续好于同行。

■ 推荐买入拼多多、腾讯、阿里巴巴、百度、腾讯音乐

1) **腾讯:** 腾讯核心竞争优势稳固, 叠加消费互联网业务的经营杠杆, 公司能够在宏观不确定以及竞争加剧的环境下持续实现稳健的盈利增长。展望 2024 年, 我们看好: 1) 视频号广告/电商以及小游戏等高毛利率新业务带来增量收入贡献, 同时支撑公司毛利率提升; 2) 公司拓展休闲派对类及内容驱动类游戏品类以驱动游戏业务稳健增长; 3) 公司持续回购以提升股东回报。我们预计公司 FY24/25 non-IFRS 净利润同比增长 18/9%, 而公司当前估值仅对应 16x FY24 non-IFRS PE (剔除战略投资仅对应 12x FY23E PE), 估值具备较高吸引力。

2) 拼多多: 拼多多仍然有潜力通过囊括更多品牌商品及高客单价商品来推动强劲的 GMV 增长, 且拼多多的货币化率有进一步提升的潜力, 因其与同行相比可以为商户提供相对更高的 ROI。公司正进入一个更注重增长质量的增长阶段, 我们认为这表明国内业务的利润率状况或更加稳定, 而 Temu 的海外扩张或有助于释放长期增长潜力。

3) 阿里巴巴: 尽管阿里巴巴国内业务的 GMV 增长仍受到竞争压力和消费情绪较为低迷的影响, 但通过用户为先的战略, 阿里巴巴在驱动长期收入和盈利增长前景重新与行业大势相符的层面正处于正轨。虽然管理层决定不进行云智能集团的完全分拆在短期影响了市场情绪, 但我们认为这或有助于云业务和阿里集团的长期发展。此外, 管理层指引将通过全局视角强化股东回报。展望 2024 年, 我们认为阿里巴巴营收增长或有望随着宏观环境改善而改善, 且非核心业务减亏将有望推动集团利润率改善。基于稳中有升的利润率水平, 阿里巴巴持续强化股东回报的举措或有望推动估值重估。在基本面有望逐步改善、股东回报有望优化的情况下, 阿里巴巴目前交易于 7.7x FY24 non-GAAP PE 的水平较为具备吸引力。

4) 百度: 尽管百度的广告收入增长中短期或仍与整体宏观环境较为相关, 但与生成式人工智能相关的收入增加或有望使得百度长期营收增长具备更好的前景, 生成式人工智能相关营收逐步起量或有望推动百度的估值重估。百度目前交易现价对应 11.3x 2024E PE 及剔除在手净现金后 5.9x 2024E PE, 对比一年均值为 12.1x。

5) 腾讯音乐: 我们认为监管对社交娱乐业务的影响已在公司业绩预期与估值方面反映, 4Q23 公司直播业务月度流水已逐渐企稳, 2H23 社交娱乐业务收入占比已低于 30%, 2024 年起公司将由核心音乐业务驱动业绩。我们看好公司在线音乐业务收入长期增长前景, 预计 2024 年在线音乐业务收入同比增长 20%, 其中订阅会员收入同比增长 23%。腾讯音乐交易现价对应 16x 2024E PE, 2023-2025E non-GAAP 净利润 CAGR 为 15%。

■ **风险提示:** 宏观恢复速度不及预期, 细分板块竞争进一步加剧, 地缘政治风险加剧。

医药

| 武煜, CFA / jillwu@cmbi.com.hk (852) 3900 0842

| 黄本晨, CFA / huangbenchen@cmbi.com.hk (852) 3657 6288

| 王银朋 / andywang@cmbi.com.hk (852) 3657 6288

| 王云逸 / cathywang@cmbi.com.hk (852) 3916 1729

■ 未来6个月看法乐观

7月底以来,监管部门开启了为期1年的医药腐败集中整治工作。我们认为,9月份以来,诊疗秩序逐渐恢复正常,医院设备招标等逐渐重启,然而手术量或许还未完全回到常态。我们预期医疗需求复苏将是渐进的、持续的。我们看好院内刚需产品的需求复苏。此外,民营医疗机构仍将保持强劲的业绩韧性。

医保谈判已经结束,结果温和。四家国产PD-1品种进行续约或者新增适应症,降幅温和或者价格维持不变。此外,多个续约品种预期降幅较少,包括荣昌生物的泰他西普、维迪西妥,和黄医药的呋喹替尼、索凡替尼等。企业感受今年的医保谈判/续约结果更加可预期,规则更加清晰透明。我们认为,医保政策将全盘考虑创新药的生命周期,在上市早期给予创新药更加灵活的定价和医保政策,鼓励国内创新药行业发展。

药品和耗材集采常态化推进,规则可预期性强。11月6日,第九批国家组织药品集中带量采购在上海开标,有41种药品采购成功,拟中选药品平均降价58%,预计每年可节约药费182亿元,预计于2024年3月执行。值得注意的是,第九批国采的周期从2年拉长到了4年,有利于中标企业更好地保证药品供应,以及稳定药品价格预期。集采对于上市药企业绩影响的高峰已经过去。11月11日,国家组织人工晶体类及运动医学类耗材集中带量采购方案发布,根据规则,人工晶体相对于同类产品最高有效申报价的保底降幅是40%;运动医学产品相对于同类产品最高有效申报价的保底降幅是60%;我们认为保底降幅基本符合预期。12月,IVD化学发光省联盟集采的正式落地,价格降幅温和,预计将不会伤害到龙头企业的出厂价,并且利好国内龙头企业抢占市场份额。

我们看好GLP-1产业链的投资机会,包括上游供应链和品种两个投资方向。上游供应链方面,我们看好药明康德、凯莱英,主要由于两家公司在多肽产能建设方面领先行业,且有深厚的国际客户积累。品种方面,我们看好信达生物,主要由于公司的双靶点GLP-1产品进度为国产第一,国内第二;我们认为双靶点GLP-1作为新一代产品将具备价格和市场优势。

我们看好具备出海潜力的公司,包括创新药和医疗器械龙头企业。我们认为,国际市场天花板远高于国内,且政策预期稳定。中国企业有望在国际医疗产业链向上突破,获得更大的市场价值。看好百济神州、迈瑞医疗、和黄医药等。

■ 推荐标的

首选标的:百济神州(BGEN US, 6160 HK, 688235 CH)、信达生物(1801 HK)、迈瑞医疗(300760 CH)、固生堂(2273 HK)。

1) **百济神州**: BTK抑制剂泽布替尼的海外销售快速增长,快速抢夺竞争对手伊布替尼的全球市场份额;替雷利珠单抗在2023年的医保谈判以约5%的微弱降幅新增4项适应症的医保准入,预计保持快速增长。下一代重磅品种Bcl-2抑制剂已经进入全球三期临床。

2) **信达生物**: IBI-362 (GLP-1/GCGR) 抢占国内减肥赛道双靶点GLP-1产品的先机,有重磅潜力。信迪利单抗(PD-1)作为有医保覆盖的成熟品种,受益于国内经营环境的变化,将持续增加市场份额并节省销售费用。肿瘤和非肿瘤创新管线丰富且研发效率高。

3) 迈瑞医疗: 国内医疗新基建保持高景气度, 迈瑞加速进行国产替代; 海外扩张持续发力, 海外收入占比约 4 成, 持续突破海外高端市场; 种子业务动物医疗、微创外科等为长期增长提供新动能。

4) 固生堂: 公司是国内领先的民营中医医疗服务机构, 受益于国内中医医疗需求的快速增长。公司把握优质医生资源, 构建深厚护城河。公司持续通过“自建+收购”双轮策略扩张线下门店网络, 预计将维持高速增长势头。

■ **风险提示:** 医药反腐对于国内经营环境产生负面影响; 中美关系恶化给 CXO 和 Biotech 板块带来经营风险; 融资环境对于创新药/器械研发以及研发外包需求的影响。

食品饮料、美妆奢侈品

| 黄铭谦 / josephwong@cmbi.com.hk (852) 3900 0838

■ 不均衡复苏延续；短期看法谨慎乐观

我们预计2024年消费板块将延续2023年非均衡式的复苏态势。招银国际宏观团队预测今年社会零售总额将同比增长7.6%，大概率凭借服务业贡献拉动。零售业来看，各类消费追求仍存在分歧，主流的消费趋势聚焦于成分（护肤品/饮料）、价值（酒类/乳制品/婴配粉/包装食品）和内容（化妆品/免税店/奢侈品/珠宝）。消费降级可能会进一步下沉。相反，高端化趋势在出游零售相关的领域继续明显。成本效益将备受关注，并将成为盈利增长的主要支撑。

高端化仍在有效赛道持续发生。我们预计今年食品饮料的涨价道路将更加难走。组合升级在同品提价难度提升后将成爲高端化的唯一动力，但仍将为茅台/华润啤酒/青島/伊利/农夫山泉/珀莱雅/巨子生物等具有商品差异化的龙头企业带来机会。白酒品牌继茅台后或将逐一启动涨价，啤酒品牌在高基数下面临更大的挑战，而护肤品牌则将借助内容迭代实现升级。相对乐观的奢侈品牌（普拉达/新秀丽/周大福）的增长将由价格（相同单品中单位数增长）推动。尽管来年增长将更常态化，但我们估计奢侈品牌仍然优于其他消费细分赛道。然而，当高端休闲消费持续转向海外时，免税板块可能继续承压。

■ 食品饮料 - 预计四季度恢复势头延续，全年盈利水平维稳

啤酒：往期来看，四季度的销售不会对全年盈利造成太大扰动；随着进口大麦关税的取消和成本的主动控制，成本压力有望在明年年初进一步减轻。高端化进程方面，我们预计趋势将在2024年延续，但其过程将更依赖产品组合的优化。单品提价所能带来的啤酒企业收入改善将会减少。白酒消费向高端啤酒消费转移势头已在2023年中发生，预计今年将延续，并诱发部分超高端消费向高端啤酒、次高端转移的趋势逐渐显现。

白酒：行业面临的价格倒挂及库存压力可能延续至年中，但龙头企业茅台的提价举措为其他品牌的高端及次高端产品在中长期内的发展提供了更大的向上发展空间。数年内，白酒行业涨价持续受政策端及舆论约束争议，年内行业深度转型周期中，茅台涨价有助于白酒行业理顺价格带，同时代表了监管层面对于行业高质量发展的支持，中长期来看，政策的支持有望缓解高端白酒行业面临的严峻挑战。

乳业：我们预计今年龙头企业难以单靠ASP增长带动明显收入提升。从去年开始，乳品下游需求总量仍未实现恢复，中国乳制品产量增速低于牛奶产量。伊利、蒙牛的液奶销售额虽环比改善，但主要是由于两家头部企业依靠强大产业链体系抢占中小企业的市场份额实现增长，其中大多为基础产品消费的份额，导致两家公司液奶ASP增速放缓，线上销售数据甚至呈现下降。虽然原奶价格持续下行有利于龙头企业中低端产品向上升级和高端产品推出节奏，但在消费降级的大背景下，我们认为减价促销或成维持市占主要手段。

■ 美妆护肤 - 新周期开始

我们认为去年美妆、护肤行业的增速放缓可能标志着行业新周期的开始，今年的行业整体增速或将维持，大概保持与社会零售总额增速趋同，并维持在6%-7%左右的增速区间。竞争格局来看，根据淘天平台的数据，护肤品线上售价从2021年起至2023年底，约下降5.3%、CR前15名的品牌中有12个品牌都经历了市占率下降，品牌间的竞争愈发激烈。大促GMV排名来看，去年双十一期间，国际品牌欧莱雅历史性的从第1名跌至第2名，而国产品牌珀莱雅由618的第4名提升至第1。总体来看，国际品牌依然在榜单中占据主导地位，且仍有新的贵价品牌上榜，日韩品牌目前均退出前10。我们认为，“消费降级”或

“两极分化”都不能单一定义现阶段的中国护肤品市场。我们认为，美妆板块作为非必选类消费，受宏观因素影响明显，当前的降速或标志着更长期以及更深度的调整周期以及开始。

■ 高端消费－奢品行业整体趋势延续

疫情后的全球商务及休闲旅行积压需求仍在释放中，新秀丽有望维持增势。去年3季度亚洲区销售净额增长41%，带动整体销售额增长21%，且4季度中增长将维持相对势头。今年公司有望借TUMI女士系列推出以及新秀丽主品牌的折扣收窄和品牌形象提升实现ASP的多方位提升。国际奢品方面，普拉达有望在实现ASP稳步增长的同时持续提升市占率。公司预计ASP升幅为4%，一致于今年的提价幅度且保持低于其他顶奢品牌。

■ 股票推荐

基于三季度业绩表现情况与我们此前的预测无明显偏离，食品饮料行业中，我们推荐**贵州茅台（600519 CH）**、维持**伊利股份（600887 CH）**的“买入”评级；美妆板块中，我们推荐买入**珀莱雅（603605 CH）**；高端消费中我们维持**新秀丽（1910 HK）**、**普拉达（1913 HK）**、**周大福（1929 HK）**“买入”评级。

■ **风险提示：**原材料持续涨价超预期、行业高端化势头骤缓、政策利空、地缘政治影响超预期。

可选消费

| 胡永匡/ walterwoo@cmbi.com.hk (852) 3761 8776

■ 短线（未来三个月看法维持中性）

12月的同比增长不俗，但从复苏率来说，对比11月仍然较差，均受大环境转差、海外旅游摊薄消费力等所影响。分板块来说，旅游、体育用品和家电低于预期，但餐饮和服装反而好于预期。

展望24年1季度：1) 我们较为看好服装，2) 对于餐饮，假如超预期有机会延续，也许可以重新关注，而在春节假期后，3) 我们认为体育用品折扣的拐点也许会出现，4) 家电方面，在海外销售增长加速的同时，国内销售增长或转正。

中长线来说，目前估值非常便宜（只在13倍，对比8年平均的20倍），我们认为也是收集好公司的好时机。

推荐江南布衣 (3306 HK)、JS 环球 (1691 HK)、Vesync (2148 HK)、海信 (921 HK)、九兴 (1836 HK)、申洲 (2313 HK)、名创优品 (9896 HK)、安踏 (2020 HK) 和滔搏 (6110 HK)。

■ 餐饮行业（维持中性）

12月行业的同店增长对比11月有所加速，主要原因是低基数，但从同店复苏率来说，12月环比9月到11月都要更好。考虑到一部分的消费力已经因海外旅游升温而被分摊，该等业绩的确比我们预期要好。假若未来两个月持续改善，我们也许可以更为乐观。

不过我们仍然留意到，客流量在明显反弹的同时，平均单价出现一定程度的下降，当中也许包含折扣力度的加大，对餐厅的利润率仍然较为不利。

展望24年，我们的观点目前仍偏向保守，一方面是消费降级的影响，另一方面是竞争仍然剧烈，而且在2023年新开店数量普遍都没有超预期，对24年业绩提升帮助也不大。

我们推荐海底捞 (6862 HK)，从复苏率来说，该公司仍然大幅领先同行，证明在产品、服务、和年轻化上改革成功。奈雪的茶 (2150 HK) 的同店销售在12月初次录得正增长，而1月份的新产品和联名初步反应良好，也许可以重新关注。茶饮行业竞争仍然剧烈，我们只看好少量的头部品牌。

■ 体育用品（维持中性）

12月的流水增长和11月比较接近，都维持了较快的增长，主要因为低基数（除了李宁，稍微受到去年11月的事件影响），而对比19年的复苏率，比三季度反而转差，低于预期，主要受到暖冬和消费降级的影响。而且大部份品牌四季度的零售折扣（除了安踏和FILA）比三季度有所扩大，虽然某些品牌库存略为好转，但四季度整体业绩一般。

展望24年一季度，基于以上不利因素和高基数的影响，我们只预期5%至10%的流水增长。对于24年流水增长的预测也是偏保守，在10%左右。虽然各大品牌都会加推低价产品，必然会有剧烈竞争，但我们认为库存水平会逐步改善，而零售折扣也会迎来拐点，呈现行业见底和买入的好时机。

短期我们较为推荐安踏 (2020 HK)，期待其品牌重塑以及在篮球类和奥运相关品类的销售表现提升。同时也推荐滔搏 (6110 HK)。对于特步 (1368 HK) 和李宁 (2331 HK)，我们对其基本面反转的前景仍然有所保留，但因为估值便宜，不失为中长线布局选择。

■ 旅游-酒店（12月已下调至中性）

12月的PevPAR复苏率环比11月有所下滑，延续10月底之后弱势，应是受到海外旅游回暖，而令国内消费力减弱的影响。除了ADR复苏率转弱，OCC的复苏率亦转弱，构成低于预期的主因。我们也观察到，高端奢侈酒店表现比较好，中高端和经济型较差。

展望24年一季度和24年全年，因为消费力减弱，我们预期国内休闲旅游增长会放缓，但商务旅游的增长会持续，因为公司和员工仍然要为业绩奔波。不过旅游支出和差旅费的标准下降，会继续利好优质的中高端和经济型酒店。

我们目前只看好性价比高的品牌，对华住（1179 HK）稍为谨慎，对其他品牌较为悲观。

■ 家电（维持看好）

10月和11月家电销售稳健，线上销售增长，而线下销售有所下滑。12月各渠道及品类跌幅开始加剧（包括空调、冰箱、洗衣机）。我们认为一方面是季节性因素，另一方面也有需求减弱的影响，但都是低于预期的。

展望24年，受惠于房地产竣工数量维持增长，需求仍能短暂保持，但我们认为价格战仍然存在，限制了单价的上升，一方面是消费者对于低价产品的需求仍然较强，另一方面是中小品牌的库存较多，仍然需要时间清理。

海外出口方面，经历四季度的去库存后，某些较为畅销的品牌会开始补库存，利好销售增长持续改善，海运费下降，虽然有人民币贬值的帮助，但我们开始要警惕海运费用的见底回升。

所以未来我们持谨慎乐观看法，比较看好出口、低价和空调，受惠于较好的排产数据，以及中央空调的渗透率提升。对小家电仍然审慎。

推荐Vesync（2148 HK）、海信（921 HK）、JS环球（1691 HK），三者估值均偏低，销售和利润增长迅速。我们预计美的（000333 CH）将受益于中低价产品需求提升和潜在的香港上市。

■ 服装（维持看好）

行业来说，12月同比增长比11月有所加速，一方面是因为低基数，另一方面是冬天来得较晚，对销售的刺激较为集中。尽管有暖冬的影响，受惠于社交活动增加，消费者对不同种类的服装需求大幅提升，整体表现好于鞋类和体育类的产品。

虽然消费降级仍然对销售和单价提升有一定影响，但因为服装行业的库存水平也比体育行业更为健康，所以零售折扣压力较少，不同品牌的表现普遍好于预期。

展望24年一季度，考虑到春节旺季，我们认为表现仍将不俗。

我们推荐江南布衣（3306 HK），考虑到其产品力和品牌力持续提升，下半年的表现优于预期，且目前股息率仍然很高，估值具有吸引力。同时也推荐波司登（3998 HK），考虑到公司新产品和TOP策略的执行都很成功。我们也推荐利郎（1234 HK），因为公司过去几年的改革红利逐步显现。

汽车

| 史迹, CFA / shiji@cmbi.com.hk (852) 3761 8728

| 窦文静, CFA / douwenjing@cmbi.com.hk (852) 6939 4751

■ 未来3个月看法谨慎乐观

我们估计12月份整体乘用车零售销量高于我们此前的预测,有望带动2023年全年零售销量增长6%至超过2,160万台;但考虑到燃油车年底的冲量力度超预期,12月新能源车的零售销量或将低于我们此前的预测,预计环比增长13%至约87万台,全年新能源车零售销量同比增长39%至约729万台,全年新能源市场份额提升至34%。

根据我们的渠道调研和电动车的先行指标,目前大部分新能源品牌保持了较好的销售热度,我们预计新能源市场将在春节前保持较好的销量增长。虽然整体终端折扣仍在上行区间,但是考虑到同期原材料价格的下降,我们预计四季度折扣放大对主要车企的盈利能力影响有限。

展望2024年,我们认为竞争、出口和自主品牌市场份额增长仍是汽车板块的主线。我们预计2024年中国乘用车零售销量将同比下滑1.6%,但批发销量将同比增长2%,主要得益于出口销量的快速增长(同比增长25%)。考虑到自主品牌丰富的新车规划,我们预计2024年中国品牌在新能源车和传统燃油车领域都将继续提升市场份额。我们预计2024年中国新能源乘用车零售销量将同比增长22%至约890万台,批发销量将同比增长24%至约1,100万台。随着外观设计差异化减少和底盘设计更加灵活,我们预计新能源车竞争在其他维度(比如智能化)将继续加剧,而技术进步对于增强定价能力至关重要。

投资建议:目前投资者在自主品牌市占率增长的正面情绪和竞争加剧导致销量及利润率下滑的负面情绪之间来回切换。我们认为这种情绪变换还将继续,市场底部可能比预期更长,这使得择时或比选股更加重要。

■ 推荐标的

在电动智能化的趋势下,我们认为新势力相比传统车企更具市场竞争力。三家头部新势力中,我们持续看好**理想汽车 (LIUS/2015 HK)**,理想汽车出色的产品设计能力使其进入良性循环,成为目前唯一盈利的新势力,健康的资产负债表有助于公司在自动驾驶领域实现赶超。我们也推荐投资者关注传统车企的新能源转型,相关标的包括**吉利汽车 (175 HK)**和**长城汽车 (2333 HK/601633 CH)**,考虑到极氪品牌和银河系列的发展趋势,我们认为吉利汽车的新能源车产品组合比同行更具竞争优势。催化剂主要为全新新能源车型的发布和上量、新能源市场份额的提升、以及盈利能力的改善等。

房地产和物管

| 张苗 / miao Zhang@cmbi.com.hk (852) 3761 8910

■ 谨慎乐观

房地产和物管：谨慎乐观，年末销售复苏乏力。12月开发商销售环比表现较11月略有恢复，但仍然弱于预期。根据克而瑞公布的数据，我们追踪的主要开发商销售总额在12月单月同比下跌45%、环比下跌1%，2023年全年销售总额同比跌幅由11M23的-25%收窄至-21%。年末为季节性高点月份，过去5年的12月销售平均环比增速>45%，相比之下23年12月销售复苏动力远不及预期。我们看到一系列宽松政策支撑了销售在23年三季度初的短期恢复，但政策效果随后出现边际衰减基于购房信心仍然不足。高频数据显示，截至1月8日，新房成交周环比下降50%，MTD同比下降37%，环比下降27%；二手房成交则继续表现强劲，周环比上升13%，MTD同比增长28%。我们认为一季度新房销售可能在春节假期前继续表现较弱，由于购买情绪未见明显恢复且1-2月为传统淡季，叠加开发商在去年末强力集中推盘后可售资源较少。二手房市场由价格下跌带来的成交量自然攀升将持续，故我们推荐受益于二手房市场的贝壳、有长期持有价值的华润置地等。

物管企业的中期业绩表现出较为明显的国央企与民企分化，国企由于绝对的母公司资源优势表现稳健，中期业绩符合预期增速，民企在母公司拖累、三方拓展竞争加剧等背景下中期业绩相对国企较弱。由于消费复苏节奏慢于预期，物企增值服务板块恢复节奏也较为缓慢，对1H23业绩形成拖累。我们推荐**华润万象生活**（1209 HK，有近6成收入来自商管板块）、**中海物业**（2669 HK，高业绩兑现度）、**保利物业**（6049 HK，母公司表现优异）、**万物云**（2602 HK，存量领域有绝对竞争优势）、**越秀服务**（6626 HK，母公司增长领先于行业）等。

■ 推荐标的

由于新房购买情绪未见明显恢复信号，二手房成交量受价格下跌的自然支撑，且不断出现的房企暴雷违约和房屋交付问题将挤压更多需求到二手房市场，我们看好最大的受益者贝壳；同时在保交付政策持续推进的背景下，我们看好完工类标的如物管企业**华润万象生活**、**中海物业**、**保利物业**、**万物云**、**越秀服务**等。开发商当中，我们推荐有长期持有价值的**华润置地**等。

传媒文娱

| 黄群 / sophiehuang@cmbi.com.hk (852) 3900 0889
| 许义鑫 / easonxu@cmbi.com.hk (852) 3900 0849

■ 未来6个月看法中性乐观

因降息预期调低、游戏管理办法<征求意见稿>、YY收购协议终止、达达等事件，传媒文娱板块出现阶段性回调。当前板块估值已在历史低位，且充分反映近期风险，我们认为板块在年报业绩前或以区间波动为主（2024 部分公司指引尚不清晰），但随着年中潜在降息来临、指引充分调整、暑期产品供给上行，有望迎来温和修复。文娱行业整体内容监管进入稳态区，微短剧在加强自律中良性高速发展。行业开源节流持续，利润释放、盈利能力改善以及股东回报仍然是主旋律之一，但降本增效空间将从过往人员优化转移到产品内容出新及 AIGC 技术提效。预计头部平台 FY24E 平均利润增速为 18%，对应 FY23-25E CAGR 预计为 17%。子板块业绩分化持续，建议关注防御性较高、第二增长曲线清晰、且业绩向好的海外流媒体、短视频及出海机遇。推荐：奈飞、大健云仓、快手、爱奇艺和同程旅行。

短视频：泛货架增量可期，利润率有望持续上修

在短视频渗透率已>80%后，各大平台进一步聚焦流量提效、场景深化及变现多元化。我们预计 2024 年短视频行业收入将同比增加 22%（其中快手+14%），利润率将持续提升。市占率提升趋势不改，货架电商及本地生活或为 2024 年国内变现重点发力方向，微短剧在监管完善下将迎来稳健有序发展，AIGC 在加强业务场景同时有望通过自研技术路线逐步突破应用赛点。2023 年 11 月抖/快 MAU 分别为 7.54/4.54 亿，时长为 113.7/104.8 分钟（根据 QuestMobile 数据）。我们预计 2024 年 DAU 仍为核心用户指标（预计抖/快 DAU 将同比增长 3%），平台继续深化场景交互、创作者生态，以驱动高质量增长。价格力、流量提效、泛货架将为短视频电商关键词。我们看好长期货架电商空间，预计泛货架 GMV 有望达 3 万亿（占比 40%-50%）。其中，快手泛货架双十一一级入口全面开放，泛货架 GMV 加速增长超 160%，增量可期（2023 年占比约 20%，低于抖音>30%）。抖音在双十一期间加大商城大促力度，叠加商品卡免佣、SKU 扩充、达人宣发加持，商城 GMV 同比增长 119%，我们预计抖音商城 DAU 已超 2 亿，泛货架 GMV 占比>30%，预计该占比在 2024 年升至 40%（商城 30%+搜索 10%）。我们预计短视频广告 2024 年收入增速为 14%，其中抖/快增速达 13%/17%，受益于：1）宏观挑战下效果广告持续获取市占率；2）商城体系和搜索广告带来新场景增量；3）算法优化下链路提效、ROI 提升。

长视频：4Q23 有效播放环比下降，但头部剧集边际改善，憧憬春节档精品内容上线

因电商大促分流等因素，4Q23 长视频流量较为平淡，全网剧集播放量同比下降 12.2%，环比下降 7%。分平台来看，爱奇艺/腾讯视频/优酷/芒果 TV 分别同比-29%/+3%/-11%/+118%。但爱奇艺仍排名第一，剧集播放市占率为 36.5%（vs. 腾讯视频/优酷/芒果 TV 市占率为 31.0%/20.5%/3.3%）。内容层面，爱奇艺独播剧《一念关山》、《宁安如梦》、腾讯视频和芒果联播剧《神隐》在 12 月播放量位居 TOP3（根据云合数据）。其中，古装剧《一念关山》实时播放市占率峰值超 25%。近期，多部头部剧集陆续上线，包括腾讯视频《繁花》（12 月 27 日播出）、爱奇艺《三大队》（12 月 21 日播出）、优酷《龙鸣少年》（12 月 20 日播出）和《你也有今天》（1 月 4 日播出）。《繁花》凭借其强大的导演+演员班底、匠心拍摄、王家卫色彩运镜等视觉冲击，实现热度、口碑、收视、招商全面开花，《繁花》截至 1 月 8 日市占率位居第一为 30.8%（vs. 第二名《神隐》为 12.2%），热度高达 3.1 万。基于爱奇艺 4Q23 头部剧集边际改善，我们看好公司短期业绩韧性（预计 4Q23 利润有望超预期），憧憬春节档剧集增量。其中 2024 年头部剧集《狐妖小红娘月红篇》、《狐妖小红娘竹业篇》、《四海重明》、《念无双》等。

直播：YY Live 收购协议终止已充分反映，关注海外直播企稳复苏及新业务拓展

我们认为市场近期已消化直播行业因内容监管影响下的平台自查及指引疲软。头部短视频平台因前期多轮业务自查调整、分成透明等因素，预计影响程度可控。例如，快手直播自6月起增速有所回落，2H23 指引已下调充分，未来将更加注重健康供给生态建设，发力优质内容垂类与主播培养。而垂类直播平台将积极开拓第二增长曲线，如虎牙将重新配置资源发展游戏业务（游戏分发、道具销售等）。海外直播竞争格局逐步稳定（如中东），且部分地区重拾增长，期待直播流水边际改善及利润率改善。我们认为当前直播标的估值倒挂、部分公司回购分红彰显信心，下行空间有限，潜在温和复苏有望驱动估值中枢上修。建议关注 JOYY 海外直播企稳，以及虎牙游戏业务增量。此外，百度宣布对 YY Live 收购协议终止，我们认为其对 JOYY 现金影响约 10 亿美元（假设较悲观情景），同时考虑 YY Live 潜在利润及估值，当前股价回调已充分反映该事件影响，建议逢低吸纳。

■ 推荐买入奈飞、大健云仓、爱奇艺、快手、同程艺龙

1) 奈飞 (NFLX US)：作为全球头部流媒体平台，奈飞凭借精品原创内容、工业化制作体系及高效投资机构筑高护城河。在经历剪线红利及海外扩张后，我们看好奈飞 AVOD 拓展+付费共享梯度接力，并拉动长期会员增长及利润率提升。在超预期的 3Q23 业绩中，奈飞展现了强劲的会员增长、可观的利润率指引（FY24 运营利润率为 22%-23%，较去年同期增长 2-3 个百分点）及持续增加的自由现金流（从 50 亿上调至 65 亿美元），缓解了市场对内容支出及竞争的担忧。展望未来，我们预计奈飞将在 FY23-25 将实现 11% 的收入 CAGR，24% 的利润 CAGR，其中会员数 CAGR 为 7.6%（受益于海外持续渗透、AVOD 和付费共享拓展）。随着竞争企稳及罢工落幕，有望迎来内容供给恢复及利润率良性改善，建议逢低买入，基于 DCF 目标价为 512 美元（对应 33x FY24E P/E），低于历史倍数 15%。

2) 大健云仓 (GCT US)：作为全球 B2B 大件物流先锋，大健云仓的独特卡位（非标、大件、出海）、低价供应链、高效仓储物流及数字化能力构筑了较高壁垒。我们看好家具出海赛道增长潜力（千亿美元规模）及市场分散格局，公司在宏观不确定性下具备韧性（非内需相关）、且市占率提升空间可期。在卖家拓盘+商品 SKU 双重驱动下，公司内生增长逻辑清晰，预计主站 FY23-25 3P GMV CAGR 为 44%，1P 收入 CAGR 为 18%。后疫情期海运成本回落助力利润率修复。潜在收购也将扩大 1P 规模，并带来长期业务协同。维持买入评级，看好其估值吸引力，高于行业的增速（FY23-25E 利润复合增速为 25%）及多个潜在催化剂。

3) 爱奇艺 (IQ US)：展望 4Q23，我们预计爱奇艺收入同比增长 4%，其中会员订阅同比增长 5%，当中 ARM 环比提升 3%；广告收入预计同比持平。我们预计随着热播剧的上线（例如《宁安如梦》）将支持订阅用户的企稳。未来更多优质内容的输出，包括《一念关山》和《狐妖小红娘》等精品剧集，也将进一步支持 2024 年业绩。我们看好爱奇艺利润提升趋势，预计 4Q23 Non-GAAP 运营利润为 9.08 亿元人民币。市场对短剧竞争较为关注，但我们认为由于用户群体的差异化和监管加强，短剧对爱奇艺的影响十分有限。买入评级，维持 8.6 美元目标价（17x FY24E P/E）。

4) 快手 (1024 HK)：看好广告份额提升、电商韧性增长及利润释放。我们认为快手是为数不多的在宏观挑战下依然能够在多个季度持续超预期并上调指引，同时实现电商高速增长及利润率改善的标的。短期，我们预计 4Q23E 业绩向好，收入预计同比增长 15%，净利润为 28 亿元人民币（高于市场预期 9%）。“双 11”强劲增长驱动下（在主要平台中 GMV 增速最快），预计电商 GMV/其他收入在 4Q23 同比增长 29.5%/40%。广告将在 4Q23 实现高于行业增长（预计同比增长 20%）。中长期看，我们看好快手电商长期增长空间，源于月活跃买家渗透率提升、流量运营提效和货架电商推动，且利润上修空间可期。目标价为 97 港元。

5) 同程艺龙 (780 HK) : 尽管 4Q23 是旅游淡季, 我们预计公司稳健势头能够在 4Q23 得以延续 (预计收入同比增长 87%, 净利润为 4.7 亿元人民币), 主要受益于考试房需求和十一黄金周份额提升。展望 2024 年, 我们认为同程具备较强的增长预见性, 预计收入同比增长超 20%。长途游和国际游的复苏将进一步拉动增长。维持“买入”评级, 基于 DCF 目标价为 25.1 港元 (对应 FY23/24 24 倍/21 倍市盈率)。

■ **风险提示:** 地缘政治风险; 宏观恢复或慢于预期; 竞争格局恶化; 内容监管收紧。

保險

| 馬毓澤 / nikama@cmbi.com.hk (852) 3900 0805

■ 謹慎樂觀，看好財險穿越週期的防禦屬性；壽險靜待資產端回暖

歷經 2023 年板塊由資負共振至相對分化，估值邏輯由去年上半年市場關注頭部險企負債端的承保分化至下半年嚴監管趨勢疊加資產端預期下行，帶動板塊估值回落。展望 2024 年，我們認為當前中資壽險板塊的估值核心邏輯仍在資產端預期的修復，板塊個股處於超跌狀態；而負債端中長期增長拐點已現，未來壽險新業務價值增長將更多以新單保費的高速增長驅動向以新業務價值率的提升驅動轉變；銀保“報行合一”的落地對渠道新單保費銷售的影響亦逐步被消化。預計一季度險企新業務價值仍有望實現正增長，基本面修復將帶動板塊交易情緒回暖，成為板塊估值企穩回升的催化劑。

我們預計一季度开门红銷售在去年較低基數的基礎上實現正增長。渠道方面，個險渠道自去年下半年起，各險企規模人力已基本企穩，核心績優隊伍的產能大幅提升，疊加險企內部主動優化管理，對隊伍增員、展業及獲客等培訓方面做足準備；銀保新單保費銷售的影響亦在四季度被逐步消化。我們預計 2024 年开门红期間各大險企將在個險及銀保雙渠道發力，推動一季度行業保費收入實現中高單位數正增長；短期關注 3 月 1 日起將實施的個險代理人分級銷售對個險人力局級產生的波動影響；二季度個險新單保費在同比高基數上將略有下降，帶動新業務價值增長相對承压。銀保代銷收入作為銀行中收的重要來源，在當前降準降息、投資收益淨值波動的大背景下，保險的剛兌屬性較定存及理財、資管產品等仍具備吸引力。我們預計銀保渠道保費收入增速回歸穩健，費率下調有望帶動產品價值率顯著回升，料對銀保 NBV 貢獻率高的險企，如太平、人保壽險的影響更為顯著。

產品方面，分紅險及個稅遞延型養老年金產品銷售有望進一步提升。供給側的豐富將更好地滿足居民財富管理傳承、資產長期配置及養老的需求；同時降低險企負債端的剛性成本壓力，利好險企承保利潤。截至 12 月初，個人養老金保險產品數量已擴容至 99 款，其中專屬商業養老保險有 11 款、兩全險 14 款、年金險 74 款中 44 款為個稅遞延型養老年金產品，占比近 60%。展望 2024 年，我們認為低負債成本和高營運效率，帶動低資本消耗的頭部壽險龍頭更值得關注，考慮行業的 Beta 屬性，偏好壽財險業務均營的險企優先於純壽險標的，推薦關注中國太保（2601 HK）。

財險方面，我們認為三季度受大災賠付影響，承保綜合成本率的底部已現，中長期看好車險保費穩健增長及非車結構進一步优化的增量空間。我們預計車險保費增速將有望回歸“量增”中樞，即機動車保有量近 6% 的增速水平；非車業務結構進一步优化，承保利潤仍有廣闊的探索空間。頭部險企有望凭借優於同業的風險勘測及數據定價模型，實現事前預警、事中管控、事後賠償的全流程優化管理，控制承保綜合成本率穩定在合理區間。展望 2024 年，上半年政策類業務如農險、健康險有望在中央經濟工作會議中所強調的“做好五篇經濟文章”的基調下進一步發力，伴隨高賠付、低利潤業務如信用保證險、雇主責任險的逐步降低，创新型險種如家財險、网络安全險等的開發，承保業務拓展的增量空間可期。預計上市險企非車業務的承保綜合成本率保持穩中有降，人保財、平安財和太保財三家在全年維持承保盈利。財險行業得益於以一年期為主的短週期業務屬性，對經濟週期的敏感性更低；在新會計準則的實施下，公司資產負債久期管理的壓力相對更小，高股息標的成為中長期配置提供防禦性邊際，看好龍頭險企的股東背景、穿越週期的業務屬性及業務增量空間。

投资建议方面，我们认为当前保险行业整体出清的趋势延续，港股板块估值延续低位徘徊，股价对应 0.1-0.4 倍 FY24E P/EV，严重超跌。资产端相对弱的预期仍是制约中资险企股价回升的重要原因。重点推荐财险行业龙头**中国财险 (2328 HK)**，2023 年有望实现年初制定的车险 97%、非车 100%承保综合成本率的目标，EPS 回升带动净资产增长，为公司股价回升提供基本面支撑。此外，公司资本充足，核心偿付能力充足率维持在 190%以上（截至 2023 年三季度，公司核心偿付能力充足率为 195.44%）；去年 3 月发行 120 亿元的资本补充债用于补充资本金，有望维系兑现近 40%的高派息比例，为当前经济周期中的绝对投资收益提供防御边际。预计公司未来三年的 ROE 维持 12%-14%。目前公司股价交易于 0.8x FY24E 市净率，具备向上反弹空间；重申“买入”评级，目标价 11.7 港元，对应 1.0x FY24E 市净率。

资本品

| 冯键嵘, CFA / waynefung@cmbi.com.hk (852) 3900 0826

■ 工程机械/重卡

尽管我们相信海外渗透仍是中国设备制造商的长期结构性增长动力，然而经历了过去 2-3 年的强劲增长后，我们预计总体海外扩张之路在 2024 年将会放缓，尤其考虑到海外竞争对手的供应链瓶颈已逐步恢复正常。我们继续预期高基数效应下，总体出口将继续面对压力。另一方面，近期中东的地缘政治局势紧张而导致海运费大幅上升，如果局势持续将对出口主导的工程机械公司一季度的毛利率带来压力。

国内方面，数据仍然疲弱，跟工程项目新开工关系较大的挖掘机以及对房地产施工比较敏感的塔式起重机 11 月份销售跌幅扩大。尽管我们预计随着刺激政策密集出台，国内需求将会出现边际改善，但预计改善幅度有限。

重卡继续是我们目前最看的细分板块，2023 年重卡销售量同比上升 35%，主要由强劲天然气重卡以及出口拉动。历史上，重卡保有量增长与中国 GDP 增长高度相关。我们预计 2024 年中国经济增长（招银国际预测：4.8%）将拉动重卡保有量以相若速度增长。这加上替换需求恢复，我们预计 2024 年重卡国内销量将同比增长约 14%。海外方面，我们预计 2024 年重卡出口销量将同比增长 18%。产品结构方面，我们预计天然气重卡占比将维持在总销量的 25%-30%。

图 4：国内工程机械下游需求分布

工程机械类别	基建	房地产	采矿	制造
挖掘机	高	中	低	低
轮式装载机	中	低	高	低
汽车起重机	高	低	-	低
塔机	-	高	-	-
混凝土机械	中	高	-	低
煤炭机械	-	-	高	-
矿用车	-	-	高	-
高空作业平台	中	低	-	高

资料来源：招银国际环球市场

投资建议：短期以配对交易为主

我们继续重点看好潍柴动力（000338 CH/2338 HK，买入），看好公司受惠于重卡的上升周期以及在新业务持续突破；我们也重点看好浙江鼎力（603338 CH，买入）在高空作业平台新产品持续突破海外特别是美国市场；看好三一国际（631 HK，买入）物流装备和大型矿车海外增长，此前的股价下跌提供理想的买入机会。另一方面，我们认为市场对三一重工（600031 CH，持有）的盈利复苏预期过度乐观，我们认为是对冲之选。

能源 - 电力运营商、城燃

|夏徽, CESGA / meganxia@cmbi.com.hk (852) 3900 0836

■ 电力运营商：看好火电以及新能源电力运营商，保持乐观

装机情况：据国家能源局数据，2023年1-11月我国累计电力总装机容量达到了2,853GW，同比增长13.6%。其中，太阳能发电装机容量累计约558GW，同比增长49.9%；风电装机容量累计约413GW，同比增长17.6%。火电装机容量累计1,379GW，同比增长4.3%。

1-11月电力新增装机量达到28,310万千瓦，同比增长13,733万千瓦。其中火电新增装机量同比增长1,322万千瓦。风电新增装机量同比增长1,887万千瓦。光伏新增装机量同比增长9,817万千瓦。预期风光装机有望持续高增长，上游成本下降，整体装机有望维持稳定增长。

利用小时数：1-11月份，全国发电设备的平均利用小时为3282小时，同期略有减少94小时。其中太阳能的利用小时数减少，而火电和风电的利用小时数增加。太阳能发电的利用小时数同比减少42小时；火电的利用小时数同比增加61小时；风电的利用小时数同比增加21小时。

电源投资：1-11月份，全国主要发电企业电源工程完成投资7,713亿元，同比增长39.6%。其中，太阳能发电3,209亿元，同比增长60.5%；风电为2020亿元，同比增长33.7%。火电完成835亿元，同比增长13.3%。预期风光投资保持相对高增速。

用电和发电：在供需方面，1-11月全社会用电量为8.37万亿千瓦时，同比增长6.3%。其中，第一产业和第三产业用电增速同比保持较高，分别达到同比增长11.5%和11.3%。全社会发电量为80,732亿千瓦时，同比增长4.8%。11月份，发电同比增长8.4%，增速比10月加快3.2%。11月份火电光伏发电增速加快，风电由降转升。水电增速下降，核电降幅扩大同比下降2.4%。火电同比增长6.3%，水电同比增长5.4%。风电同比增长26.6%（10月份为下降13.1%），太阳能发电同比增长35.4%增速环比提高20.1%。风光资源改善明显，影响风光发电。

电价：电力市场化改革持续推进，电价有望小幅稳中提高。在广东电力市场上，截至2023年11月22日，广东电力现货日前市场成交周均价为506元/兆瓦时，周环比上升7%，周同比上升19%。

火电-动力煤价格：根据CCTD和万得数据，12月国内动力煤秦皇岛5500价格为约920元/吨，周环比下跌。长协煤价格为710元/吨，月环比下降。秦皇岛港口煤炭库存2024年1月5日数据为585万吨，同比12月库存有明显下降，但是有小幅上扬。冬季2023年12月以及2024年1月的内陆17省区和沿海8省区煤炭库存变化相比前三年变化更大。4Q23整体港口库存呈反弹后回落，动力煤价格有向上支撑。但是预期1Q24整体震荡运行，预期下游工业用电将回落，终端日耗有限，价格大幅上扬概率不大。内陆地区，动力煤库存虽有下降，但是仍保持往年库存较高位置。电厂需求预期下降，内陆动力煤价格震荡运行，采购意愿和市场情绪不高。预期2024年初Q1动力煤价格整体震荡，有向上支撑但是受到需求和库存抑制。

我们认为中长期火电不仅局限于成本下降，更应该重视盈利与扩表周期的行业重估，预期容量电价具体政策内容出台实施有望利好火电运营商。短期港口库存冬季下降，动力煤价格小幅上扬，但是整体需求预期稳定，火电成本大幅反弹机会不大。政府多次强调火电在民生用电保供和支持经济平稳发展中的作用，是用电高峰期保供的能源保障和压舱石。

新能源-风机/光伏组件价格:

2023年风机价格大幅下降，风机制造商为了抢占市场份额，出现价格战价格不断下滑。风机价格最低跌破千元。虽然Q3、Q4价格出现小幅反弹回升，但是预期2024年整机制造商竞争激烈将持续。1Q24风机价格维持相对低位仍持续，部分可能受到向上支撑。预期总体较低风机成本利好风电运营商风电装机稳步加速，助力实现十四五目标。

2024年1月初光伏组件价格依旧徘徊低位。主流现货182单玻均价在0.96元/W左右，210单玻均价在1元/W。组件价格持续走弱。短期预计组件库存仍有压力，价格维持低位。进入1Q24，我们预期组件价格仍然维持低位，有利于下游光伏电力运营商新增装机项目IRR提升，装机积极性提高。

我们对火电以及新能源电力运营商乐观，看好华润电力（836 HK）。我们预期公司全年火电业绩表现良好，火电业务的成本和利润在2023年得到改善。2024年火电业务在容量电价的政策具体内容措施出台后，也会受益其中。原因是：1) 积极签订长协煤合同，履约率预期有所提高；2) 基于电力市场改革电价政策持续优化，多地电力市场成交价均实现20%顶格上浮。新能源业务方面，公司管理层给予2023年指引实现7,000MW的风光新增装机容量。下降的上游成本会使得更多的项目符合公司的投资和建设标准。此外，公司宣布其新能源业务分拆到A股上市，将帮助公司实现2025年40GW风光累计装机目标。分拆后释放新能源业务潜在价值，有利于提高整体估值。稳定的派息具有吸引力。

风险提示：1) 煤炭成本反弹超预期；2) 装机增速不及预期；3) 上网电价下滑；4) 发电量浮动，火电和风电发电短期受到水电发电增长和风资源波动等影响。

龙源电力（916 HK/001289 CH）：我们认为公司业绩表现良好，目前估值具有吸引力。第一，前三季度公司获得新能源指标和累计取得开发指标良好，有利公司在十四五期间实现新增新能源装机30GW的目标。此外，光伏控股装机增长明显，最新组件平均采购价格下降到1.3元/W，有助于光伏项目IRR提高。第二，公司积极开展老旧风机改造，龙源电力运营风电项目将近30年，1.5兆瓦以下老旧风机占到70%。公司将积极抓紧政策窗口期对符合条件的老旧风机进行等容增容改造。第三，积极开展绿电绿证交易获得良好收益。第四，公司公布港股回购计划彰显管理层对公司发展信心。

风险提示：1) 上网电价波动；2) 装机增速慢于预期；3) 国补回收不及预期；

三峡能源（600905 CH）：我们认为公司有良好的增长潜力。1) 三峡能源计划于2023年实现光伏和风电新增装机容量5,000兆瓦，同比增长42%，光伏装机将有明显提速。预期2024年风电光伏装机表现良好持续。2) 我们预计风电和光伏上游成本降低，以及技术和效率提高导致的技术成本下降，会提高三峡能源新增新能源风光项目的内部收益率，从而进一步提高三峡能源的装机意愿和利润。3) 预期上网电价同比相对稳定。4) 回购计划彰显公司信心。

风险提示：1) 会计准则调整计提折旧增加；2) 装机增速慢于预期；3) 上网电价波动。

■ 城燃板块：保持中性乐观

板块整体：城燃板块小幅反弹，部分头部企业基本面表现好于市场预期，估值具有吸引力。2023年11月，中国天然气表观消费量349.8亿方，同比上升9.4%。整体天然气需求有反弹。此外，预期2024年整体气源供给持续改善，天然气供应相对良好，为下游天然气消费提供支持。用气需求对经济恢复情况可能部分改善。预期2024年整体气价成本和居民顺价政策将持续改善，利好毛差优化。

整体基本面我们保持中性乐观，原因是：

行业：中国天然气需求仍待恢复，气源供给改善

1) 气价：国际天然气价格大幅回落。2023年12月，荷兰TTF月度现货价格为约11.27美元/百万英热，环比下降22%，同比下降超过50%。荷兰TTF1月5日现货价格为11.08美元/百万英热，预期TTF价格短期呈下降趋势。美国Henry Hub 2023年12月现货平均价格为2.51美元/百万英热，2024年1月5日为2.75美元/百万英热，同比下降27%。我们预期美国HH现货价格短期2024年Q1反弹动力不高。中国现货(DES) 2023年12月为12美元/百万英热，同比下降超60%。我们预期2024年Q1国际气价维持相对低位震荡，向上动力不大。

国内天然气价格：截至2024年1月5日，上海石油天然气交易中心LNG出厂价格全国指数上升到5,899元/吨，比起12月份小幅回落。预期1Q24整体气价同比回落，气价成本同比优化。

2) 气源供给：根据海关总署数据，2023年11月，中国天然气产量同比上升5.6%为199.4亿方。天然气进口量同比增长6.1%到1095万吨，进口增速同比回落10个点。1-11月份，生产天然气2,096亿立方米，同比增长6.0%。进口天然气10,740万吨，同比增长8.5%。我们预期短中期以及2024年供应趋稳。

3) 天然气需求：2023年11月，全国天然气表观消费量349.8亿方，同比上升9.4%。整体天然气需求有反弹，冬季需求部分提升但是弱于往年。接下来，我们预期2024年整体有望持续改善，随着经济表现改善，预期带动整体用气需求。

城燃企业分析：

1) 销气量：城燃企业2024年预期整体销气量根据经济恢复预期改善，居民用气和商业用气上半年同比增长良好。我们对城燃1Q整体销气量改善和销气收入及利润增长持中性谨慎乐观。

2) 毛差：2024年一季度预期上游签署成本小幅下调，居民顺价措施陆续实施。陆续各省份快速出台相关居民顺价政策。积极顺价措施有望改善城燃顺价和毛差情况，我们对全年毛差改善保持乐观。

3) 接驳业务：基于地产趋势，城燃企业给出接驳指引均较保守但符合预期。

4) 增值业务：Q1预期整体增值业务增长相对稳定，经济持续恢复增长，利好增值业务持续向好，包括炉具销售、保险销售等。

5) 新能源业务：城燃企业将进一步加速对于新兴业务的布局，包括分布式电力和综合能源业务，有望成为城燃企业业务第二增长动力。

综上，我们对城燃板块保持谨慎中性乐观。**华润燃气(1193 HK)**估值具有吸引力，预期2024年1Q工商业用气需求持续改善。居民顺价持续推进，整体毛差有望持续改善。优质项目优势明显，增值业务增长潜力大。风险提示：1) 居民顺价进度不理想；2) 接驳业务低于预期。3) 工业用气需求恢复不及预期。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场或其他关联机构曾在过去12个月内与报告内所提及发行人有投资银行业务的关系。

招银国际环球市场投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际环球市场并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决策。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取行动而引致之任何直接或间接的、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场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。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应以通过美国注册的经纪交易商进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构属制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。