

策略观点

中国新一轮政策反应

- **宏观：**中国对近期市场下跌做出新一轮政策反应，包括规范减持与卖空、进一步降准和2月可能下调LPR。市场预期三方面政策信号：大幅降息、大规模对家庭财政转移支付、大力推进市场化导向的结构化改革。目前政策力度仍弱于市场预期。美国经济依然超预期，美联储首次降息时点或推迟至5月。
- **科技：**乐观。年初至今科技板块回调幅度较大，我们认为跌幅明显偏离基本面，建议关注业绩稳定、需求持续回暖和估值合理的板块和公司。景气度上，海外科技龙头 4Q23 业绩向好，数据中心需求强劲，消费电子需求持续复苏，AI PC/手机/汽车新品发布、MR 创新周期和 AI 服务器高速增长，整体科技产业处于逐步回暖阶段。展望 1Q24，随着终端需求复苏和新品发布，行业创新正在加速，看好上半年 Vision Pro / 折叠机/AI PC 带动新一轮景气周期。建议关注 AI/MR 终端创新、需求/库存改善和国产替代三大投资主线，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。一月行情正如此前所料，AI 主题持续升温，相关龙头标的表现亮眼，而其他主题相对表现较弱。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，SIA 预测全球半导体销售收入在 2023 年下降 8.2%之后，将于 2024 年增长 13.1%。我们维持之前的几条主线推荐：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。首选标的为韦尔股份（603501 CH，买入）和卓胜微（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，因电信运营商财务上有高可见性、稳定的现金流、高股息率、较不容易受国际形势影响等优势，我们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。在经济及消费复苏出现较为确定性的趋势之前，行业股价表现或维持低位震荡，但流动性承压环境下股价的快速下跌或已经较为充分的反应了市场的悲观情绪。伴随维护市场稳定举措持续出台，情绪修复或有望带动板块估值修复，而在整体经济弱复苏、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

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

贺赛一, CFA

陶冶

陆文韬, 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

购以强化股东回报。我们的股票推荐为：腾讯、阿里巴巴、拼多多、百度、腾讯音乐。

- **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、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。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）。消费两极化可能会进一步下沉。内消方面，我们偏好于业绩透明度较高的食品饮料公司，推荐贵州茅台 (600519 CH)，维持农夫山泉 (9633HK)、伊利股份 (600887 CH)的“买入”评级。海外奢侈品近期反弹至平均 17x EV/EBIT，行业估值仍略低于长期平均。我们预期板块反弹后短线或因上半年增长放缓瓶颈而出现调整。但若全年先低后高的格局不变，我们建议投资者在上半年的调整期内逢低配置。推荐新秀丽 (1910 HK)、普拉达 (1913 HK)。
- **可选消费：**短线（未来三个月看法维持中性）。从复甦率来说，相比12月，1月的表现没有明显改善。从同店来说，普遍压力巨大，一方面是春节时间较晚，另一方面是基数很高，所以负经营杠杆大概率会出现。从行业来说，体育用品和餐饮都低于预期，旅游-酒店、家电和服装则符合预期。展望24年1季度，我们1)看好服装，原因是近2月降温明显，2)看好家电，原因是海外销售增长加速的同时，国内销售增长或会转正，3)旅游-酒店，因为今年春节出游需求比去年强劲，也许会有短暂行情，4)我们认为体育用品的折扣的拐点可能会在1季度后出现。中场线来说，目前估值非常便宜（仅在13倍，对比8年平均的20倍），我们认为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)。
- **汽车：**我们估计1月份整体乘用车零售销量略微高于我们此前的预测，而新能源车零售销量有望与我们此前的预测持平（67万台），新能源市占率环比降至约30%。根据我们的渠道调研，1月主要新能源品牌的进店和订单情况环比表现出双位数的下滑，可能预示春节后行业的销量恢复会相对比较温和；行业终端折扣环比有所扩大，特别是对于自主品牌。但我们认为今年头部车企的盈利弹性或会好于预期。近期汽车板块股价累积了较大幅度的回调，现在的行业估值具有吸引力。持续看好行业变革中的引领者，首推理想汽车（LIUS/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。1月开发商销售同比降幅较23年12月略有收窄但仍然弱于市场预期。融资端方面，看到监管出台多项支持政策并积极推进落地，政策意图的转变及实施落地的力度均超出了市场预期。需求端方面一线城市积极优化限购政策而由于政策落地时间尚短且临近春节，部分刚需、改善型需求可能不倾向在该时间窗口做出买房等重大决定，所以政策效果存在一定程度的滞后。总体我们认为，由于融资端政策实施力度超预期及需求端政策效果滞后可能为节后销售（尤其3-4月）提供支撑，板块在节后或迎来阶段性的温和修复。选股方面，由于二手房成交量受价格下跌的自然支撑，我们推荐最大的受益者贝壳；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。开发商方面，短期我们看好可能受融资端政策支持更多的万科、龙湖等市场情绪分水岭企业及最快受益于广州优化政策的在该城土储占比高达40%的房企；长期我们看好

基本面较健康、23年拿地强度较高的的房企如建发国际、华润置地、中海地产、绿城中国等。

- **传媒文娱：**中性乐观。受市场流动性、外围风险、业绩预览等因素影响，1月港股及中概文娱板块震荡筑底，海外流媒体、大件出海、OTA细分赛道呈现韧性上涨。我们重申此前观点：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。短期来说，我们建议关注2月春节档内容释放、春运OTA强劲增长、3月年报业绩下的交易性机会，中长期看好防御性较高、第二增长曲线清晰、且业绩向好的海外流媒体及出海机遇。子板块业绩分化持续，推荐：奈飞、大健云仓、同程、快手和爱奇艺。
- **保险：**中性乐观。看好财险逆周期防御属性；寿险资产端有望随大市反弹带动估值向上。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。短期内资产端回暖仍是板块估值修复的核心因素，近期一系列监管政策的出台有助于权益市场回暖；中长期看无风险利率中枢走势，我们认为未来板块情绪的修复将与个股基本面企稳回升同步。

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上半年，我们认为1) 寿险行业在“报行合一”的监管趋势下，新业务价值增长将由新单保费快速增长驱动向产品价值率提升驱动转变；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或有所回落；2) 代理人分级销售的实施有望进一步提升核心业绩人力产能，推动个险新业务价值增长；3) 财险板块车险费用竞争趋缓，利好行业整体费用率水平下行，竞争更趋良性。我们维持行业车险保费增速同步于新车保有量增速为6%，新能源车市占率的进一步提升有望带动增量业绩，龙头险企竞争优势更凸显；4) 非车结构优化，高赔付、低承保利润业务被主动压降，为非车实现承保盈利提供空间。维持板块优于大市评级，重点推荐中国财险(2328 HK)、基于公司作为财险龙头、是目前业内第一且唯一一家实现新能源车险承保盈利的险企、为未来车险业务发展提供增量稳定性；非车板块亦将于23年首次实现承保盈利。公司的财务表现稳健，近三年ROE维持在12%-14%，派息率近40%，在经济下行周期中提供防御边际。

- **资本品：短期继续看好重卡：**重卡继续是我们目前最看好的细分板块，1月份中国重卡销量（内销+出口）在低基数下同比增长87%至约9.1万辆。另一方面，我们对工程机械维持较保守的看法，近期卡特彼勒(CAT US, 未评级)发布的2024年经营指引好坏参半，预计今年全球范围只有北美和中东地区营收比较强劲。我们继续看好潍柴动力(2338 HK/000338 CH, 买入, 行业首选)天然气发动机带动市场份额的增长，以及中国重汽(3808 HK, 买入)的出口驱动增长潜力；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。
- **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年电力累计装机同比增长13.9%到29.2亿千瓦，其中太阳能发电和风电装机同比增长明显，分别同比增长55.2%和20.7%。风光投资增速良好，火电投资同比增长稳定。2023年全行业电力投资增速为30.1%。火电同比增长15%。2023年发电同比增长5.2%。风资源光资源向好，风电光伏发电良好，增速有部分回落。核电同比下降扩大，水电增速放缓。火电发电量同比增长9.3%，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)，我们预期业绩良好，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 2023 年中国天然气表观消费量 3945.3 亿方, 同比上升 7.6%。国产气供给和进口同比上升。我们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, 4Q 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
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	28.90	45.90	59%	15.2	11.1	2.0	14.3	0.3%
小米集团	1810 HK	科技	买入	12.62	20.25	60%	15.7	14.7	N/A	11.5	0.0%
立讯精密	002475 CH	科技	买入	28.94	47.00	62%	18.7	14.8	N/A	10.9	0.0%
中际旭创	300308 CH	半导体	买入	127.00	136.00	7%	59.6	43.8	7.5	15.5	0.2%
韦尔股份	603501 CH	半导体	买入	87.19	117.50	35%	122.8	35.4	N/A	4.5	0.0%
卓胜微	300782 CH	半导体	买入	98.03	174.00	77%	43.8	33.7	5.3	12.2	0.2%
闻泰科技	600745 CH	半导体	买入	34.61	68.00	96%	16.0	12.6	1.0	6.8	0.0%
生益科技	600183 CH	半导体	买入	15.00	20.39	36%	N/A	N/A	N/A	9.8	0.0%
金蝶国际	268 HK	软件&IT服务	买入	7.91	15.10	91%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
腾讯	700 HK	互联网	买入	287.20	465.00	62%	16.4	13.9	N/A	15.4	0.0%
拼多多	PDD US	互联网	买入	126.66	142.60	13%	23.2	17.6	N/A	41.4	0.0%
百度	BIDU US	互联网	买入	103.17	195.70	90%	9.6	9.4	0.6	9.0	0.0%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	70.78	137.10	94%	8.2	7.5	0.9	8.5	0.0%
腾讯音乐	TME US	互联网	买入	9.49	9.75	3%	18.7	17.1	N/A	9.9	0.0%
百济神州	BGNE US	医药	买入	142.88	295.67	107%	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
信达生物	1801 HK	医药	买入	34.70	57.35	65%	N/A	N/A	4.8	N/A	0.0%
迈瑞医疗	300760 CH	医药	买入	297.38	383.83	29%	31.0	26.0	9.8	33.7	1.8%
国生堂	2273 HK	医药	买入	38.75	70.77	83%	29.2	21.2	N/A	12.9	0.0%
贵州茅台	600519 CH	必选消费	买入	1706.00	2219.00	30%	29.2	23.6	10.0	35.6	1.5%
伊利股份	600887 CH	必选消费	买入	28.18	33.40	19%	16.8	15.4	3.2	20.2	4.6%
农夫山泉	9633 HK	必选消费	买入	43.15	57.80	34%	40.1	32.5	17.1	43.2	1.9%
新秀丽	1910 HK	必选消费	买入	23.35	30.60	31%	11.2	9.8	N/A	27.0	0.0%
普拉达	1913 HK	必选消费	买入	48.65	64.50	33%	22.8	19.7	N/A	16.4	0.0%
周大福	1929 HK	必选消费	买入	11.28	18.60	65%	13.5	12.0	N/A	26.4	0.0%
名创优品	9896 HK	可选消费	未评级	31.85	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	1.38	1.80	30%	16.1	43.8	N/A	8.4	0.0%
海信	921 HK	可选消费	未评级	20.00	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
安踏	2020 HK	可选消费	买入	69.55	109.99	58%	17.6	14.3	N/A	30.7	0.0%
滔搏	6110 HK	可选消费	买入	5.56	9.23	66%	14.2	11.4	3.1	22.7	5.1%
Vesync	2148 HK	可选消费	买入	4.28	6.70	57%	8.8	7.1	1.8	23.0	3.6%
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	10.52	14.30	36%	6.9	6.1	N/A	34.1	0.0%
九兴	1836 HK	可选消费	未评级	9.95	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	64.50	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
理想汽车	LI US	汽车	买入	30.50	45.00	48%	47.7	34.8	N/A	17.9	0.0%
长城汽车	2333 HK	汽车	买入	8.37	13.00	55%	8.4	7.8	N/A	11.2	5.3%
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	8.04	14.00	74%	16.4	12.5	N/A	6.2	2.2%
华润万象生活	1209 HK	房地产	买入	22.35	46.94	110%	16.1	13.3	N/A	19.3	0.0%
越秀服务	6626 HK	房地产	未评级	2.44	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	27.15	57.31	111%	10.0	8.6	N/A	16.9	0.0%
万物云	2602 HK	房地产	买入	18.44	44.10	139%	8.8	7.2	1.7	10.9	3.9%
中海物业	2669 HK	房地产	未评级	5.41	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
建发国际	1908 HK	房地产	未评级	12.34	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
中海地产	688 HK	房地产	买入	11.52	27.90	142%	4.3	3.7	0.3	7.3	7.3%
绿城国际	3900 HK	房地产	未评级	6.24	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0%
华润置地	1109 HK	房地产	买入	23.95	45.10	88%	4.9	4.4	0.6	13.3	0.0%
奈飞	NFLX US	传媒文娱	买入	558.53	613.30	10%	32.5	26.4	9.3	32.7	0.0%
快手	1024 HK	传媒文娱	买入	42.75	97.00	127%	20.7	13.6	N/A	9.1	0.0%
太健云仓	GCT US	传媒文娱	买入	29.70	30.00	1%	14.3	11.7	5.4	39.6	0.0%
同程旅行	780 HK	传媒文娱	买入	16.44	25.10	53%	15.6	13.6	2.0	9.2	0.0%
爱奇艺	IQ US	传媒文娱	买入	3.37	8.60	155%	8.2	6.7	15.3	18.4	0.0%
中国财险	2328 HK	保险	买入	9.61	11.70	22%	7.6	6.1	N/A	11.8	5.2%
潍柴动力	2338 HK	资本品	买入	14.14	N/A	N/A	13.3	11.1	1.4	11.3	2.6%
浙江鼎力	603338 CH	资本品	买入	59.24	70.00	18%	17.7	15.3	3.5	21.7	1.1%
中国重汽	3808 HK	资本品	买入	18.64	22.50	21%	9.4	7.6	N/A	13.3	0.0%
华润燃气	1193 HK	能源	买入	22.45	34.10	52%	8.4	7.0	N/A	11.0	6.0%
龙源电力	916 HK	能源	买入	4.76	10.09	112%	4.7	4.0	N/A	10.7	4.3%
华润电力	836 HK	能源	买入	15.98	23.27	46%	6.1	5.1	N/A	14.6	0.0%
三峡能源	600905 CH	能源	买入	4.58	6.24	36%	14.8	12.4	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

■ 中国开始新一轮政策反应，但很难满足市场预期

市场和信心持续下挫倒逼新一轮政策反应。2024年以来中国股市在低位进一步下挫，市场信心进一步走弱，倒逼政策部门出面喊话，预示可能开启新一轮政策宽松。1月22日国务院常务会议提出，要采取更加有力有效的措施，着力稳市场、稳信心。1月24日，央行官员表示将于2月5日降准0.5个百分点，并暗示将择机推动LPR下行，进一步降低存款利率，配合城市政府降低房贷利率下限。我们预计2月LPR可能下调10或20个基点，二季度可能进一步下调存款利率，下半年可能再次降准25个基点并下调LPR约10个基点，首套房贷利率或进一步下降。同日，证监会官员表示，将加强投资者保护，提升上市公司质量，鼓励上市公司通过回购注销、加大分红等方式更好回报投资者，支持上市公司注入优质资产、市场化并购重组等，巩固深化常态化退市机制。国资委官员表示，将把市值管理成效纳入央企负责人考核，引导央企通过增持、回购等手段稳定预期、加大现金分红力度，更好回报投资者。

但政策反应力度可能难以满足市场预期。市场预期看到三方面政策积极信号：一是大幅度降息，尤其是按揭贷款利率；二是大规模增加财政对家庭部门转移支付，提振消费需求；三是大力度实施市场化导向的结构化改革。但新一轮政策反应力度很难满足市场预期。目前政策核心目标是高质量发展、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风险。宏观政策强调逆周期和跨周期调节相结合，含意是既要考虑眼前又要顾及长远，不会实施大规模宽松政策。积极财政政策强调适度加力，在保障改善民生方面，强调尽力而为、量力而行，预示不会大规模刺激消费需求。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1万亿元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1万亿元的一半）。预计今年地方政府新增专项债额度超过去年的3.8万亿元达到4万亿元左右，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。货币政策需要平衡稳增长目标与稳汇率、稳银行息差、防止资金空转等其他目标，大规模宽松意愿不足，可能延续适度宽松态势。

■ 经济小幅改善

1月经济活动放缓。1月中国制造业PMI小幅上升，但连续第四个月处于收缩区间。生产指数小幅改善，但新订单和出口订单指数显示需求持续收缩。库存和原材料采购指数延续在荣枯线以下，显示企业加库存意愿较低，因需求前景不振。服务业PMI重回荣枯线之上，但建筑业PMI有所下滑。制造业和服务业出厂价格指数进一步收缩，显示1月通缩压力依然较大。就业形势仍比较严峻，因解决80%就业的民营企业信心疲弱。一财高频经济活动指数从去年12月的0.97降至今年1月的0.93。

经济增速或先降后升。我们预计GDP增速从去年4季度的5.2%降至今年1季度的4.2%，2季度或升至5.5%，3季度和4季度可能分别达到4.5%和4.8%，全年GDP增速为4.8%，低于去年同比增速5.2%，但高于2022-2023年两年平均增速4.1%。2024年通缩将有所缓解，GDP平减指数可能从2023年的-0.5%升至2024年的0.7%。预计名义GDP增速可能从2023年的4.6%升至2024年的5.5%。

通缩逐步缓解，但通缩压力仍存。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增速将分别从2023年的0.3%和-3%升至2024年的1%和0.2%。目前猪粮比已接近历史谷底，亏损压力将推动生猪行业去产能，预计生猪价格可能在2024年见底回升。经济重启后城镇服务业延续复苏，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增速将分别从2023年的0.4%和0.7%回升至2024年的1%和1.2%。全球制造业去库存周期结束，工业品价格可能止跌小幅上升。但中期内，中国再通胀压力较小，通缩压力依然存在，因经济增速仍将低于潜在增速，大部分行业面临需求不足和供给过剩压力。

房地产降幅收窄。预计商品房销售面积降幅将从2023年的8.5%收窄至2024年的5%。二手房市场变化领先于新房市场，11个代表性城市（北京、深圳、杭州、南京、成都、青岛、苏州、厦门、无锡、东莞和佛山）2023年二手房销量相比2019年的复苏率达到96.4%，显著高于2022年的74.1%，显示二手房销量已率先改善，预计新房销量降幅可能在2024年逐步收窄。房地产开发投资改善将更加滞后，2023年土地购置和房屋新开工活动延续大幅下滑，预示房地产开发投资降幅可能依然较大。但受城中村改造、保障房建设和平急两用基础设施投资支撑，房地产开发投资降幅可能从2023年的9.6%收窄至2024年的7%。

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3.4%，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。2024年支撑消费可能缓慢改善的因素有：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；通缩有所缓解。

商品贸易回暖。预计货物出口额和进口额增速分别从2023年的-4.6%和-5.5%回升至2024年的3.6%和3.3%。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%。

美国经济

■ 经济表现超预期，降息时点推迟

经济表现超预期，未来或逐步放缓。4Q23以来美国经济表现好于市场预期。GDP、零售、就业和服务业PMI均显示经济延续扩张，预计1Q24的GDP同比增速可能超过2.5%。随着实际利率高企和货币政策紧缩效应逐步显现，家庭就业和收入可能逐步降温，加上联邦政府赤字率和政府支出不变价增速预计分别从2023年的6.5%和4%降至2024年的6%和1.8%，美国经济可能逐渐放缓。预计GDP增速将从2023年的2.5%降至2024年的1.2%。总需求放缓、供应链恢复和房租通胀回落推动PCE通胀将从2023年的3.7%降至2024年的2.5%，名义GDP增速从2023年的6.3%降至2024年的3.7%。

通胀继续回落但趋近2%目标仍需时间。美国连续两个月新增非农就业超过 32.5 万，平均时薪同比增速反弹至 4.5%，显示就业市场依然强劲，可能延缓服务通胀进一步下降过程。美国近期通胀回落主要受益于大宗商品价格和房租通胀下行。由于美元利率居高、中欧需求疲弱和全球供应链恢复，大宗商品价格显著回落，推动美国商品通胀大幅下行。同时，美国房租通胀逐步回落。CPI中房租来自存量租房合约价格，其变化滞后于市场租金变动。ZILLOW 市场租金同比增速在2022年3月见顶后逐步下行，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，目前劳工成本涨幅依然较高，拖累其他服务通胀下行过程。总体来看，PCE通胀将延续回落，但趋近2%的目标水平仍需时间。

■ 国债收益率与美元指数反弹，降息时点推迟

美债收益率将有所反弹。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 年的 5.6% 降至 2024-2025 年的 4.2% 左右，名义 GDP 增速从 2023 年的 6.3% 降至 2024 年的 3.7% 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 增速之差将进一步收窄。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%。

美元指数近期反弹，年内或小幅回落。由于美国经济超预期，美元指数从 2023 年底至二月初反弹 2.8%。美联储降息时点推迟和地缘政治风险居高不下，美元指数近期或维持强势。但随着美国经济逐步放缓和通胀进一步下行，美联储在第 2 季度或启动降息周期，美元指数数年内或小幅回落，预计美元指数从 2023 年末的 101.4 降至 2024 年末的 97.8。

美联储或从 5 月开始降息，全年降息 1.5 个百分点。美联储主席鲍威尔强调，在启动降息之前，需要看到通胀更加实质性趋近 2% 的数据证明，需要“更大信心”确认通胀向 2% 目标回归。我们认为这需要劳动力市场进一步降温和服务通胀进一步回落。预计第 2 季度经济数据可能见到拐点。我们维持美联储 5 月开始降息、全年降息 1.5 个百分点的预测。美国经济在近期超预期表现将推迟美联储降息时点，但长时间限制性利率将拖累中长期经济前景，美联储将从“更高更久”的加息周期转为“更迟更快”的降息周期。

BTFF 即将结束，对银行体系流动性压力的影响值得关注。美联储将在 3 月结束 BTFF，同时隔夜有担保回购(ON RRP)政策工具存量也从 2023 年 3 月的 2.3 万亿美元降至 2024 年 2 月初的 0.51 万亿美元。美联储将在 3 月开始深入讨论缩表前景问题，涉及是否需要放慢缩表节奏的问题。近期市场对地区性银行的担忧再度抬头，虽然 BTFF、ON RRP 和 IORB 等流动性工具为银行体系提供了流动性支持，但高利率和长短期收益率倒挂影响到地区性银行的净息差和盈利。

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。年初至今科技板块回调幅度较大，我们认为跌幅明显偏离基本面，建议关注业绩稳定、需求持续回暖和估值合理的板块和公司。景气度上，海外科技龙头4Q23业绩向好，数据中心需求强劲，消费电子需求持续复苏，AI PC/手机/汽车新品发布、MR创新周期和AI服务器高速增长，整体科技产业处于逐步回暖阶段。展望1Q24，随着终端需求复苏和新品发布，行业创新正在加速，看好上半年Vision Pro/折叠机/AI PC带动新一轮景气周期。建议关注AI/MR终端创新、需求/库存改善和国产替代三大投资主线，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) 智能手机/PC：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

库存回归正常水平，需求复苏趋势乐观。手机/PC终端4Q环比明显上升。随着华为Mate 60、三星S24和3月P70系列发布，高端手机市场推动产业链开始复苏。考虑到高端手机在光学、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，看好比亚迪电子、立讯精密、舜宇光学、高伟电子和鸿腾精密等。

折叠屏手机已成为手机市场中的细分成长亮点，成为高端手机迭代方向，并在2024年维持较快出货增长速度。三星预计于2Q发布Galaxy Z Flip 6，小米MIX Fold 4或与2Q24发布。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) MR产业链：2024年有望迎来拐点，Vision Pro带动行业进入新一轮创新周期

Apple Vision Pro于2月2日正式发售，第一批已开放Apple Store店内取货，苹果将推出超过100万个兼容应用程序和逾600个专门打造的应用程序。我们预计2024年Meta、三星和索尼等大厂将发布多款MR新品，将拉动行业出货重回正增长。我们相信MR新品有望提升MR渗透率，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) AI产业链：算力需求推升AI服务器增长，边缘AI加速PC/手机创新

在AI算力端，海外科技龙头4Q23的数据中心业务增长强劲，产业化应用加速，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，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、浪潮信息和美超微等。

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。

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，半导体板块继续回调。目前仅少数公司，如中际旭创（300308 CH）和运营商等表现相对较好，符合我们之前所预期的 1) 相关产业链将持续受益于 AI 需求的增长，以及 2) 投资人青睐高股息、中特估等防御性标的。

美股市场：The Magnificent Seven 中与 AI 相关的公司，其价受益于行业景气度的延续而继续走强，英伟达（NVDA US）等公司股价创下历史新高。

■ 未来 3 个月看法谨慎乐观

短期观点：展望 A 股半导体板块，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，并着重对基建中能效指标进行改进和提升。彭博预测 2024 年微软、谷歌、亚马逊和 Meta 四家公司的资本开支将增长 22.6%。除 AI GPU 市场以外，我们尤其看好存储（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。（[链接](#)）

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%）。该增长一方面是存储厂商削减产能，导致存储产品价格回升，另一方面是 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。

中国晶圆厂在大力扩产成熟制程。据 Digitimes 报道，未来几年可能会有数十个新的晶圆代工工厂完工，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 136 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，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。

■ 海外软件：美国进入降息周期以及经济软着陆，公司基本面及估值仍有改善空间

展望2024年，我们继续看好美股软件行业。随着美股市场步入降息周期，美国经济有望软着陆，美股软件行业估值水平和基本面仍然有进一步改善的空间。经历2023年上涨以后，软件行业1年远期PE虽然较5年均值有7%左右的溢价，但仍较2020-2021年低利率期间的估值峰值有16%的修复空间。美国经济软着陆有望推动企业数字化预算修复，而收入增长维持韧性的同时，组织优化带来的运营效率改善有望在2024年进一步释放，推动盈利维持较快增长。我们看好SaaS领域细分赛道龙头Salesforce以及ServiceNow。

■ 推荐买入金蝶国际(268 HK)

金蝶公布2023年财务业绩的初步预期，预计总收入为56.5亿-57亿元人民币，同比增长16.2%-17.2% (2022年：16.6%)，略低于彭博一致预期的58亿元人民币。我们将其归因于宏观逆风，而归母净亏损预期为1.7亿-2.5亿元人民币，好于市场预期的2.59亿元。我们认为这表明在有效成本管控助力下，金蝶的减亏正处于正轨。尽管在当前的宏观背景下，我们预期企业端数字化需求复苏或需时间，但数字化和国产替代或仍是长期重要趋势，金蝶有望受益。与同行相比，金蝶订阅服务营收占比更高，2024年的收入增长确定性或有望更高。我们每股目标价为15.1港元，基于一年均值的7.5x EV/S目标估值水平。

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

在经济及消费复苏出现较为确定性的趋势之前，行业股价表现或维持低位震荡，但流动性承压环境下股价的快速下跌或已经较为充分的反应了市场的悲观情绪。伴随维护市场稳定举措持续出台，情绪修复或有望带动板块估值修复，而在整体经济弱复苏、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19%，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：腾讯、阿里巴巴、拼多多、百度、腾讯音乐。

■ 电商：消费复苏仍待时日，出海带来增量空间

据国家统计局数据，2023年中国网上零售额/实物商品网上零售额达15.4万亿元/13.0万亿元人民币，同比增长11.0%/8.4%。据数据计算，单12月实物商品网上零售额/社会消费品零售总额同比增长9.4%/7.4%，对应两年CAGR为6.8%/2.7%，相较11月的4.3%/1.8%两年CAGR有所回升。展望2024年，我们预计消费将出现温和复苏趋势。我们预计在社会消费品零售总额同比增长5.3%的支撑下，网上零售额将同比增长6.8%，且虚拟商品网络零售额增速或将持续跑赢实物商品网上零售额增速。对于电商平台而言，国内业务的高质量增长将仍是电商平台的关键主题，而海外扩张仍是长期营收和盈利增长的推动力。维持对于阿里巴巴和拼多多的买入评级。

■ 在线游戏：监管释放积极信号，关注4Q23游戏公司业绩

2月游戏行业监管层面继续释放较为积极的信号，2月2日国家新闻出版署发布32款进口游戏版号，包括腾讯高期待值游戏《地下城与勇士：起源》以及网易《歧路旅人：大陆的霸者》等。我们认为监管旨在鼓励游戏行业健康发展，腾讯和网易等头部游戏公司有望通过优化运营手段和内容创新等方式，较为有效的抵消监管带来的潜在影响。展望腾讯和网易4Q23业绩：1) 我们预计腾讯4Q23游戏收入同比增长2%，收入增速略有放缓，主因国内部分头部游戏的货币化节奏减缓，以及国际游戏收入增长面临较高的基数效应；2) 我们预计网易4Q23游戏收入同比增长19%，主要得益于《逆水寒》手游的增量收入贡献以及《蛋仔派对》的稳健增长。

■ 在线广告：广告市场温和增长，电商广告带动中短视频平台广告收入增长好于同行

我们预计2024年中国在线广告市场将延续复苏趋势。分平台看，我们看好腾讯/快手/哔哩哔哩广告业务表现将继续好于市场，主要得益于平台电商交易生态及广告基础设施的持续

完善，进而推动平台上电商类广告收入强劲增长。展望 4Q23：1) 我们预计腾讯 4Q23 广告收入同比增长 15%，主要得益于视频号广告的稳健增长、电商广告预算份额增加以及广告技术的持续提升；2) 我们预计快手 4Q23 广告收入同比增长 22%，主因内循环广告的强劲增长以及外循环广告的持续复苏；3) 我们预计哔哩哔哩 4Q23 广告收入同比增长 25%，主要受益于电商类广告预算的强劲增长，双 11 期间平台上视频和直播电商 GMV 同比增长超过 250%。

■ 推荐买入腾讯、阿里巴巴、拼多多、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 17X FY24 non-IFRS PE（剔除战略投资仅对应 13X FY23E PE），估值具备较高吸引力。

2) **阿里巴巴**：我们预计阿里巴巴或从 4Q23 起加大投资力度以支持国际业务更快速的扩张。尽管经过一年较为严格的成本管控及面对目前较为激烈的竞争环境，进一步提高运营效率的空间或较为有限，但阿里巴巴仍致力于通过派息和股票回购提升股东回报，或有望在追求确定性的市场投资情绪中获得更高的市场认可度推动估值重估，且阿里巴巴在外部环境不明朗的情况下短期维持集团基础设施和业务协同布局发展或有利长期发展。阿里巴巴目前估值对应 8.9x FY24E PE（Non-GAAP），在公司持续提升股东回报的举措驱动下，估值或具备重估空间。

3) **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。

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 9.8x 2024E PE，对比一年均值为 12x。

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 17x 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

去年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,去年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。

国内创新药支付环境改善。2023年的医保目录调整当中,我们注意到“支持创新”反复被提及,可见医保政策加大力度鼓励企业创新。到2023年10月底,协议期内的谈判药品医保基金累计支出已经达到了2,447亿元,带动相关药品实现销售3,540亿元。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9%的降幅新增2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, BTK CDAC即将进入全球三期临床。

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, 预计将维持高速业绩增长势头。

■ **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高端化的唯一动力, 但仍将为茅台/华润啤酒/青岛/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-部分公司四季度业绩透明度较高**

农夫山泉: 我们预期公司下半年营收同比增长 31%, 优于上半年的增速以及市场预期和之前的管理层指引。我们预计公司平均单价在没有提价举措前提下维持稳定, 而产品升级以至于新品推出将为单价带来低单涨幅。按品类来看, 瓶装水维持稳定增长, 大约在 9% 左右(全年约 10%)。茶饮料增速爆发, 下半年增速翻倍(全年约 80%); 果汁饮料和功能饮料分别有望录得超过 20% 的增长(全年 20%+左右)。毛利率方面, 由于 PET 的采购价格在去年下半年出现下行情况, 我们认为下半年毛利率能企稳在 59% 左右, 拉动全年毛利率同比提升 2 个百分点到 59.4%。公司在下半年按季节性需求加大宣传投入, 但全年来看三费率维持稳定, 费率增速与营收增速同步(约 27%)。综上, 我们预计下半年净利润达到 55 亿元人民币, 同比增 39%。全年净利润超额完成至 26.5%, 高于管理层和市场预期。

伊利: 我们预计四季度营收/净利润将达到 307 亿元/11 亿元。排除澳优(预计 LSD 下降), 公司经常性收入有望同比实现中单增长。主要催化剂包括: 1) 基础白奶高单增长, 其中高端化势头推动金典实现两位数增长; 2) 奶粉低单增长, 其中成人配方奶粉以两位数增长。另一方面, 部分业务业绩疲软将抵消以上优势, 当中包括 1) 冷冻乳制品销售高单下降, 尽管该细分市场依然有望在 2023 年实现正增长; 2) 超高温灭菌酸奶和奶酪等乳制品销量下降, 鉴于其可选性质和场景消费低迷。毛利率而言, 我们预计同比增长 0.3 个百分点。随着运营支出比率预计下降 0.4 个百分点, 我们预计 4 季度净利润率将增长 0.6 个百分点。

(基数相对较低)。总体而言，我们对4季度的预测意味着2023年收入同比增长4.0%，净利润率8.2%，这与3季度业绩以来管理层给出的目标基本一致。

■ 高端消费 - 近期板块反弹解读

路威酩轩在1月26日公布业绩后，公司股价累计上升11%，周内引领顶奢板块其他公司股价上行2.4%-8.4%。路威酩轩集团4季度及全年的业绩表现对于行业整体的发展趋势提供了以下三方面的解读：1) 美国市场销售渐进改善，短期内有望企稳；2) 中国消费者对于本土和海外的销售仍贡献强有力的支持；3) 国际奢侈品公司业绩两级分化，顶奢品牌销售受宏观微观多方面因素驱动。我们认为，在全球经济环境、消费者群体持续转变的复杂环境下，美国及中国大众消费水平趋弱这一逻辑并不能作为对于高端板块发展的单一判定。我们预计，今年的行业增速将从过去三年的双位数增长回落至历史平均的高单位数水平。考虑到2023年内基数的波动，2024年增长势态或出现先低后高的情况。在销量放缓叠加规模扩张趋势减弱下，上半年的低单增长将更依赖于销售组合的优化以至于单价的提升。基数红利将在下半年释放，期间行业有望实现低双位数的反弹。

■ 股票推荐

我们推荐短期盈利确定性较高的公司，食品饮料行业中，我们推荐**贵州茅台 (600519 CH)**、**维持农夫山泉 (9633 HK)**、**伊利股份 (600887 CH)** 的“买入”评级；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)

从复苏率来说，相比12月，1月表现一般，并没有明显改善。从同店来说，普遍压力巨大，一方面是今年春节的时间较晚，另一方面是基数很高，所以负经营杠杆大概率会出现。从行业来说，体育用品和餐饮的表现低于预期，旅游-酒店、家电和服装则符合预期。

展望24年1季度，我们1)看好服装，近2月降温明显，2)看好家电，在海外销售增长加速的同时，国内销售增长也许会转正，3)旅游-酒店，今年春节出游需求比去年强劲，也许会有短暂行情，4)我们认为体育用品的折扣的拐点也许会在1季度后出现。

中场线来说，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)

1月的同店增长很弱，普遍都是负增长，和11月到12月的区别很大，主要是受去年基数很高的影响。从复苏率来说，12月比11月有改善，但1月对比12月比较一般。某些品牌像

海底捞，更加受惠于节日因素，复苏率改善较好，然后百胜中国和九毛九等有小幅改善，像呷哺呷哺和奈雪会比较差。

但总体来说，行业价格战严重（折扣产品较多，外卖平台折扣力度更大，导致单价同比下降较多），加上同店销售同比下降，毛利率和经营利润率都面临巨大压力。

展望24年，我们还是偏向保守，相对看好价格战的赢家和开店还有加速的品牌，像百胜中国和达美乐。

目前更推荐百胜中国(9987 HK)和达美乐(1405 HK)，因为他们能较有效应对消费降级。同时也相对推荐海底捞(6862 HK)，公司在产品、服务和年轻化上的改革较为成功，会期待公司未来加速开店。对于茶饮，我们认为行业仍然有较快的增长空间，但竞争激烈，只能看好少数头部品牌。

■ 体育用品（维持中性）

相比12月，1月的流水增长速度放慢，主要原因是今年春节的时间比较晚，加上去年的基数较高，以及整体消费力疲弱。复苏率小幅改善，但相信也只是季节性因素所导致。根据我们的调研结果，大部份品牌的折扣率还是偏高，对比四季度并没有明显改善，但库存水平的确有所好转。

我们对24年1季度维持保守的看法，预计平均增长只有5%至10%，当中安踏表现较好，FILA和特步一般，李宁和海外品牌较差。但按季度来说，随着库存水平逐步改善，零售结构也将迎来拐点，仍然是行业见底和买入的好时机。

短期内仍较推荐安踏(2020 HK)，也会期待欧文产品的推出所带来的帮助。同时也比较推荐滔搏(6110 HK)，主要是股息率较高。对于特步(1368 HK)和李宁(2331 HK)，由于估值相当便宜，随着基本面反转，可以做中长线的布局。另外，我们也推荐Amer Sports (AS US)，因为始祖鸟和中国区的增长仍然快速，目前估值也仍算便宜。

■ 家电（维持看好）

国内方面，白电（空调、冰箱和洗衣机）11月的销售表现稳健，但在12月线上销售平均有双位数的下跌。我们认为原因是假期较多和消费力疲弱。

进入1月，情况开始有所改善，线上下跌幅度有所收窄，同时线下表现持续改善。不过传统来说，春节前后都有一波小高潮，所以表现是符合预期的。目前更重要的是春节后3月的表现能否持续。

展望24年，我们现在的看法稍为变得更乐观。由于房地产竣工数量仍在增长，所以需求仍能短暂维持。另一方面是产品单价开始上升，说明行业库存改善，对于价格战越来越保守，加上最近房地产政策的放松力度较大，也一定程度能提升信心。同时也会期望对家电消费有更多的帮助，刺激家电置换的需求。

出口方面，受惠于美国11月和12月家电行业需求复苏，以及去库存进入尾声，我们继续维持看好。不过从利润率的角度来说，人民币贬值帮助减少，海运费见底回升，利润率提升可能比之前预期慢。我们更推荐龙头品牌和跨境电商品牌。

所以未来我们比较看好出口，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)和海信(921 HK)，也推荐 JS 环球(1691 HK)，原因是这些公司估值偏低，销售和利润增长快速。

■ 旅游-酒店行业（维持中性）

12月份行业 RevPAR 复苏率延续 10 月之后的弱势，只有个别品牌像华住和亚朵表现较好，锦江表现较差，1 月初仍然疲弱，但进入春节旺季有所改善。从订单来说，预计今年需求比去年强，也许会有环比提升的行情，所以能短暂看好。

但展望 24 年 1 季度和 24 年全年，我们的看法仍然保守。由于消费力减弱，我们预期国内休闲旅游增长将会放缓，但商务旅游的增长仍然会持续，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，像亚朵(ATAT US)，对华住(1179 HK)会稍为谨慎，其他品牌会更悲观。

■ 服装（维持看好）

行业来说，相比于 11 月和 12 月，1 月的增长并没有大幅放慢。虽然整体来说还是暖冬，但个别日子，降温相当快速，对销售刺激明显。另外，社交活动增加，消费者对师生潮流服装有较大需求，整体表现仍然好于鞋类和体育类的产品。

虽然消费者变得越来越理性，但消费降级和升级同时存在，对高性价比产品和高端产品仍然有较好的需求。所以，像波司登、江南布衣和利郎等中高端品牌销售增长仍然不俗，原因是库存压力较低，零售折扣比较平稳。

目前，我们较为推荐江南布衣(3306 HK)，因为下半年的销售表现好于预期，股息率也很高。同时，也推荐波司登(3998 HK)，因为近来降温明显，以及产品升级方向符合市场需求，销售有所改善。另外，利郎(1234 HK)因为股息率也很高，下跌空间有限。

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 1 月份整体乘用车零售销量有望略微高于我们此前的预测（约 219 万台，在去年低基数的基础上同比增长 69%，环比去年 12 月下滑 14%），而新能源乘用车的零售销量有望与我们此前预测的 67 万台基本持平，新能源市占率环比下降至约 30%。

根据我们的渠道调研和电动车的先行指标，1 月份主要新能源品牌的大部分先行指标环比有所下滑，主要是因为季节性因素。但是部分品牌的下滑幅度超出我们此前的预期，这可能预示着春节后的销量复苏会比较温和，且品牌之间的分化或加强。我们认为今年一季度特斯拉、理想和比亚迪的销量表现会更加具有韧性，而小鹏、蔚来和埃安可能面临挑战。

1 月份，我们测算外资品牌的综合折扣环比小幅收窄，自主品牌的平均折扣仍然环比扩大 0.6 个百分点，其在春节前的促销更加激进。通常情况下，伴随新车型的上市，行业的整体折扣会在春节后有所收窄，但是 2022-23 年并未如此，主要因为价格战的影响盖过了新车效应，我们预计今年或将延续过去两年的节奏，但是折扣放大的速度可能会慢于去年。虽然

去年四季度主要车企的盈利水平有望超出部分投资者的预期，但是随着竞争加剧，降本和控费对于车企今年维持盈利水平仍非常重要。

投资建议：股价回调带来买入机会。1月新能源车市场份额下滑，叠加价格战的激化，促使汽车股价近期有较大的回调。随着新能源车供应链日渐成熟以及科技进步，我们预计2024年大部分头部车企的盈利弹性会好于预期。我们认为现在的行业估值具有吸引力。考虑到价格战仍在持续，我们仍推荐波段交易策略。春节后新车型上市节奏加快伴随新能源市占率的提升有望成为股价的正面催化剂。

■ 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有望在市场竞争中胜出。三家头部新势力中，我们持续看好**理想汽车 (LI US/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。1月开发商销售同比降幅较23年12月略有收窄但仍然弱于市场预期。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1月单月环比下跌38%，同比下跌35%，同比降幅较23年12月的-45%略有修复，主要由于去年春节假期较早基数较低。表现较好的滨江集团、中海地产同比分别下降14/20%，表现较差的碧桂园、中骏等同比下降65/72%。融资端方面，看到监管出台多项支持政策包括经营性物业贷资金用途放宽及各地建立融资协调机制等，我们认为监管意图由原本的“救项目而非救企业”向“透过项目救企业”靠近。同时，在融资协调机制下各地积极上报项目白名单并推进开发商与金融机构对接，以求融资支持政策更有效的落地。我们认为融资端政策意图的转变及实施落地的力度均超出了市场预期。需求端方面，一线城市积极优化限购政策，继广州取消120平以上住房限购后，上海、北京也在非核心区域取消部分购房限制但力度均小于市场预期。我们认为由于政策落地时间尚短且临近春节，部分刚需、改善型需求可能不倾向在该时间窗口做出买房等重大决定，所以政策效果存在一定程度的滞后。总体我们认为由于融资端政策实施力度超预期及需求端政策效果滞后可能为节后销售（尤其3-4月）提供支撑，板块可能在节后迎来阶段性的温和修复。

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（有近6成收入来自商管板块）、中海物业（高业绩兑现度）、保利物业（母公司表现优异）、万物云（存量领域有绝对竞争优势）、越秀服务（母公司增长领先于行业）等。

■ 推荐标的

二手房成交量受价格下跌的自然支撑，我们推荐最大的受益者贝壳；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。开发商方面，由于融资端政策实施力度超预期且需求端政策效果的滞后，我们认为节后板块或迎阶段性修复。短期我们看好可能受融资端政策支持更多的万科、龙湖等市场情绪分水岭企业及最快受益于广州优化政策的在该城土储占比高达 40% 的房企。长期来看，我们看好基本面较健康、23 年拿地强度较高的的房企如建发国际、华润置地、中海地产、绿城中国等。

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

受市场流动性、外围风险、业绩预览等因素影响，1 月港股及中概文娱板块震荡筑底，海外流媒体、大件出海、OTA 细分赛道呈现韧性上涨。我们重申此前观点：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。短期来说，我们建议关注 2 月春节档内容释放、春运 OTA 强劲增长、3 月年报业绩下的交易性机会，中长期看好防御性较高、第二增长曲线清晰、且业绩向好的海外流媒体及出海机遇。子板块业绩分化持续，推荐：奈飞、大健云仓、同程、快手和爱奇艺。

短视频：年货节增速可观，看好强业绩预见性及电商增量

2023 年 12 月抖/快 MAU 分别为 7.61/4.46 亿（环月+1%/-2%），DAU 为 4.80/2.09 亿（环月持平），时长为 115/103 分钟（根据 QuestMobile 数据）。流量稳定下，短视频年货节电商 GMV 强劲增长持续，内容+货架双驱动，全品类渗透（不限于食品、酒水、生鲜、女装等热门品类），主打性价比特色商品。其中快手商城年货节（2024 年 1 月 13 日-1 月 28 日）订单量较上一年年货节（2022 年 12 月 24 日-2023 年 1 月 2 日）增长 98%，买家数增长 65%，品牌商品 GMV 增长 77%。短视频、搜索、泛货架三个场域表现亮眼，快手短视频挂车支付 GMV 增长 345%，搜索支付 GMV 增长 164%，泛货架 GMV 增长 383%。抖音年货节平台日均单量增长 75%，抖音商城日均 GMV 增长 98%，日均动销商品数增长 113%，电商直播累计时长达 4,385 万小时，挂购物车短视频看播量达 1,436 亿次。此外，内容消费层面，抖快均公布各自短剧春节档片单，其中快手推出新春龙腾剧场，包括《我在大宋开酒吧》、《鸳鸯断》、《超能坐班族》等 40 多部剧集，且于 2024 将投入亿级流量和现金扶持原生付费短剧，星芒短剧也将完善分账政策。抖音将借力精品“影视 IP”，联合北京精彩、华策影视、长信传媒等推出 10 部剧集（包括《超越吧！阿娟》、《天涯小娘惹》、《我的归途有风》等），同时开启新春演唱会、小年夜晚会、华彩传承晚会等新春直播内容。我们看好快手业绩兑现能力、中期电商增长空间及长期利润释放。快手 4Q23 业绩预览向好，收入预计同比增长 15%（符合预期），经调整净利润率达 10.7%（优于此前预测

8.7%)。4Q23 电商 GMV/其他收入将分别增长 30%/35%，受益于强劲双十一表现及泛货架电商推广。预计 2024 快手电商增势持续，且利润上修可期。

海外流媒体：收视率继续攀升，AVOD 及付费共享成效显著

海外流媒体大盘表现积极，12 月整体电视收视率继续攀升，环比增加 1.7%（根据尼尔森数据），源于寒假期间年轻观众增加及体育类赛事备受瞩目（如橄榄球赛事）。12 月流媒体使用量增长 1.2%，在罢工结束后处于内容爬坡期，其中奈飞的《把世界抛在后面》（Leave The World Behind）及《Young Sheldon》帮助其收视率增长 5.8%。根据 Antenna，黑五大促以及近期 1 月 AFC 赛事助推会员净增大涨，流媒体大盘广告版会员净增数破新高。此外，奈飞 1 月 24 日发布 4Q23 强劲业绩，会员净增（4Q23 净增 1,310 万会员，高于我们预测的 930 万）及利润大超预期，同时上调 2024 年 OPM 至 24%（vs. 此前 22%-23%）。奈飞广告版会员 4Q23 环比上涨 70%，且占新增会员 40%（vs. 2023 年 9 月 30%）。我们看好 1H24E 奈飞会员净增趋势，源于：1) AVOD 渗透率提升，受益于即将在 2Q24 取消加拿大和英国的基础会员；2) 付费共享刺激更多家庭用户转化（TAM 扩大 25%）；3) 内容供给恢复上行，2024 精品内容包括：Diplomat S2、Bridgerton S3、Squid Game S2、Empress S2 等。我们认为 2024 年依旧是流媒体大年，受益于 AVOD 及付费共享积极推进、行业提价潮及利润改善持续、内容上新恢复以及广告增量可期。

长视频：1 月剧集竞争分散，春节档精品内容蓄势待发

因《狂飙》高基数等因素，1 月长视频全网剧集正片播放量同比下降 6.8%（vs. 4Q23 - 12.2%）。大盘虽表现平淡，但不乏精品剧集出圈，其中 TOP5 播放量剧集包括《繁花》（腾讯）、《神隐》（腾讯/芒果）、《你也有今天》（优酷）、《三大队》（爱奇艺）、《大江大河之岁月如歌》（爱奇艺/腾讯）。此外，1、2 月多部剧集上线，包括爱奇艺《南来北往》、《狗剩快跑》、《仙剑四》、腾讯视频《在暴雪时分》、《祁今朝》，以及优酷《要久久爱》、《大唐狄公案》等，剧集播放量集中度较低（头部剧集播放量占比 <15%），竞争较为分散。爱奇艺近期因业绩预览及腾讯潜在头部内容竞争股价较为疲软，我们期待其 2Q24E 后迎来内容边际改善，看好 ARM 提升下利润率改善，2024 精品剧集包括：《狐妖小红娘月红篇》、《狐妖小红娘竹业篇》、《四海重明》、《念无双》、《孤舟》等。

直播：开放竞合，关注海外直播企稳复苏及新业务拓展

随着 1 月 21 日《王者荣耀》抖音直播全面开放，头部平台在直播领域迎来开放竞合，流量、平台、内容将趋于多元化，同时倒逼垂类直播平台积极开拓第二增长曲线。我们认为多数平台在监管及自查下直播指引已下调充分，建议关注海外直播复苏及新业务拓展推进。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。虎牙重新配置资源优先发展游戏业务（游戏分发、道具销售等），目前在部分腾讯精品游戏合作中已初见成效。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。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、同程、爱奇艺、快手

1) 奈飞: 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构筑高护城河。我们看好奈飞变现加强, 持续扩大的市场空间 (AVOD 及付费共享驱动), 以及利润改善趋势。奈飞 4Q23 业绩亮眼, 订阅用户和运营利润率均超预期。其中, 低价广告订阅 (AVOD) 环比增长 70%, 广告订阅用户占新增用户 40% (在 2023 年 9 月占 30%)。我们预计其强劲势头将持续, 源于: 1) AVOD 渗透率提升, 受益于即将在 2Q24 取消加拿大和英国的基础会员; 2) 付费共享刺激更多家庭用户转化; 3) 内容供给恢复上行。广告和游戏业务仍处于早期, 但有望在长期贡献增量。管理层将 FY24 运营利润率从 22%-23% 上调至 24%, 基于有效的内容投入和强劲收入增长。基于 DCF 的目标价为 613.3 美元 (35.6x/28.9x FY24/25E P/E)。

2) 大健云仓: 我们重申大健云仓作为首选标的之一, 看好其高护城河、吸引估值及清晰利润提升路径 (预计 FY23-25 收入/净利润 CAGR 为 36%/26%)。我们对大健云仓内生增长及 Noble House 利润率改善更为乐观。憧憬潜在多重催化剂, 包括: 1) 潜在强劲 4Q23 业绩; 2) Noble House 减亏更有实效; 以及 3) 并购协同效应逐步释放。尽管近期红海航线中断下海运费有所上升 (于 2 月初逐步企稳), 但我们认为对 1P 业务利润率影响可控。目标价为 30 美元 (11.6x FY24E P/E)。

3) 同程艺龙: 同程旅行 4Q23 业绩有望保持韧性, 预计收入同比增长 87%, 净利润率达 17% (跟此前预测一致)。元旦假期期间, 同程增长亮眼, 受益于强劲酒店增长 (间夜量同比增长 100%, 创单月新高, 且 ADR 同比增长 10-15%), 以及符合预期的交通业务 (汽车租赁订单/火车票/机票同比 80%/30%/10-15%)。基于春节假期拉长及返乡需求强劲, 我们看好农历新年 GTV 增势不减。展望 FY24E, 我们认为同程在当前宏观环境下依旧具备高防御性, 业绩预见性强 (预计收入将同比增长 >20%, 净利率为 18%)。出境游和跟团游有望带来中长期增量。我们预计出境游或在 FY24E 贡献 5% 收入 (恢复至 FY19 年水平, vs. FY23E 占比 1%)。并购跟团游业务有望贡献增量利润 (利润率略薄), 目前尚未反映在模型预测中。基于 DCF 目标价为 25.1 港元 (对应 FY24E 21 倍市盈率)。

4) 爱奇艺: 我们预计爱奇艺 4Q23 将实现超预期利润 (预计净利润为 6.56 亿, 高于一致预期 20%) 以及温和收入增长 (同比增长 1%, 低于一致预期 3%)。其中广告收入将好于预期 (同比增长 6.1%), 会员收入同比增长 1%, 受益于 ARM 稳健增长 (抵消会员数波动)。近期股价回调已局部反映了爱奇艺 1Q24 面临的高基数及腾讯视频潜在头部内容竞争。我们建议关注公司即将推出的丰富精品剧集, 包括《南来北往》、《狐妖小红娘》系列和《孤舟》等。看好 ARM 提升空间, 且将支持其盈利增长和稳健现金流。利润率方面, 我们看好内容投资回报率提升带来的利润率改善。维持买入评级, 基于 DCF 目标价为 8.6 美元 (17x FY24E P/E)。

5) 快手: 看好快手业绩兑现能力、中期电商增长空间及长期利润释放, 盈利及估值上修空间可期。快手 4Q23 收入预计同比增长 15% (符合预期), 经调整净利润率达 10.7% (优于此前预测 8.7%)。分业务来看, 电商 GMV/其他收入将分别增长 30% (符合预期)/35%, 受益于强劲双十一表现及泛货架电商推广 (部分被游戏业务下滑抵销)。广告收入预计同比增长 20% (符合预期), 源于内循环广告强劲表现和外循环广告稳健复苏 (预计同比双

位数增长)。直播业务在业务自查调整下预计同比持平。利润端来看，我们预计经调整净利润为35亿元人民币，较市场一致预期高22%。展望FY24，我们看好快手在电商和广告领域持续获取份额，并提升货币化率。同时，利润空间有望进一步释放，得益于良好的成本控制、以投资回报为导向的营销推广，以及海外市场亏损持续收窄。我们认为市场对《王者荣耀》在抖音上直播过度反应，对快手实际业务影响有限。目标价为97港元。

■ **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。

保险

| 马毓泽 / nikama@cmbi.com.hk (852) 3900 0805

■ **中性乐观，看好财险逆周期防御属性；寿险资产端有望随大市反弹带动估值向上**

我们认为当前中资寿险板块估值的核心逻辑仍在资产端预期的修复，板块个股估值处于历史底部，目前港股上市的中资寿险股价交易于0.1-0.4倍FY24E P/EV水平。近期监管一系列支持权益市场发展的政策出台利好寿险资产端投资收益向上，带动板块估值弹性修复。负债端，我们认为中长期价值增长的拐点已现，未来寿险新业务价值将更多以新单保费的高速增长驱动向以新业务价值率的提升驱动转变。从1月开门红的情况来看，个险再度成为各险企开门红新单保费增长的重要渠道，银保和经代渠道仍需对监管“报行合一”进一步消化。产品层面，储蓄型产品，以3.0%定价的增额终身寿和分红型年金险为主，仍是贡献开门红新单保费增长主力产品。

伴随央行降准以及进一步降息和银行存款利率进一步下调的趋势，寿险储蓄型产品相较于竞品更高的投资回报及刚兑属性，有望支撑其继续成为行业在2024上半年的主打产品。我们预计一季度险企新单保费相较于去年低基数有望实现中低双位数增长，带动寿险新业务价值实现同比中单位数增长。

我们认为短期内寿险将明显受益于监管支持资本市场长期稳健发展的一系列稳增长政策，权益市场预期回暖将带动寿险资产端投资收益回升，带动板块估值的Beta修复。中长期负债端的差异化发展为各险企基本面企稳向上提供alpha思路，为各险中长期企业绩兑现，推动估值回暖提供催化。

建议关注：1) 各险企在开门红新单保费及新业务价值增长情况；2) 下调中长期投资收益假设（目前市场普遍认为会下调50bps由原来的5.0%至4.5%）及风险贴现率假设将对寿险新业务价值及内含价值所造成的潜在影响；3) 自3月1日起实施的个险代理人分级销售可能对个险人力局级产生的波动影响；4) 重疾险销售情况；5) 银保渠道分红险及个税递延型养老金产品进一步扩延。推荐关注中国太保(2601 HK)，看好公司长航转型带动内外勤队伍优化，带动公司营运效率大幅提升，及负债端稳健的业务增长。

财险方面，我们预计车险保费增速将有望回归“量增”中枢，即机动车保有量近6%的增速水平；非车业务结构进一步优化，承保利润仍有广阔的探索空间。头部险企有望凭借优于同业的風險勘测及数据定价模型，实现事前预警、事中管控、事后赔偿的全流程优化管理，控制承保综合成本率稳定在合理区间。展望2024年，上半年政策类业务如农险、健康险有望在中央经济工作会议中所强调的“做好五篇经济文章”的基调下进一步发力，伴随高赔付、低利润业务如责任险、企财险、信用保证险等占比的逐步降低，及创新型险种如家财险、网络安全险等的发展，我们认为未来财险非车业务的增量空间大有可期。此外，财险

公司以一年期为主的短周期业务为主，及负债久期为1年，对比资产端久期为5年左右，在当前中长期利率中枢下行、资本市场波动的环境下，无需考虑再投资风险，因而对经济周期的敏感度更低，抗周期及负Beta的属性提供稳健性。同时，高股息策略也为中长期配置提供防御边际，看好龙头险企的股东背景、刚性需求下逆周期的业务属性及业务增量。

投资建议方面，我们认为当前港股板块估值仍处低位，股价交易于0.1-0.4倍FY24E P/EV，属超跌。资产端预期扭转的拐点尚未达成市场共识，是制约中资险企股价回升的重要原因。推荐买入**中国财险(2328 HK)**，预计2023年车险/非车承保综合成本率为96.9%/99.8%，达成97%/100%的年初指引。此外，公司在车险及非车业务板块增量业绩稳健性强，23年已领先于行业实现新能源车险的承保盈利，为未来车险承保利润的提升提供增量；非车领域受益于主动压降责任险及企财险等高赔付类业务，大力发展综合成本率低于95%的个人商业非车业务，通过调结构实现非车业务板块亦将实现首年盈利。预计公司未来三年的ROE维持近13%。目前公司股价交易于0.8x FY24E市净率，具备向上反弹空间。基于P/B-ROE估值法，给予目标价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

卡特彼勒 (CAT US, 未评级) 早前发布的2024年经营指引好坏参半。从不同地区来看，预计今年只有北美和中东地区营收比较强劲，其他地区包括欧洲、亚太和中国预计较为疲弱。尽管卡特彼勒预计今年收入只会同比大致持平，但在较强的定价权下，预计可以通过提价提升经营利润率。

对中国工程机械制造商而言，**中联重科 (1157 HK/000157 CH, 持有)** 持续在中东等新兴地区布局，从地区景气度的角度而言今年相对有利。**三一重工 (600031 CH, 持有)** 由于欧洲和亚太地区业务占比较高，加上在中国挖掘机销售占比较大，相对不利。

重卡继续是我们目前最看好的细分板块。根据第一商用车的初步数据，2024年1月中国重卡销量（内销+出口）同比增长87%至约9.1万辆。销量增长超出预期，主要由于：（1）2023年12月的部分销量被推迟到2024年1月；（2）2023年春节时间较早导致基数较低。如果通过比较2023年首2个月的平均销量（6.3万辆）来消除农历新年的季节性影响，2024年1月销量9.1万辆相当于增长了44%。在更新换代需求和出口强韧的推动下，我们维持重卡行业全年销量增长17%的预测。

图 2：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：短期继续看好重卡

我们继续看好潍柴动力（2338 HK/000338 CH，买入，行业首选）天然气发动机带动市场份额的增长，以及中国重汽（3808 HK，买入）的出口驱动增长潜力。我们也看好浙江鼎力（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。

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：根据国家能源局的数据，2023年中国累计电力总装机容量达29.2亿千瓦，同比增长13.9%。其中，太阳能发电装机容量累计约6.1亿千瓦，同比增长55.2%；风电装机容量累计约4.4亿千瓦，同比增长20.7%。火电装机容量累计13.9亿千瓦，同比增长4.1%。可再生能源发电总装机比重超过50%，历史性超过火电装机。

根据国家能源局，2023年中国电力新增装机约3.3亿千瓦。根据国家能源局发布的统计数据，2023年光伏新增装机216.88GW，同比增长148.12%。其中12月新增装机53GW，同比增长144%。2023年风电新增装机约为75.9GW，同比增长约102%。我们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。2023年风光装机规模增长迅速。

利用小时数：根据国家能源局的数据，2023年1~12月全国发电设备的平均利用小时为3,592小时，同期略有减少101小时。火电的利用小时数同比增加76小时；水电利用小时数同比下降285小时。

电源投资：2023年1~12月全国主要发电企业电源工程完成投资9,675亿元，同比增长30.1%。电网工程完成投资5,275亿元，同比增长5.4%。火电完成1,029亿元，同比增长15%。预期风光投资保持相对高增速。水电完成991亿元，同比增长13.7%。核电完成949亿元，同比增长20.8%。根据国家能源局，2023年新能源完成投资额同比增长超过34%。当中，太阳能发电完成投资额超过6,700亿元，有3个省份投资额同比增速超1倍。风电完成投资额超过3,800亿元。

用电和发电：在供需方面，国家能源局数据显示，2023年全社会用电量为9.22万亿千瓦时，同比增长6.7%。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 12.2%。全社会发电量（规模以上工业发电量）为 8.9 万亿千瓦时，同比增长 5.2%。12 月规模以上工业发电量发电同比增长 8.0%，增速比 11 月放缓 0.4%。12 月份火电增速加快，火电同比增长 9.3%，增速环比加快 3%。风电、太阳能、水电发电增速回落，核电降幅扩大。风电/太阳能/水电/核电增长 7.4%/17.2%/2.5%/-4.2%，增速分别环比回落 19.2%/18.2%/2.9%/1.8%。

电价：电力市场化改革持续推进，电价有望小幅稳中提高。广东电力市场交易电价：截至 2024 年 1 月中旬，广东电力现货日前市场成交周均价为 431.97 元/兆瓦时，周环比下降约 4%。

火电-动力煤价格：根据 CCTD 和万得数据，2023 年秦皇岛动力煤指数年内均价为 974 元/吨，较 2022 年全年指数均价下降大约 25%。并且在国家强监管下，动力煤长协履约率明显提升动力煤价格稳定。2023 年长协煤 5500 大卡均价在约 713.83 元/吨，较 2022 年回落 7.84 元/吨。港口库存偏高，得益于进口煤增长。动力煤供给紧张情况转好。2024 年 1 月，动力煤价格弱势运行。产地方面煤矿近期价格因为煤矿放假增多，贸易商发货积极性较差。下游港口方面，价格弱势运行。电厂多观望态度为主，按需采购，仍以补充长协煤为主。1 月国内动力煤秦皇岛 5,500 价格为约 930 元/吨，周环比下跌。长协煤价格为 710 元/吨，同比下滑 18 元/吨。根据万得数据，秦皇岛港口煤炭库存 2024 年 2 月 2 日数据为 586 万吨，同比降幅明显，环比 1 月库存有小幅上扬。我们预期 1Q24 动力煤价格整体震荡运行，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。内陆地区方面，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维持相对低位，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仓石。

新能源-风机/光伏组件价格：风机价格-2023 年风机价格大幅下降，陆上风机（不含塔筒）最低报价跌破 1,000 元/kW，中标均价下滑到约 1500 元/kW，。海上风机（含塔筒）最低报价去到 2700 元/kW。风机制造商为了抢占市场份额，出现价格战价格不断下滑。虽然 2023 年 3、4 季度价格出现小幅反弹回升，2024 年初又出现回落，陆上风机（不含塔筒）最低在 1,000 元/kW，但是预期 2024 年上半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。由于下游运营商的上网电价有走低压力叠加补贴拖欠仍待改善，因此电力运营商偏向将成本压力向上游整机厂传导消化。我们对上游风机制造商竞争情况持谨慎态度，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。

光伏组件价格-2024 年 2 月初光伏组件价格依旧徘徊低位。主流现货 182 单玻（集中式项目）均价在 0.90 元/W 左右环比小幅下滑。预期组件价格维持震荡走弱。短期预计组件库存仍有压力。我们预期 2024 年 1 季度组件价格仍然维持低位，过剩供给出清仍需要时间，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（836HK）。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将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：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，组件平均采购价格下降，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的信心。

风险：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) 三峡能源预期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：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年中国天然气表观消费量3,945.3亿方，同比上升7.6%。单12月，天然气表观消费量同比增长9.5%为376.5亿立方米。整体天然气需求改善。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。用气成本小幅回落以及经济恢复情况改善有利于用气需求优化。预期1Q24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。

我们对整体基本面维持中性乐观看法，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。2024年1/2月荷兰TTF月度现货价格下滑，现货价格为9.49/9.12美元/百万英热（2023年12月为约11.27美元/百万英热）。2月同比下滑约51.9%。美国Henry Hub1月/2月现货平均价格为3.21/2.09美元/百万英热。2月同比下滑约13%。我们预期美国HH现货价格短期2024年1季度反弹动力不高。中国现货（DES）2024年2月为9.6美元/百万英热，同比下降约50%。我们预期2024年1季度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2月5日，上海石油天然气交易中心LNG出厂价格全国指数下滑到4,740元/吨（1月5日5,899元/吨），比1月份回落。预期2024年1季度整体气价同比回落，气价成本同比优化。

2) 气源供给: 根据海关总署的数据, 2023年12月中国天然气产量同比上升2.9%为209亿方。天然气进口量同比增长23%到1,265万吨, 进口增速同比加快16.4%。2023年生产天然气2,297亿立方米, 同比增长5.8%。进口天然气11,997万吨, 同比增长9.9%。我们预期短中期以及2024年供应趋稳。

3) 天然气需求: 2023年12月, 全国天然气表观消费量376.5亿方, 同比上升9.5%。整体天然气需求有反弹。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。此外, 随着欧洲等国家对天然气需求减弱, 全球天然气需求中长期将聚焦在亚洲和中国。

-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1季度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1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: 1季度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中性乐观看法:

华润燃气 (1193 HK) 估值具有吸引力, 预期2024年1季度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: 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之分析员，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

本报告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任何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之分析员，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个人。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编制的报告。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。