

2024年二季度资本市场投资策略

2024年3月26日

长城证券产业金融研究院 总量策略

分析师：汪毅 S1070512120003
王小琳 S1070520080004
研究助理：王正洁 S1070122050011
杨博文 S1070122080042
丁皓晨 S1070122080002
简宇涵 S1070121120061

免费入群：qxcaiijing2023

读者群福利：

- 1、每日微信群内分享证券报、**华尔街日报**、金融时报
- 2、每日分享热门研报、热门会议纪要及优质资讯
- 3、不定时分享**最新热门书籍**、外刊杂志
- 5、所有内容均为内部学习交流使用，不可用作商业用途

扫一扫加小助手微信，马上入群~



免费入群：qxcaiijing2023

□ 核心观点：

- ✓ **经济展望：**美国消费需求旺盛，新一轮的库存周期逐渐开启，通胀仍较高，美联储可能仍不具备降息条件。中国的经济发展目标和政策基调更加积极进取，“新质生产力”等方面的政策落地可能加速。A股仍具备较高性价比，积极把握结构性机会。
- ✓ **海外股市对A股的借鉴：**（1）日本：“日特估”泛指那些价值被低估、有高分红、并且正不断提升治理效率（ROE）的日本上市公司。日本股市创新高反映的逻辑是日本经济复苏以及企业持续盈利，后续重点关注货币政策是否转变。（2）印度：股市持续上涨源于基本面强劲、高货币供应量、以及完善的股市制度。
- ✓ **A股业绩前瞻：**2023年量价双降，行业业绩分化，上游资源业绩下滑，中游传统制造、TMT科技业绩低迷，疫后出行消费复苏。亮点有黄金、工程机械、自动化设备、半导体、汽车、影视、消费等
- ✓ **A股结构性机会：**
 - （1）出海：未来一段时间，扩张海外市场可能是消化国内产能、增加企业利润和居民收入的一条可行途径。相关机会包括创新药、汽车、家电、跨境电商等方面。
 - （2）以AI为代表的新质生产力：以AI为代表的人工智能方向具有产业变革的长期确定性，业绩未来有望逐渐兑现。重点关注受益于英伟达产业链高景气的支撑硬件、受益于AI大模型升级的AI应用、国产替代催化下的国产芯片及服务器厂商。
 - （3）红利：低利率环境+资金空转+资产荒，高股息板块具有“类债”特点，受到资金偏好，其中煤炭是主要拉动力。长期仍具有机会，短期需重点关注后续国债利率走势。
- ✓ **风险提示：**美联储政策预期风险；国内需求复苏不及预期风险；汇率波动风险；部分公司业绩不及预期风险；地缘冲突风险等。

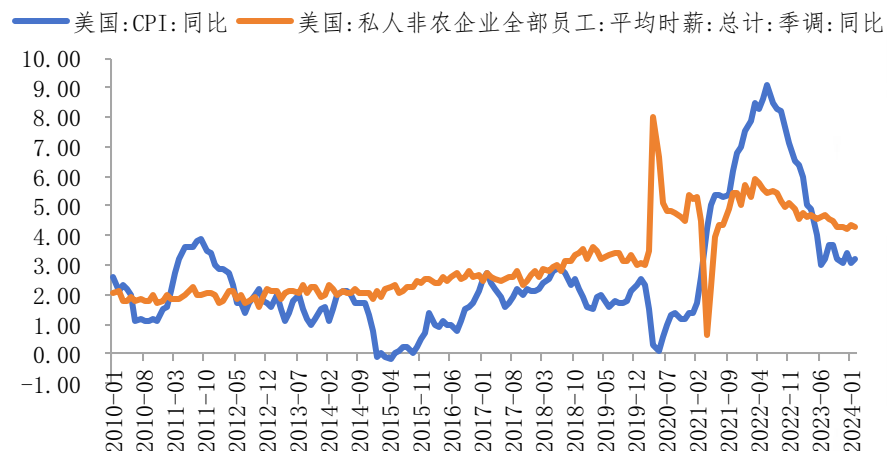
01

经济展望

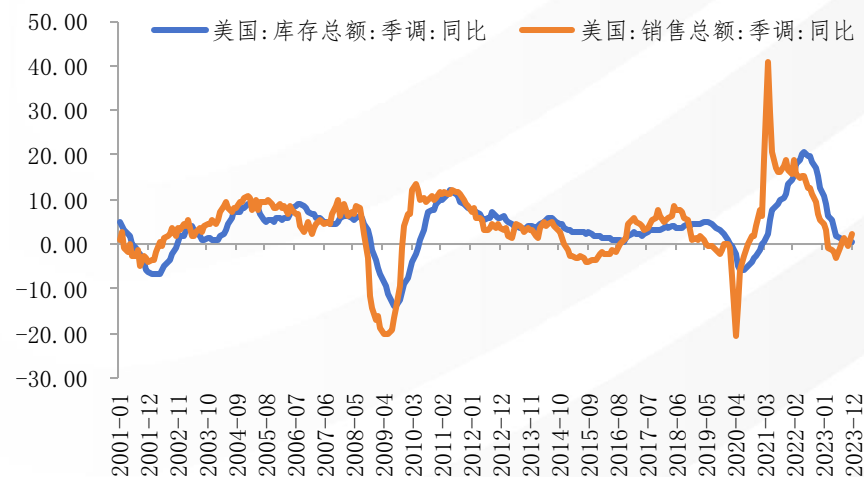
□ 美国：美联储可能仍不具备降息条件

- ✓ 美国消费需求旺盛，工资增速仍然较高。
- ✓ 美国新一轮的库存周期逐渐开启，通胀仍较高，美联储可能仍不具备降息条件。

图表：美国CPI增速（%）和平均时薪增速（%）



图表：美国库存总额同比（%）和销售总额同比（%）



□ 中国：政策仍存发力空间

✓ **今年经济发展目标和政策基调更加积极进取：**2024年GDP增速、CPI增速、城镇调查失业率等目标和2023年基本一致，城镇新增就业由2023年的“1200万人左右”提高至“1200万人以上”。

✓ **2024政府工作报告相关投资机会：**

- 1、加快发展“新质生产力”：**加快推进新型工业化，提高全要素生产率。重点关注后续在新能源、新材料、先进制造、电子信息、人工智能及应用等战略性新兴产业方面的政策落地，以及国有企业提高经营生产率方面的政策出台。
- 2、产业链+供应链优化升级：**着力补齐短板、拉长长板、锻造新板。巩固扩大智能网联新能源汽车等产业领先优势，加快前沿新兴氢能、新材料、创新药等产业发展，积极打造生物制造、商业航天、低空经济等新增长引擎。
- 3、深入推进数字经济创新发展，开展“人工智能+”行动：**数字经济和人工智能面临巨大的产业变革和升级机遇，政府工作报告提出要进一步开展“人工智能+”行动，促进数字技术和实体经济深度融合。
- 4、促消费、稳增长、扩内需：**要从增加收入、优化供给、减少限制性措施等方面综合施策，激发消费潜能。包括传统消费、大宗消费、新型消费等
- 5、推动外贸质升量稳，加大吸引外资力度：**“出海”相关投资机会值得期待。同时加大吸引外资力度。继续缩减外资准入负面清单，全面取消制造业领域外资准入限制措施，放宽电信、医疗等服务业市场准入。
- 6、增强资本市场内在稳定性：**提升公司质量、发挥证券基金作用、优化分红回购减持、完善退市、严打违规、引入中长期资金等相关制度仍将持续完善，有助于维护市场稳定，提振市场信心，让投资者敢于投资，进一步引导更多资金入市。

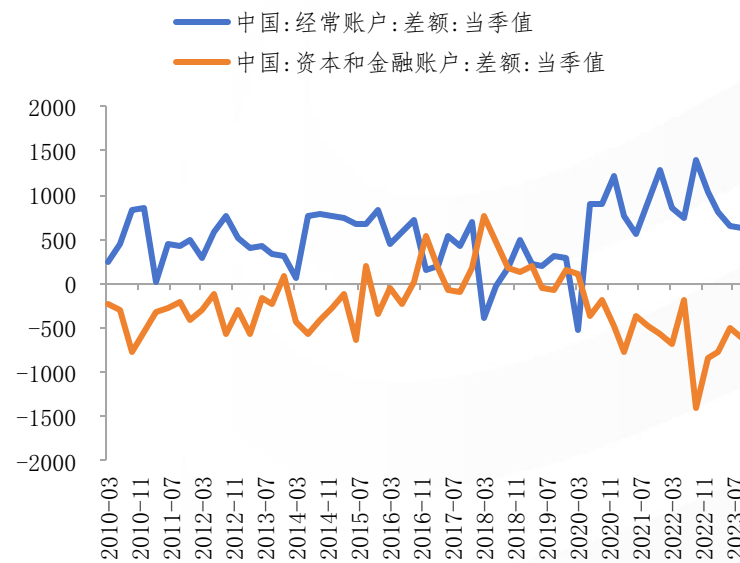
□ 汇率：人民币存在一定贬值压力

- ✓ 中国经常账户保持一定规模顺差，但是呈现下降走势；资本和金融账户逆差有所收窄。中国国际收支口径FDI同比降幅收窄，但是压力仍在。人民币仍存在一定的贬值压力。

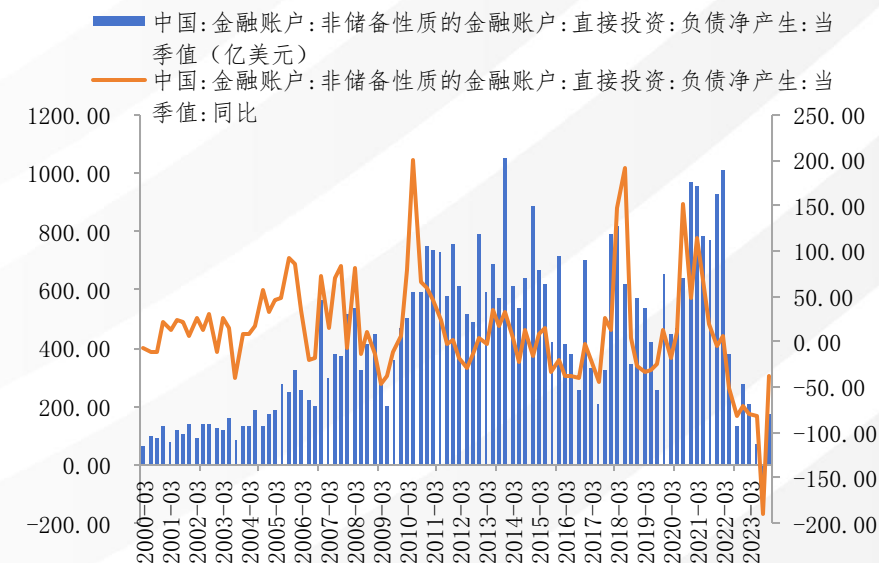
图表：人民币汇率



图表：经常账户差额、资本和金融账户差额（亿美元）



图表：FDI当季值和同比（%）（国际收支口径）

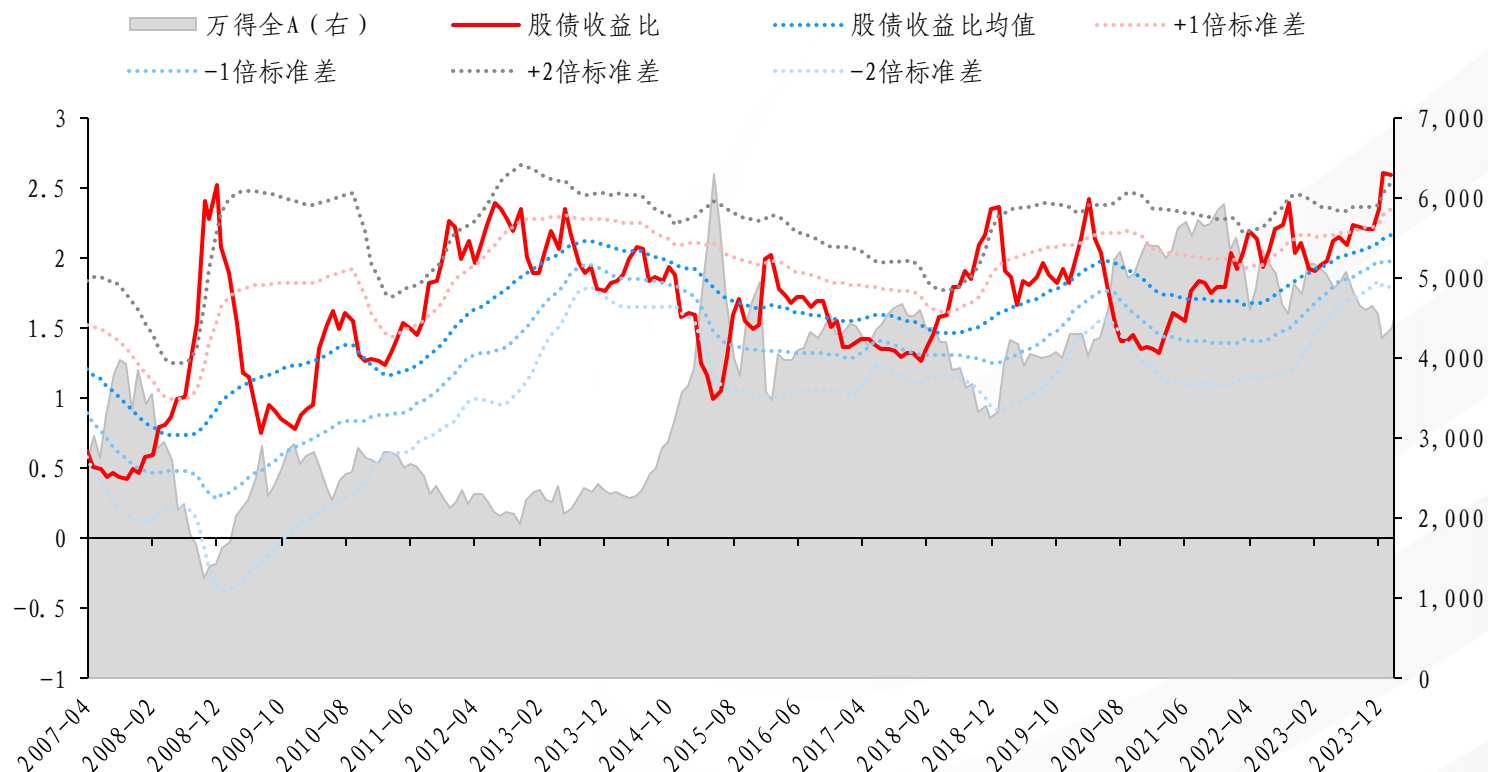


数据来源：Wind，中国货币网、全国银行间同业拆借中心，国家外汇管理局，长城证券产业金融研究院

国内股市：当前A股具备性价比

- ✓ 我们使用万得全A与10年期国债收益率的比值构建股债性价比指标。整体来看，万得全A的股债性价比上升至2倍标准差附近，股债性价比指标历史分位数（2005年以来）位于99%附近。当前A股具备性价比。

图表：万得全A股债收益比（截至2024.3.22）



数据来源：Wind，中债估值中心，长城证券产业金融研究院

02

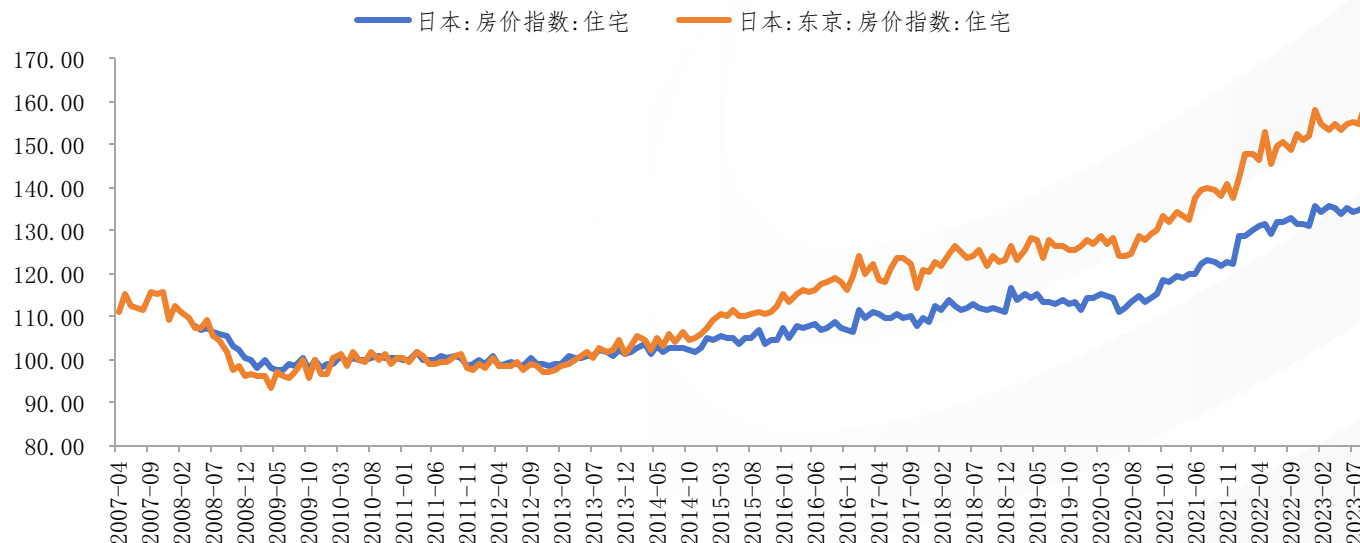
海外市场经验借鉴 日本和印度



□ “日特估” 的背后逻辑

- ✓ “日特估” 泛指那些价值被低估、有高分红、并且正不断提升治理效率（ROE）的日本上市公司。
- ✓ 从根本上来讲，日本股市创新高反映的是日本经济的复苏。2013年之后，日本房地产泡沫基本出清，日本企业利润增长带动了股市的长期上涨。安倍经济学“三支箭”——激进的宽松货币政策、积极的财政政策以及促进增长的结构性改革，日本股市重返上涨通道。
- ✓ 2020年疫情后，全球主要国家的救市政策给日本带来了再次通胀的机会。再加上疫情后消费服务业复苏、全球科技浪潮、上市公司提升治理效率等措施，日本股市突破历史高位。

图表：日本房价指数



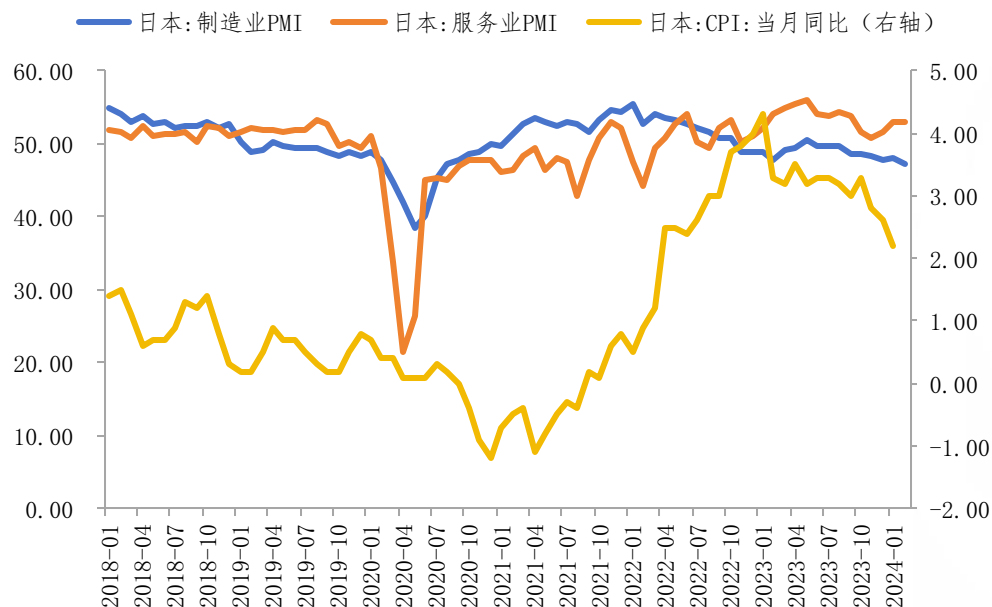
数据来源: Wind , 国际清算银行, 长城证券产业金融研究院

日本股市持续上涨的原因

盈利方面：1、经济基本面有所改善、摆脱通缩、汇率贬值，推升企业盈利

- ✓ 2022 年以来，日本经济持续修复，尤其是**服务业PMI**保持高景气。日本**CPI**回升有助于提升企业盈利。
- ✓ 2023年，日本延续了大规模宽松政策（YCC 政策），日元相对美元**贬值**。由于日本企业海外收入占比较高，贬值也助推了日本企业盈利。

图表：日本PMI、日本CPI（%）



图表：美元对日元汇率



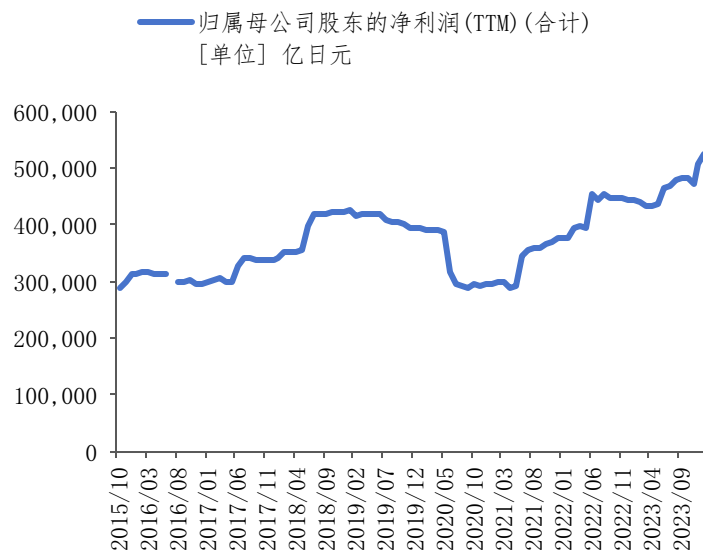
数据来源：Wind、日本统计局，日本内阁府，美联储，长城证券产业金融研究院

日本股市持续上涨的原因

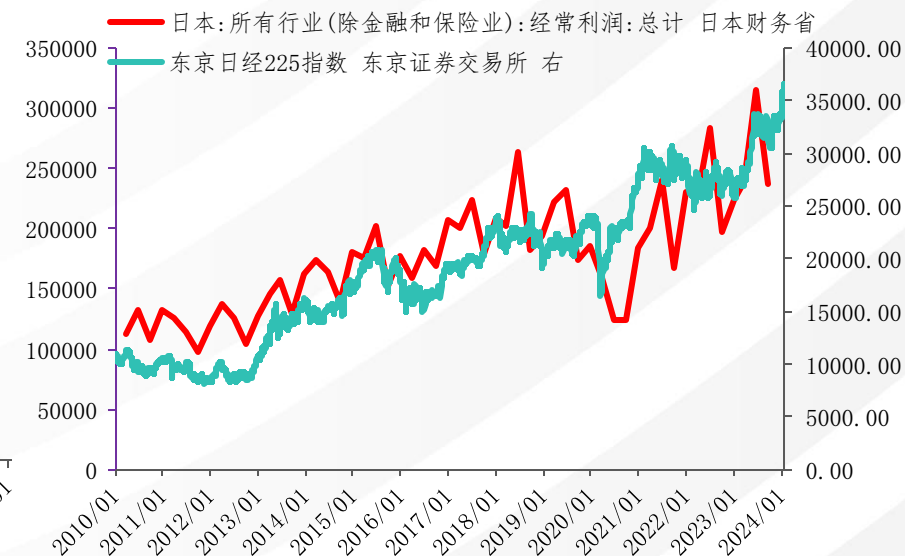
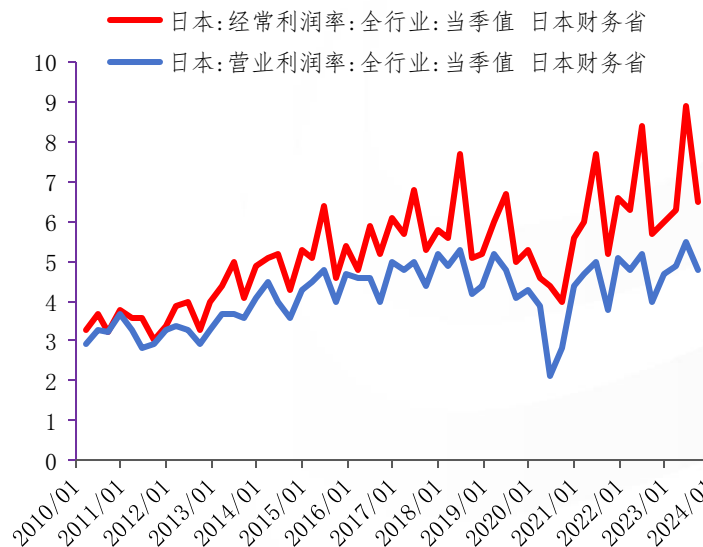
盈利方面：2、企业盈利改善推动日股上涨

- ✓ 2015年10月，东证所全部股票归属母公司股东的净利润为29.0万亿日元，2024年1月增长至52.5万亿日元，累计涨幅高达81%。
- ✓ 2010至2023年，日本所有行业经常利润走势与日经225指数变化大体同步。日本企业盈利持续改善，是日股上涨的重要推动因素。

图表：东证所全部股票归属母公司股东净利润（亿日元）



图表：全行业经常利润率和营业利润率(%) 图表：日经225指数与日本经常利润（亿日元）

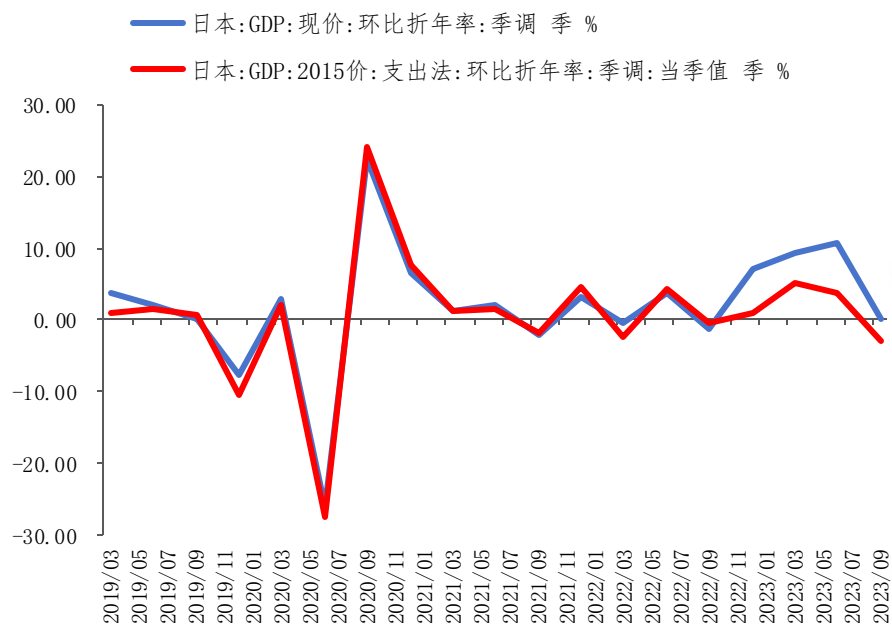


日本股市持续上涨的原因

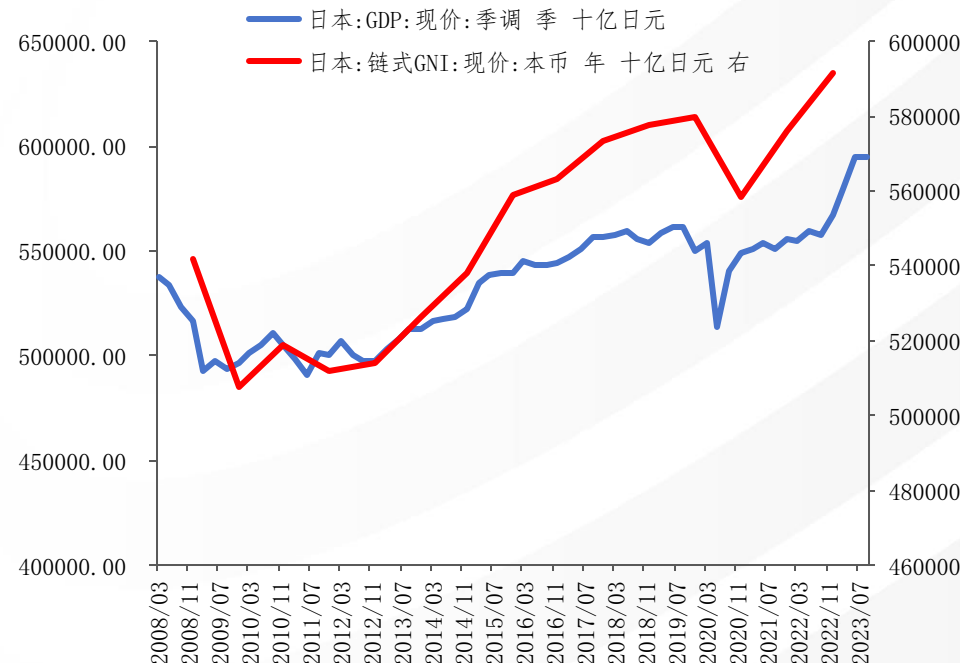
盈利方面：3、企业持续盈利未能完全反映到GDP中

- ✓ 2023年日本名义GDP增速较过去两年出现明显上升，但剔除价格因素后，实际GDP增长率依然保持温和水平。
- ✓ 日本企业利润和经济增速的背离，一定程度上导致日本国民总收入GNI增幅略高于日本GDP增幅。

图表：日本名义GDP增速和实际GDP增速（%）



图表：日本GDP和GNI（十亿日元）



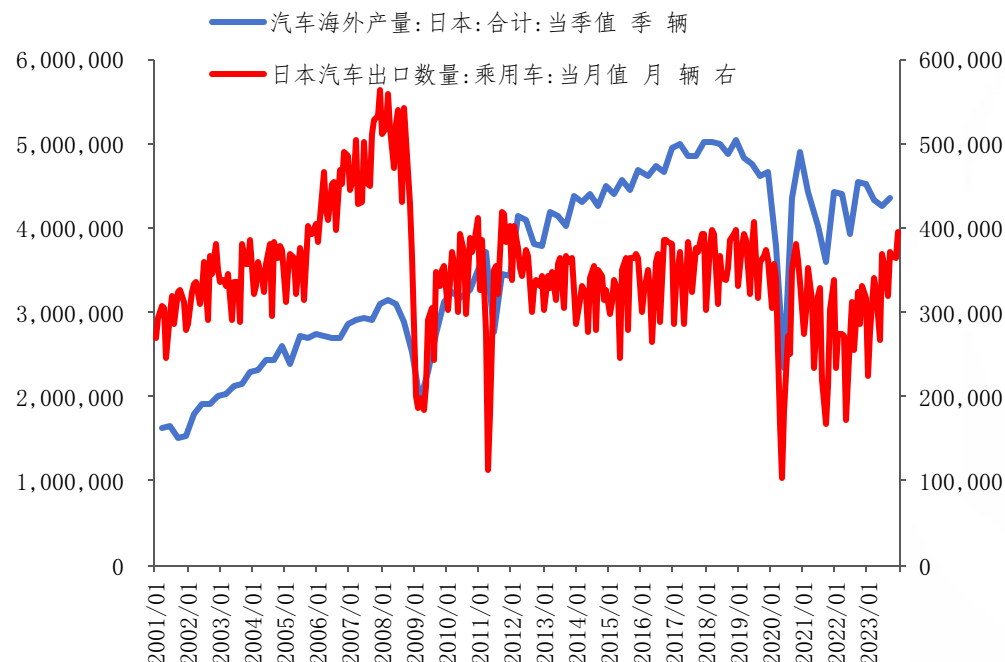
数据来源：iFind、日本内阁府，长城证券产业金融研究院

日本股市持续上涨的原因

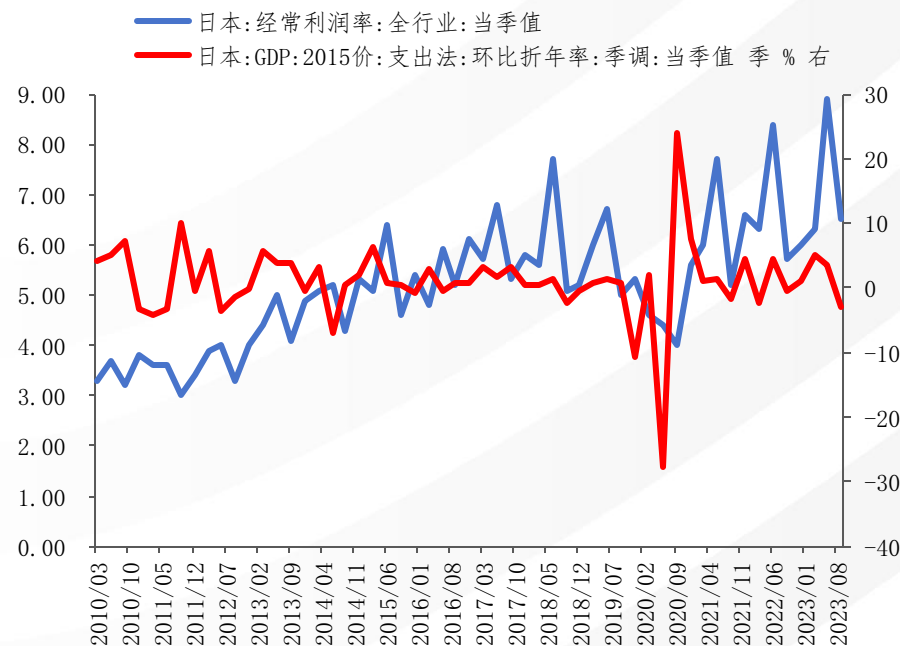
盈利方面：4、相当一部分跨国企业盈利增长源于海外业务增长，而非出口增加

- ✓ 2008年后日本上市企业加速海外业务布置，海外产量逐渐超过出口数量。以汽车为例，2008年底，日本乘用车出口数量骤降，而日本汽车海外产量从2001年至2019年持续上升。
- ✓ 日本企业海外业务的业绩体现在其整体盈利当中，企业盈利助推其股票繁荣，但并不计入日本GDP，这引发了日本企业利润和经济增速之间的背离。

图表：日本汽车海外产量（辆）和汽车出口数量（辆）



图表：日本GDP增速（%）与全行业经常利润率（%）



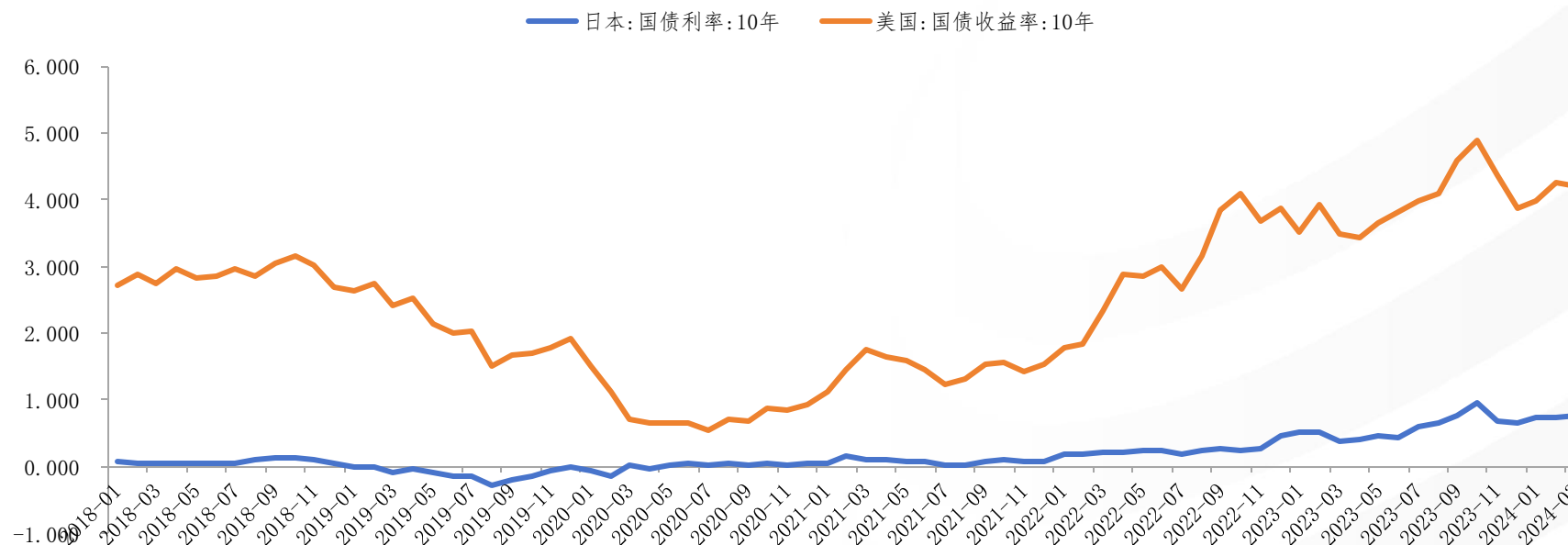
数据来源：Wind，日本国际协力银行，日本自动车工业协会，日本内閣府，世界银行，长城证券产业金融研究院

日本股市持续上涨的原因

估值方面：1、日本维持宽松的货币政策

- ✓ 2022年以来，日本央行坚持收益率曲线控制框架（YCC），利率和美国拉大。
- ✓ 日本央行延续宽松货币政策提升了日本股市估值的相对吸引力。

图表：日本10年期国债利率（%）、美国10年期国债利率（%）



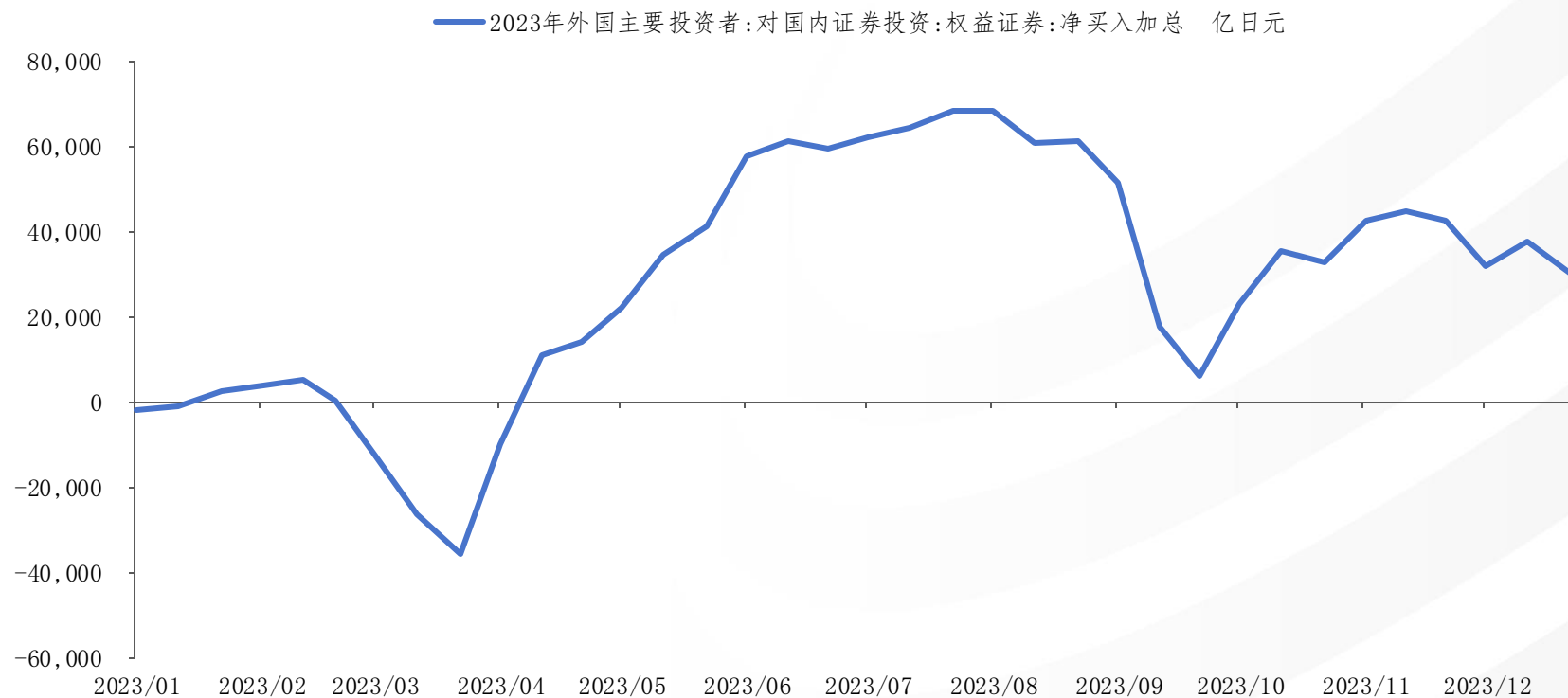
数据来源：Wind、日本央行，美联储，国际清算银行，长城证券产业金融研究院

□日本股市持续上涨的原因

估值方面：2、以巴菲特为代表的外资涌入日本股市

- ✓ 巴菲特2020年起开始投资日本的“五大商社”（伊藤忠商事、丸红、三菱商事、三井物产和住友商事），并在2022年进一步增持。
- ✓ 2023年，国外主要投资者对日本权益证券的资本净流入累计约为30088亿日元。

图表：海外对日本权益证券的累计净买入（亿日元）（2023年）

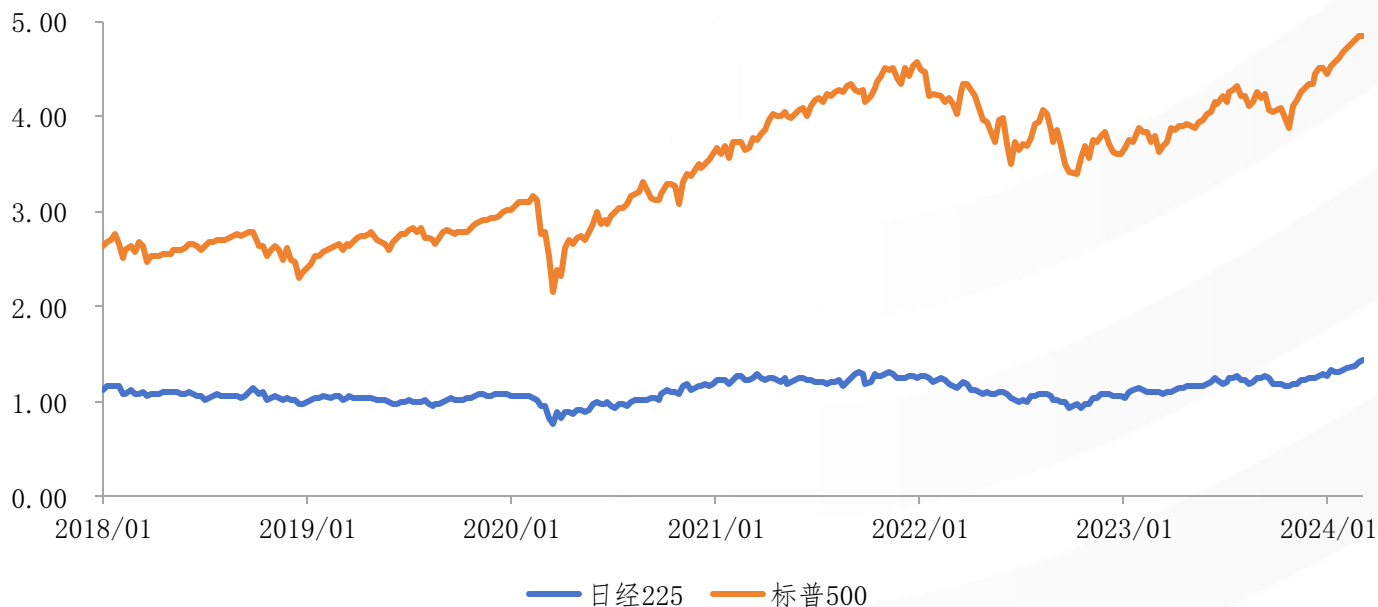


□日本股市持续上涨的原因

估值方面：3、东京证交所推进公司治理措施，“日特估”更进一步

- ✓ 日本市场对PB、ROE的重视程度逐渐提升。
- ✓ 2023年3月，东京证交所发布《关于提高资金成本和股价经营关注度的要求》，要求主板市场以及标准市场的上市公司关注企业的资本成本以及盈利能力，并且在董事会上提出改进目标、制定相关政策，最后积极推动并在财报中披露。

图表：日经225市净率（PB）、标普500市净率（PB）



数据来源：Wind，长城证券产业金融研究院

□日本股市持续上涨的原因

估值方面：3、东京证交所推进公司治理措施，“日特估”更进一步

图表：东京证交所上市公司治理的具体措施

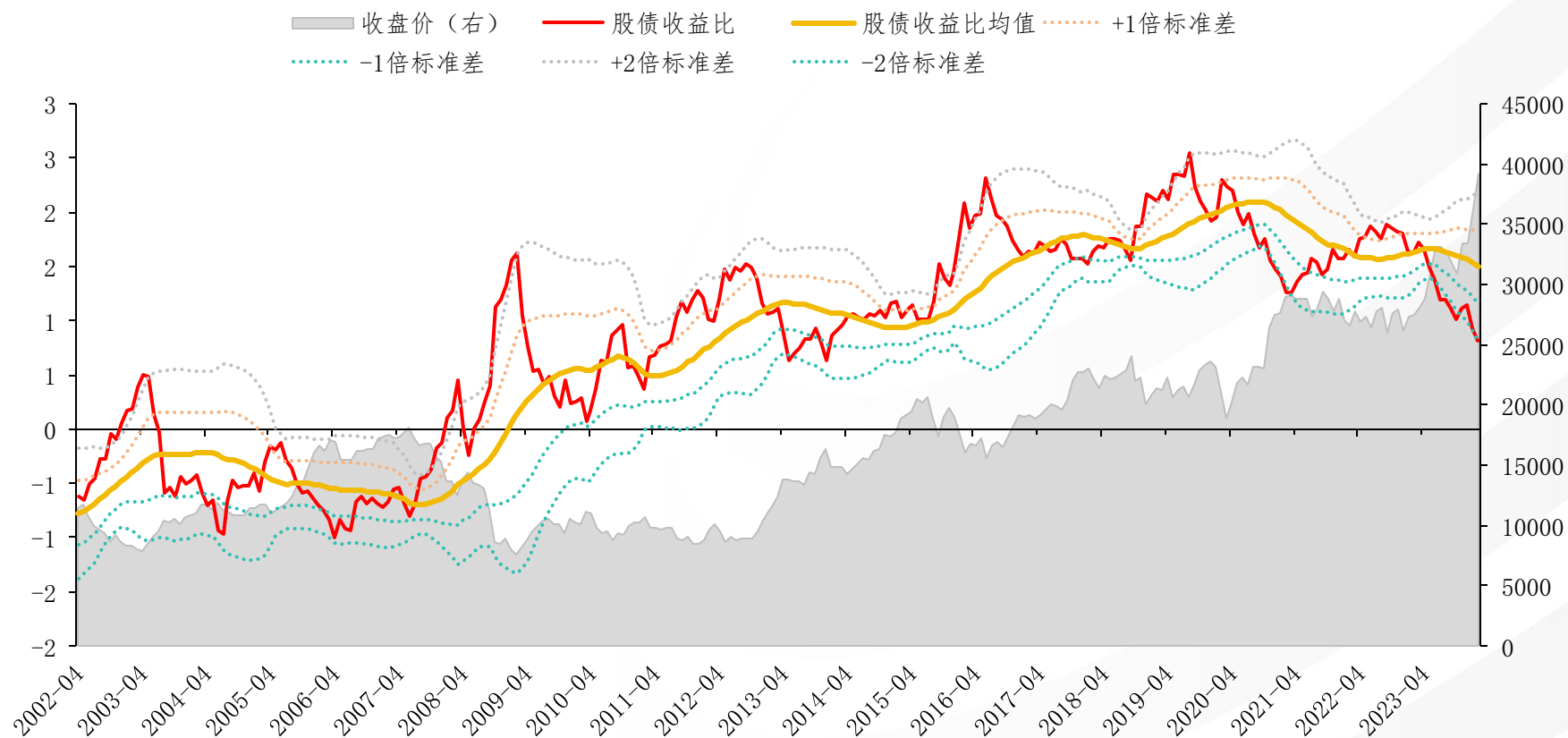
日期	措施
2023年1月	东京证券交易所公布市场重组审查会议的讨论情况
2023年3月31日	东京证券交易所公布《关于实现关注资金成本和股价经营要求》的文件，文件中要求主板市场和标准市场的上市公司提高企业价值和资本效率，从而提升股价
2023年4月	东京证券交易所进行了架构重组，将市场部门重组为三个市场：主板市场（ Prime Market ）、标准市场（ Standard Market ）和成长市场（ Growth Market ）
2023年4月18日	金融厅公布了一项行动计划草案，其中总结了提高资本效率和外部董事素质等旨在实现公司可持续发展的措施
2023年4月26日	金融厅公布了《实质性公司治理改革行动计划》，总结了现阶段的三大重要课题
2023年9月20日	东京证券交易所表示，决定从2024年11月5日起，将交易时间从当地时间下午3点延长到下午3点30分
2024年1月	日本政府正在提高投资者在NISA的投资额度，简化了资金存入账户的手续，并取消了对NISA免税持有期限的限制
2024年1月15日	东京证券交易所公布了首份个股“光荣榜”。“光荣榜”列出了满足交易所的“自愿请求”、制定了提高资本效率的业务计划的公司名单
2024年4月	取消公司在第一和第三季度发布财务监管报告的要求，只保留业绩报告，但仍需每半年提交一次更为详尽的财务监管报告

数据来源：iFinD、日本财务省，华尔街见闻，澎湃新闻，新浪财经，长城证券产业金融研究院

日本股市：日经225股债收益比下降至-2倍标准差附近

- ✓ 我们使用日经225指数和日本10年期国债收益率的比值构建日本股债收益比指标。整体来看，日经225的股债收益比下降至动态-2倍标准差附近。当前日经225的性价比有所下降。

图表：日经225指数股债收益比（截至2024.3.22）



数据来源：Wind，日本财务省，长城证券产业金融研究院

印度股市上涨成因分析

印度股市长期上涨

- ✓ 近20年，印度股市表现强劲。2000年1月至今，印度孟买Sensex30指数上涨12.60倍，其涨幅是标普500指数的4.99倍。
- ✓ 2000年至2024年2月29日，孟买Sensex30的收益率为1248.82%，持续领先于全球其他主要指数。

图表：印度孟买Sensex30指数



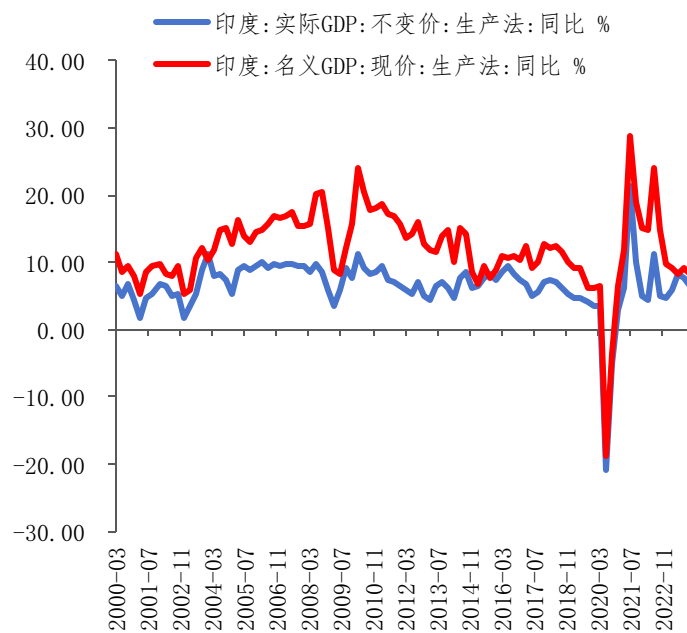
数据来源：iFind、长城证券产业金融研究院

印度股市上涨成因分析

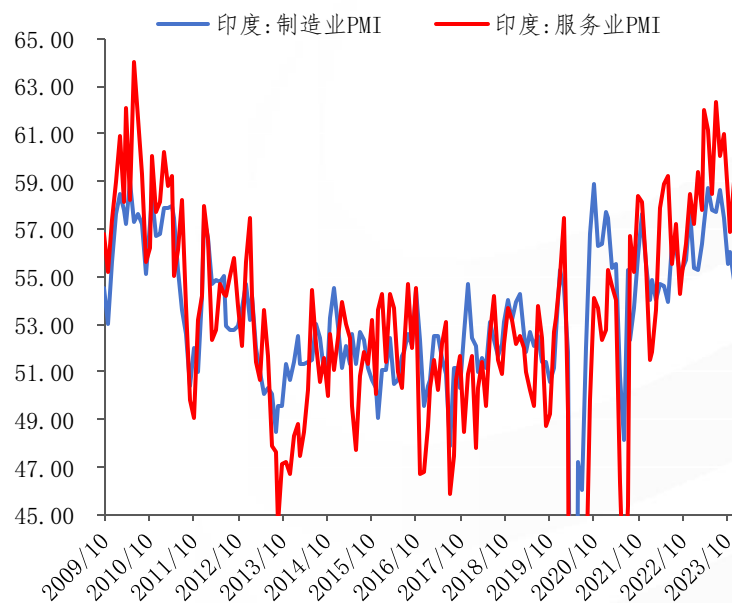
印度经济基本面强劲

- ✓ 过去**20年**，印度实际**GDP**增速保持高位，2000年至2019年实际GDP同比复合增速为6.68%，是世界经济增速最快的国家之一。2023年第三季度，印度实际GDP同比增速为7.64%
- ✓ 截至2024年2月，印度制造业、服务业和综合PMI均位于荣枯线以上，经济总体呈扩张趋势。
- ✓ 印度人口结构年轻，少年儿童人口数量较高，中青年劳动力人口较为充足，尚未步入老龄化社会。

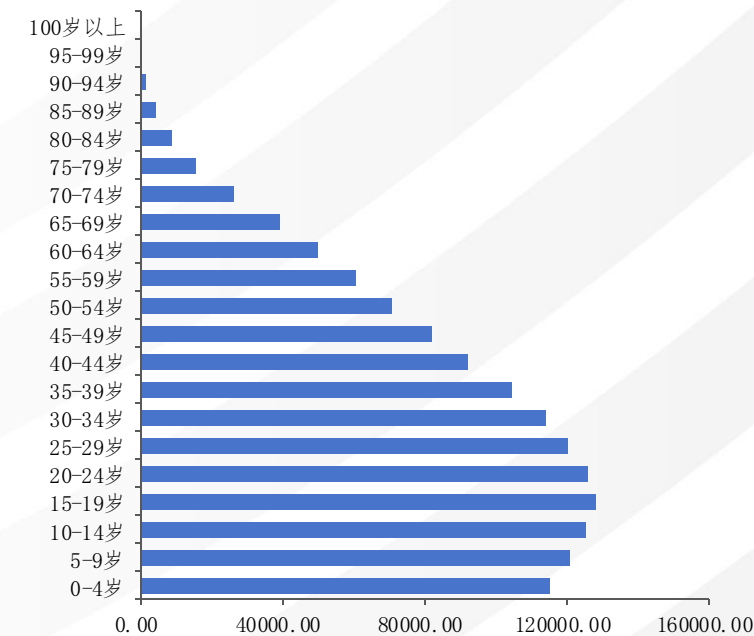
图表：印度GDP同比增速



图表：印度PMI



图表：2022年印度人口结构（千人）



数据来源：iFinD，联合国人口司，世界银行，印度统计局，长城证券产业金融研究院

印度股市上涨成因分析

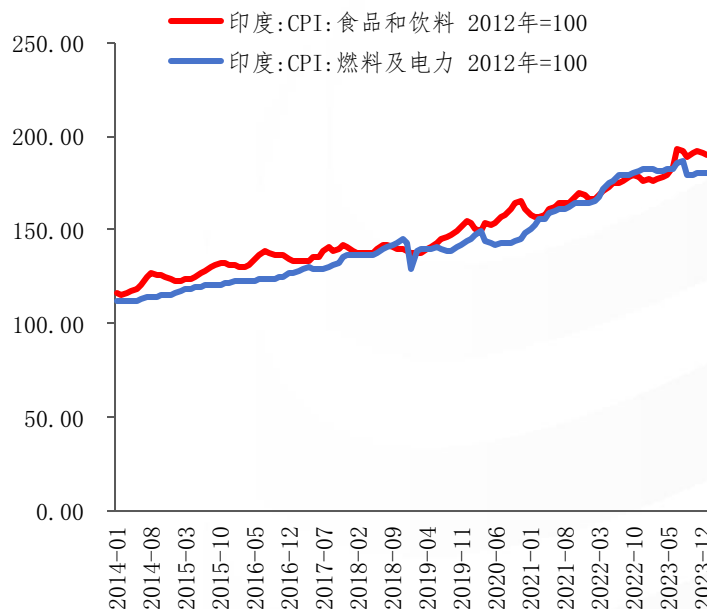
通货膨胀是印度股市持续上涨的一大助力

- ✓ 货币环境来看，印度CPI上涨速度长期处于较高位置。2014年1月至2024年1月，印度CPI同比增长平均为5.17%。
- ✓ 受输入性通胀影响，印度食品及能源价格高企，推动印度整体价格水平持续抬升。印度食品和饮料权重占整体CPI的45.86%，2024年1月，食品和饮料CPI同比增长率为7.58%，当前增长率高于2014至2023年的均值5.08%。

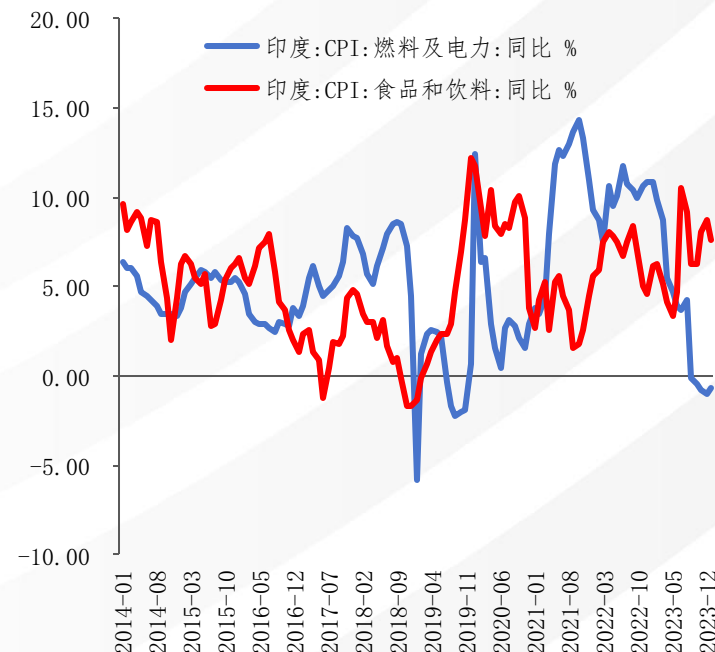
图表：印度CPI（%）



图表：印度CPI分项



图表：印度CPI分项同比



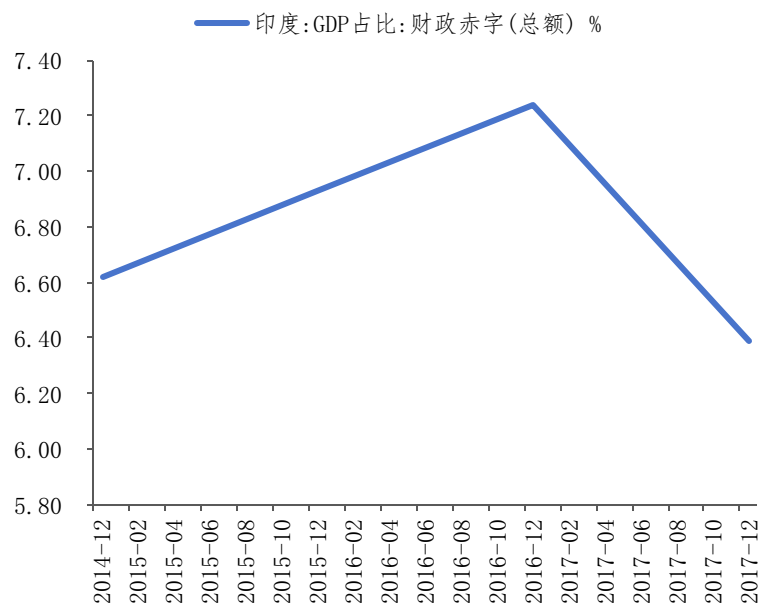
数据来源：iFinD、印度统计局，长城证券产业金融研究院

印度股市上涨成因分析

高货币供应量维持高赤字率

- ✓ 货币供应量持续增长，2000年至今，印度M2上涨约18.23倍，平均同比增速为13.15%；卢比贬值幅度达90.6%。
- ✓ 印度高企的财政赤字或许是货币供应量的一大成因。2014至2017年印度财政赤字占GDP的比例一直位于6%以上，政府收入账户和总体账户赤字持续高位。
- ✓ 估值角度来看，2015年9月至今，孟买Sensex30指数市盈率维持在20至25的区间，股价上涨并未带动股票估值显著提升。
- ✓ 考虑到卢比贬值，印度孟买Sensex30指数换算成美元之后，2000年至今孟买Sensex30指数的实际涨幅为607.23%，涨幅砍半，是同期标普500指数涨幅的2.43倍。

图表：印度财政赤字占GDP的比重



图表：印度M2



图表：美元兑卢比汇率

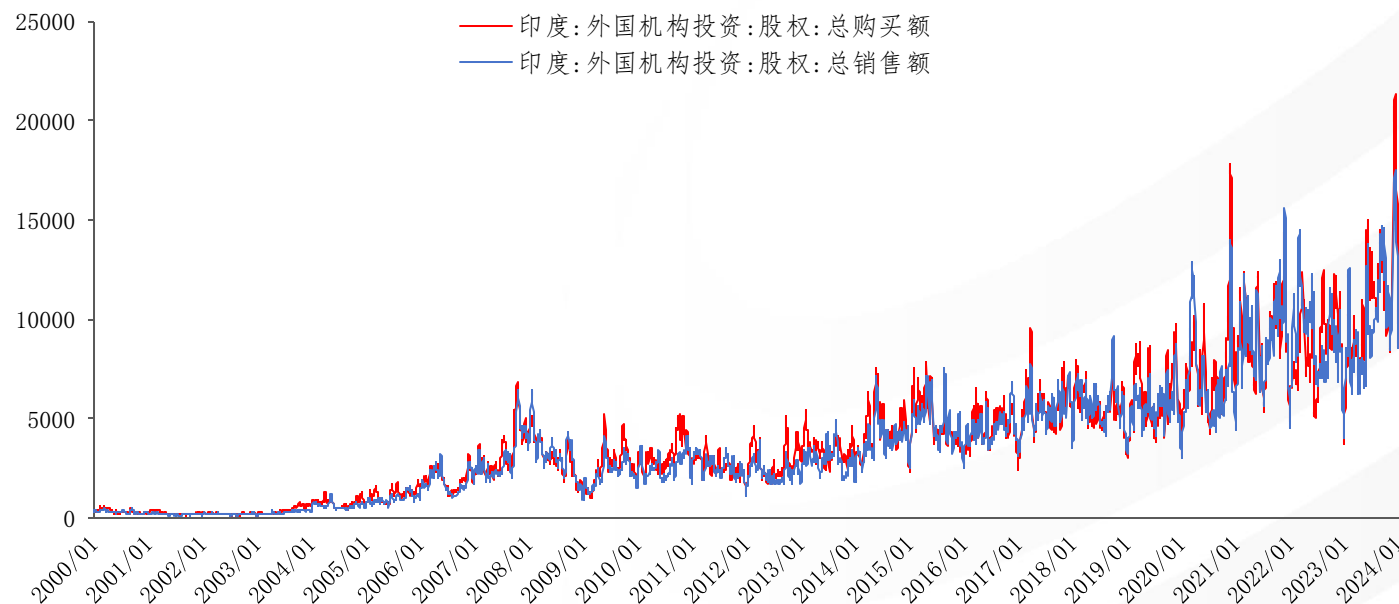


印度股市上涨成因分析

印度股市制度较为完善，政策优惠吸引外资大幅流入

✓ 外资方面，印度政府出台了包括外资准入制度改革，公司税改革等在内的激励政策，外国直接投资呈上升趋势。

图表：外国机构股权投资（千万印度卢比）



数据来源：Wind，印度证券交易委员会，世界交易所联合会，上海证券交易所资本市场研究所
《全球证券交易所系列研究之印度证券交易所》长城证券产业金融研究院

印度股市上涨成因分析



印度股市制度较为完善，政策优惠吸引外资大幅流入

- ✓ 股市制度方面：（1）印度股票市场不存在“退市风险警示”期，强制退市的惩罚严厉。
- （2）衍生品交易市场在国家交易所的推动下不断扩容，低费率的收费机制降低了短线交易成本。
- （3）交易所公司制变革促进行业革新，带来市场实践和交易活跃程度的显著变化。
- （4）印度证券交易委员会（SEBI）主席表示，SEBI将在3月28日启动可选的T+0交易结算周期。

图表：印度与中国退市制度对比

退市制度	印度	中国
退市程序	退市不存在“过渡期”。一旦交易所认为上市公司有停牌的必要，经专门小组决议通过，其决议在 15 日申诉期过后立即生效。	沪深交易所设立风险警示板，包括警示股票和退市整理股票；北交所目前设置风险警示股票和退市整理股票。上交所退市整理期为15个交易日，该期限届满后5个交易日内予以摘牌，公司股票终止上市；深交所和北交所退市整理期为15个交易日，该期限届满后次一交易日内予以摘牌，公司股票终止上市。
退市标准	定性与定量相结合，对上市公司股票的流动性与成交量、对上市协议的遵守合规情况、对操纵市场等严重违法违规情况，以及对公司金融债务风险都更加重视。对收入、利润、现金储备、有形资产以及分红情况等反映公司财力的指标均有关注。	可归纳为（1）交易类标准：对收盘价，股东数量等低于某一阈值；（2）财务标准：对上市公司净利润、净资产或营业收入低于某一阈值；（3）规范运作方面存在重大缺陷；（4）存在重大违法行为；（5）其他标准。
投资者保护	在强制退市的情形下，印度证券交易所将委任独立的评估团队对被强制退市公司的股票进行估值，被退市公司必须以该团队的评估价格在退市决定下达的三个月内向所有公共持股者回购其公司股票，除非投资者自愿继续持有该公司股票。	个人投资者买入退市整理股票的，应当具备2年以上的股票交易经历，且以本人名义开立的证券账户和资金账户内资产在申请权限开通前20个交易日日均(不含通过融资融券交易融入的证券和资金)在人民币50万元以上。
退市后果	公司被强制退市的惩罚非常严厉，并且落实到上市公司董事及发起人个人。当一家上市公司被强制退市后，该上市公司的董事、发起人以及他们所发起成立的所有公司，在 10 年内都不得以直接或间接方式进入证券市场或申请重新上市。其董事及发起人不得在向社会公众投资者提供退出机会前担任其他上市公司董事。	退市公司规范履行信息披露义务，不存在重大违法违规行为的，可以按照证监会有关规定申请发行股票或者进行重大资产重组等。符合条件的退市公司，还可以申请股票在交易所重新上市或在全国中小企业股份转让系统挂牌。

03

A股业绩显微镜



□ 总结



23年量价双降，行业业绩分化，上游资源业绩下滑，中游传统制造、TMT科技业绩低迷，疫后出行消费复苏。

- ✓ 2023年业绩预告和业绩披露，整体披露率64.9%。
- ✓ 回顾：21年海外需求旺盛，量升推动全A业绩高速增长；22年通胀，价升维持业绩稳增长；23年，量价双降，在高基数下，业绩增速向均值回归。

图表：23年业绩亮眼方向总结（截至2024.3.15）

细分行业	2023年净利润预告 (亿元)	2022年净利润 (亿元)	预告增速	市盈率 TTM (倍)	代表公司	代表公司业绩加总后增速	业绩出色原因
黄金	61	55	10.5%	37	山东黄金、中金黄金	26.9%	黄金销售价格高于上年同期
工程机械整机	85	55	54.1%	21	三一重工、中联重科	中联重科：46.8%	国内工程机械市场下行调整，但国际市场快速增长。
自动化设备	72	48	49.5%	40	汇川技术、中控技术	14.4%	面向新能源汽车的自动化设备业务大幅增长
半导体设备	81	61	32.80%	52	北方华创、中微公司	52.8%	集成电路制造新建产线多采用国产设备和材料
乘用车	290	138	110.2%	19	比亚迪、长安汽车	比亚迪：69.4%	新能源汽车销量提升
商用车	66	-8	扭亏为盈	22	宇通客车、一汽解放	111.4%	海外客车市场需求恢复，国内旅游客运市场需求恢复
汽车零部件	280	110	155.2%	23	拓普集团、均胜电子	67.6%	新能源汽车销量提升带动零部件市场回暖
影视院线	6	-65	扭亏为盈	49	万达电影、中国电影	157.8%	全国票房同比大增，观影人数同比大增
白酒	737	648	13.7%	26	贵州茅台、五粮液	贵州茅台：12.4%	白酒行业业绩稳健增长
零食	12	4	242.5%	28	盐津铺子、三只松鼠	66.0%	零食销量增加，原材料成本下降
乳品	14	3	365.0%	19	伊利股份、光明乳业	光明乳业：150.5%	销量增长，材料价格下降
餐饮	2	-4	扭亏为盈	38	同庆楼	216.8%	疫情后餐饮恢复
酒店	15	-10	扭亏为盈	35	锦江酒店、首旅酒店	518.8%	疫情后酒店业务恢复
自然景区	15	-11	扭亏为盈	32	黄山旅游	397.4%	疫情后旅游人次恢复

数据来源：WIND、公司财报，长城证券产业金融研究院

备注：2023年各行业净利润并无完全披露，上表中已统计的各行业2023年净利润增速与最终实际值存在区别的可能

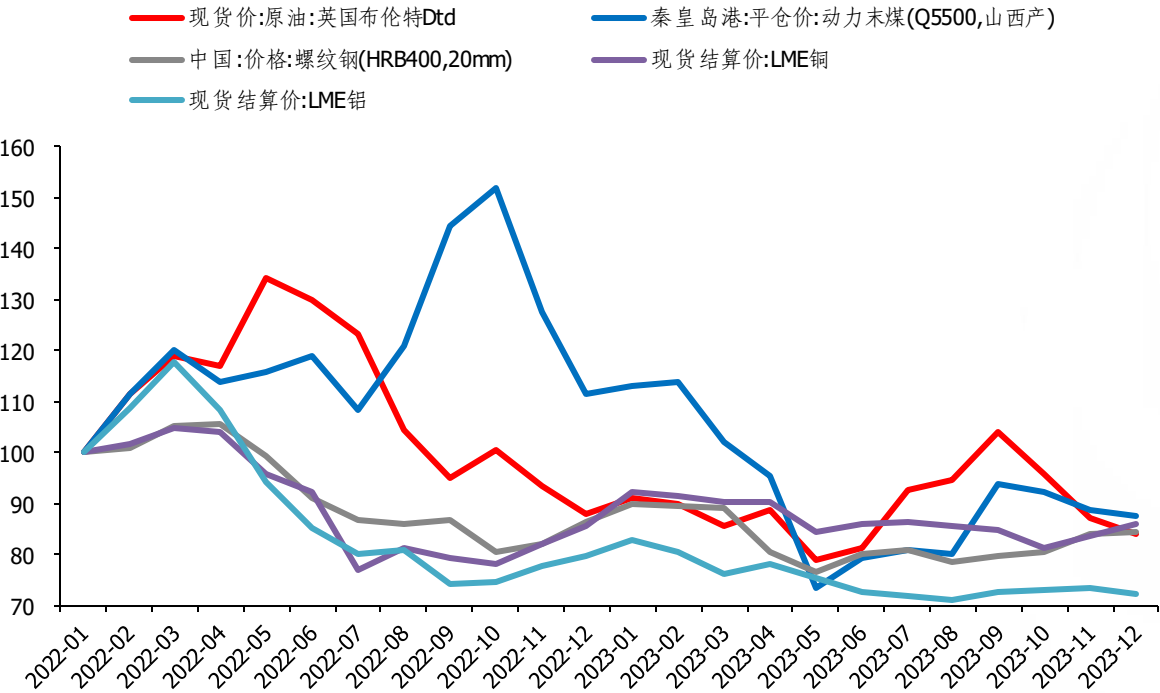
上游资源：通胀回落，行业利润增速普遍回落



全球加息通胀回落，国内PPI同比转负，能源工业品价格普遍下跌，煤炭钢铁业绩大幅下滑，工业金属、石油石化业绩彰显韧性，黄金高景气。

- ✓ 行业观察：业绩增速较好的细分行业，黄金（利润增速28.9%，下同） > 陆上油田（5.9%） > 铜（3.9%） > 铁矿石（-3.1%） > 海上油气（-8.7%） > 铝（-11.5%）。
- ✓ 个股观察：业绩逆势增加的企业普遍资源禀赋较好，存在原料自给率较高的特征，如三桶油、紫金矿业、中国铝业等。

图表：能源钢材价格普遍下跌，铜价小幅震荡，铝价下跌（价格指数化）



数据来源：WIND、钢铁之家、公司财报，长城证券产业金融研究院

备注：2023年各行业净利润并无完全披露，上表中已统计的各行业2023年净利润增速与最终实际值存在区别的可能

图表：上游资源细分行业最新业绩（单位：亿元）（截至2024.3.15）

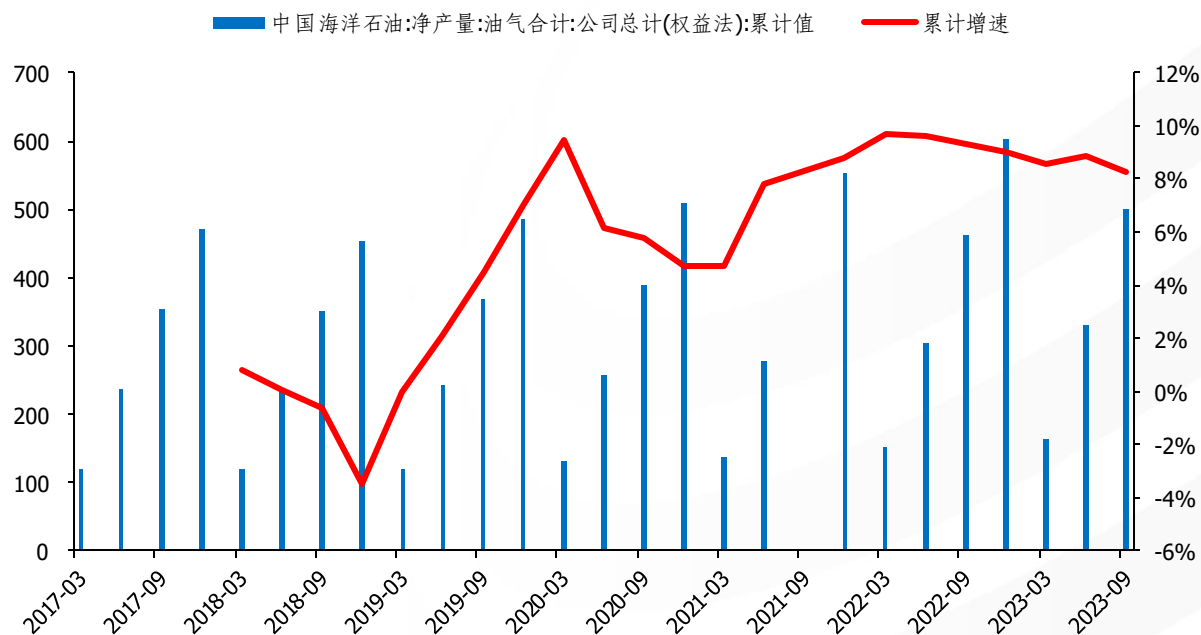
上游资源	2023年净利润预告	2022年净利润	预计增速	2023年前三季度净利润	2022年前三季度净利润	营收增速
铁矿石开采	12	12	0.7%	28	29	-3.1%
冶钢辅料	3	9	-66.5%	45	79	-42.8%
钢铁生产	53	30	披露较少	180	272	-33.8%
铜	225	248	-9.1%	377	363	3.9%
铝	99	141	-30.3%	277	313	-11.5%
锂	137	688	-80.2%	366	554	-33.9%
稀土	28	82	-66.0%	21	72	-71.5%
黄金	61	55	10.5%	69	54	28.9%
动力煤	632	899	-29.7%	1502	2016	-25.5%
焦煤	30	41	-25.9%	392	506	-22.5%
焦炭III	-8	49	-116.0%	11	49	-78.0%
陆上油田			未披露	2094	1977	5.9%

□上游资源中的景气赛道：海上油气和高温合金

传统上游行业中也存在稀缺性高的成长细分领域，且业绩在行业中表现亮眼，海上油气和高温合金。

- ✓ 海上油气：海上油田，迎来“黄金开采”时代，增储上产是国家和行业的核心战略，未来油气产量保持强劲增长，行业营收增速值得期待。关注中国海油。
- ✓ 高温合金：隶属细分行业“先进金属材料”，主要应用于国内飞机、航空发动机，受国家政策的支持，中国航空航天产业的快速发展带动高温合金的需求，市场处于扩容状态，国际竞争者无法进入国内市场，行业成长性较好。高温合金，前三季度营收增速32.6%，扣非归母净利润增速25.3%。关注图南股份，国内飞机、航空发动机用高温合金和特种不锈钢无缝管材的主要供应商，2023年年度业绩预告中，扣非归母净利润增速20.84%-28.85%。（截至2024.3.15）

图表：中国海油油气净产量（单位：百万桶油当量）



数据来源：WIND、中国海油上市公司公告、钢研高纳招股说明书，长城证券产业金融研究院

备注：2023年各行业净利润并无完全披露，上表中已统计的各行业2023年净利润增速与最终实际值存在区别的可能

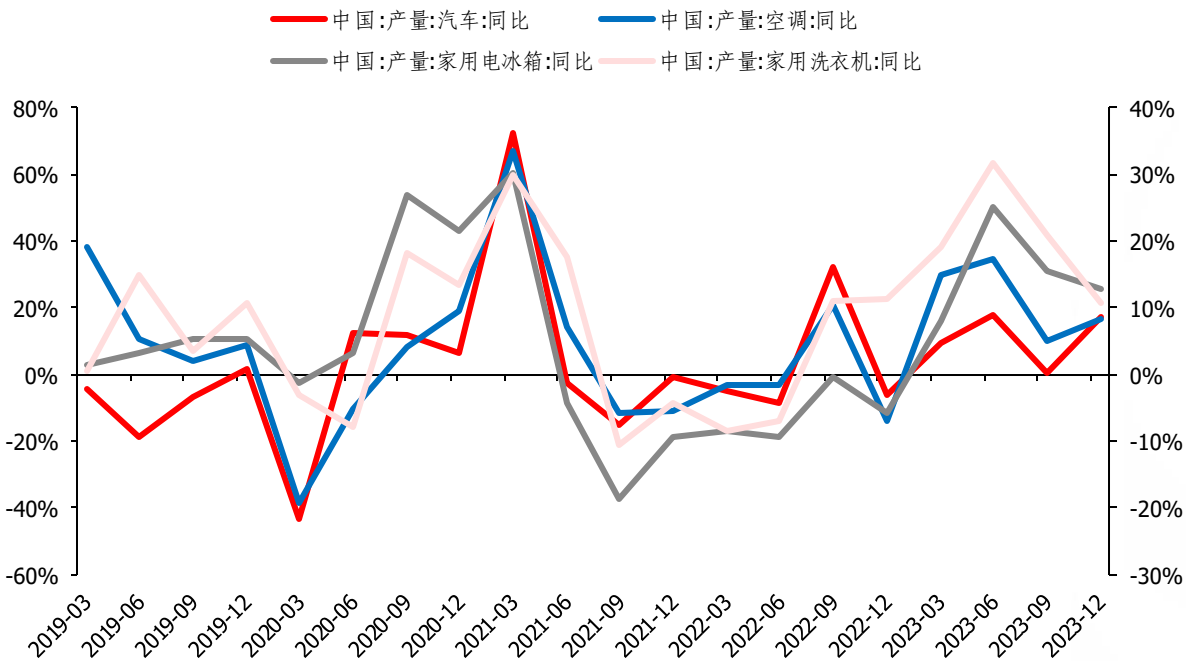
□ 中游制造：利润增速分化，汽车家电高景气，机械电力设备转负



内需出口带动下，汽车行业高景气；竣工端提振家电内需，原材料价格下降，家电行业盈利能力回升；新能源发电链，需求下滑，竞争加剧，整体增速下滑。

- ✓ 行业观察：业绩增速较好的细分行业，汽车零部件（利润增速155.2%，下同）> 乘用车（110.2%）> 商用车（扭亏为盈）> 工程机械（54.1%）> 自动化设备（49.5%）> 电网设备（36.8%）> 家电零部件（32.2%）。
- ✓ 行业观察：除汽车外，大部分中游制造行业需求转弱，营收增速较22年普遍下滑。

图表：中国汽车、家用电器产量同比



数据来源：WIND、国家统计局、公司财报，长城证券产业金融研究院

图表：中游制造细分行业最新业绩（截至2024.3.15）

	23年净利润预告	22年净利润	预告净利润增速	23年前三季度营收	22年前三季度营收	营收增速
工程机械	85	55	54.1%	935	851	9.9%
通用设备	110	124	-11.5%	2371	2367	0.1%
专用设备	41	112	-63.4%	1533	1553	-1.3%
轨交设备	-5	-17	亏损缩窄	91	100	-9.2%
自动化设备	72	48	49.5%	558	481	16.0%
白色家电	328	276	18.8%	2590	2378	8.9%
家电零部件	16	12	32.2%	160	151	5.9%
小家电	44	45	-1.7%	357	343	4.0%
乘用车	290	138	110.2%	5697	3977	43.2%
商用车	66	-8	扭亏为盈	2376	1846	28.7%
汽车零部件	280	110	155.2%	5437	4615	17.8%
光伏设备	535	547	-2.3%	4821	3691	30.6%
风电设备	3	43	-93.0%	400	397	0.6%
电池	539	815	-33.9%	6574	5773	13.9%
电网设备	70	51	36.8%	1659	1443	15.0%

备注：2023年各行业净利润并无完全披露，上表中已统计的各行业2023年净利润增速与最终实际值存在区别的可能

□ 中游制造中的转型方向：工业自动化



需求增长不确定下，中游制造未来绕不开降本增效，离不开工业自动化。

- ✓ 根据业绩预告披露，自动化设备23年净利润增速49.5%，前三季度营收增速16.0%。
- ✓ 流程工业自动化：经过数十年发展，我国已成为世界流程工业规模最大的国家，但是，国内流程工业平均工艺及运营水平仍相对落后，亟需自动化、数字化、智能化升级以增强产业发展的新动能。自动化控制系统受到了各级政府的高度重视和国家产业政策的重点支持，符合“新质生产力”要求。目前，自动化控制系统产品逐步向高端、大型、联合控制的方向发展，主要应用行业有化工、石化、电力、市政、冶金、油气、食品、制药、建材、造纸及智能装备等。关注中控技术，公司23年营收增速30.12%，扣非归母净利润增速38.43%。
- ✓ 工业自动化核心部件+应用于新能源：在机器换人和工厂自动化/智能化的大背景下，变频器、伺服系统、PLC、工业机器人等产品市场仍有较大成长空间。2023年，工业自动化市场由高速增长走向稳定，但国产替代有加速迹象。考虑到新能源内卷（光伏行业竞争，新能源汽车价格战），且行业固定投资增速较高，新能源领域的工业自动化仍存在较大增长空间。关注汇川技术，23年营收增速26%-35%，扣非归母净利润增速16%-25%。

图表：工业自动化公司最新业绩（截至2024.3.15）

证券代码	证券简称	总市值（亿元）	预告净利润同比增长上限	预告净利润同比增长下限	业绩快报,同比增长率:归属母公司股东的净利润
300124.SZ	汇川技术	1,759	15.0%	6.0%	
688777.SH	中控技术	376			37.8%
688017.SH	绿的谐波	229			-45.8%
603283.SH	赛腾股份	172	134.5%	105.2%	
002698.SZ	博实股份	160	30.0%	10.0%	
300757.SZ	罗博特科	144	282.5%	156.3%	
300747.SZ	锐科激光	123			446.9%
688097.SH	博众精工	115			19.4%
688570.SH	天玛智控	111			7.0%

数据来源：WIND，公司财报，长城证券产业金融研究院

备注：2023年各行业净利润并无完全披露，上表中已统计的各行业2023年净利润增速与最终实际值存在区别的可能

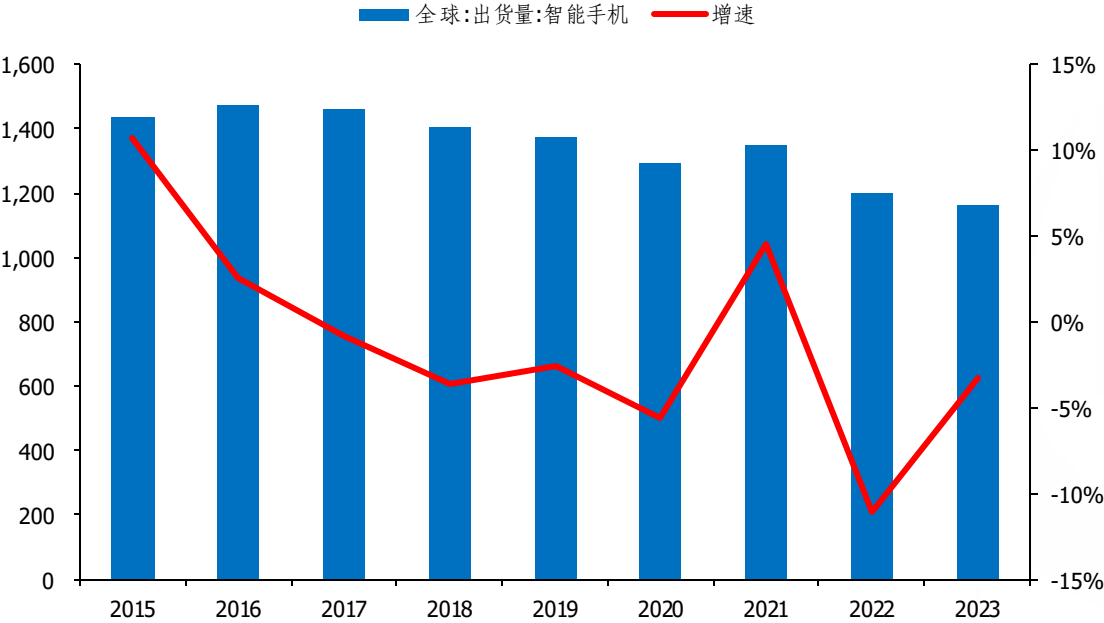
TMT科技：行业普遍低迷，传媒业绩扭亏



全球手机销量持续低迷，消费电子、计算机、通信业绩底部徘徊，半导体周期下行。医疗集采下，医药业绩大幅下滑。

- ✓ 行业观察：电子行业整体趋势，手机PC业务往汽车电子等转移，其中汽车电子业务增速较高。华为手机回归，大幅提振国内手机品牌，2023年四季度国内智能手机出货量同比增长13.74%，推荐华为手机产业链细分领域。
- ✓ 个股观察：供应高端手机核心部件的企业业绩韧性较强，如汇顶科技，在消费电子低迷下，公司市占率逆势提升。

图表：全球手机出货量（单位：百万部）



数据来源：WIND、公司财报，长城证券产业金融研究院

备注：2023年各行业净利润并无完全披露，上表中已统计的各行业2023年净利润增速与最终实际值存在区别的可能

图表：TMT科技细分行业最新业绩（截至2024.3.15）

	23年净利润 预告	22年净利润	预告净利润增速	23年前三季度营 收	22年前三季度营 收	营收增 速
半导体	142	414	-65.8%	2138	2258	-5.3%
消费电子	242	242	0.0%	4307	4350	-1.0%
光学光电子	-185	-173	亏损加剧	4456	4567	-2.4%
元件	48	69	-30.3%	759	806	-5.8%
计算机设备	152	148	2.5%	1732	1667	3.9%
软件开发	-24	-16	亏损加剧	1658	1559	6.3%
IT服务	-42	-34	亏损加剧	1060	1164	-8.9%
出版	38	21	77.5%	261	242	7.9%
电视广播	-25	-6	亏损加剧	220	214	3.1%
广告营销	21	-15	扭亏为盈	890	857	3.9%
数字媒体	41	21	94.8%	139	134	3.7%
影视院线	6	-65	扭亏为盈	270	205	31.9%
游戏	17	-64	扭亏为盈	402	365	10.2%
化学制药	0	40	-100.2%	1528	1504	1.6%
生物制品	45	87	-48.9%	526	579	-9.1%
医疗服务	27	82	-67.5%	619	722	-14.2%
医疗器械	116	536	-78.3%	661	1435	-53.9%
通信设备	77	75	3.3%	1219	1229	-0.8%
通信服务	-19	-49	亏损缩小	458	434	5.6%

□TMT科技的景气赛道：半导体设备和汽车电子

未来TMT科技的需求增量，来自半导体设备国产化和汽车电子。

- ✓ 半导体设备：尽管存在国际压力，但国内半导体产业链国产化趋势明显增强，新建产线多采用国产设备和材料，拉动国内半导体设备厂商需求。电子行业中，半导体设备业绩亮眼，23年前三季度行业营收增速32.9%，23年全年利润增速32.8%。
- ✓ 汽车电子：顺应汽车智能化、电气化，受益于国内外新能源汽车销量不断攀升，汽车电子市场不断扩容。细分方向如车规级IGBT，国内外市场需求旺盛，其中行业龙头斯达半导，公司持续开拓海外新能源汽车市场，车规级产品在海外市场在欧洲一线品牌Tier1开始大批量出货。IGBT业绩，23年前三季度行业营收增速30.0%，归母净利润增速32.2%

图表：半导体设备、IGBT公司业绩（截至2024.3.15）

证券代码	证券简称	23年全年营收增速	23年全年归母净利润增速
002371.SZ	北方华创		64.9%
688012.SH	中微公司	32.2%	52.7%
688072.SH	拓荆科技	58.6%	80.4%
688120.SH	华海清科	52.1%	45.0%
688361.SH	中科飞测-U	75.0%	1090.3%
688037.SH	芯源微	24.0%	25.2%
688409.SH	富创精密	33.8%	-35.6%

证券代码	证券简称	23年前三季度营收增速	23年前三季度扣非归母净利润增速
600745.SH	闻泰科技	5.5%	1.4%
603290.SH	斯达半导	39.7%	15.6%
300373.SZ	扬杰科技	-8.5%	-28.5%

数据来源：WIND、公司财报，长城证券产业金融研究院

备注：2023年各行业净利润并无完全披露，上表中已统计的各行业2023年净利润增速与最终实际值存在区别的可能

□下游消费：社会压力下，“吃喝玩乐”复苏最快

疫后复苏，以“玩乐”为代表的出行链、以低价“吃喝”为代表的零食、乳品表现较好。

- ✓ 食品饮料：白酒业绩增速坚韧；需求复苏以及原材料价格下降，零食、乳品为代表的低价吃喝业绩回暖。
- ✓ 出行购物：相较购物仍处于亏损，出行链复苏较为顺畅，餐饮、酒店、旅游业绩扭亏为盈。

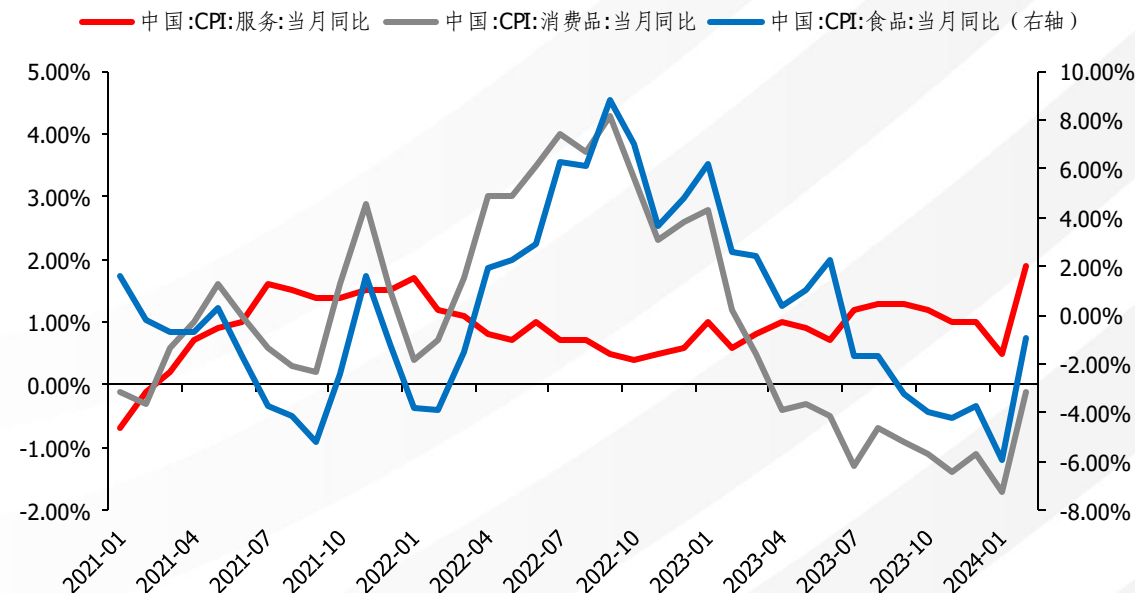
图表：下游消费最新业绩情况（截至2024.3.15）

	23年净利润 预告	22年净利润	预告净利润 增速	23年前三季度营收	22年前三季度营收	营收增 速
白酒	737	648	13.7%	1172	1001	17.1%
调味发酵 品	26	1	扭亏为盈	122	108	13.3%
零食	12	4	242.5%	134	123	9.1%
啤酒	25	36	-30.2%	304	280	8.5%
乳品	14	3	365.0%	374	384	-2.6%
餐饮	2	-4	扭亏为盈	35	23	54.3%
酒店	15	-10	扭亏为盈	179	127	41.1%
自然景区	15	-11	扭亏为盈	67	27	153.0%
服装家纺	32	-21	扭亏为盈	601	595	0.9%
百货	-15	-8	亏损扩大	376	356	5.7%
超市	-35	-62	亏损缩窄	927	1082	-14.3%

数据来源：WIND、国家统计局、公司财报，长城证券产业金融研究院

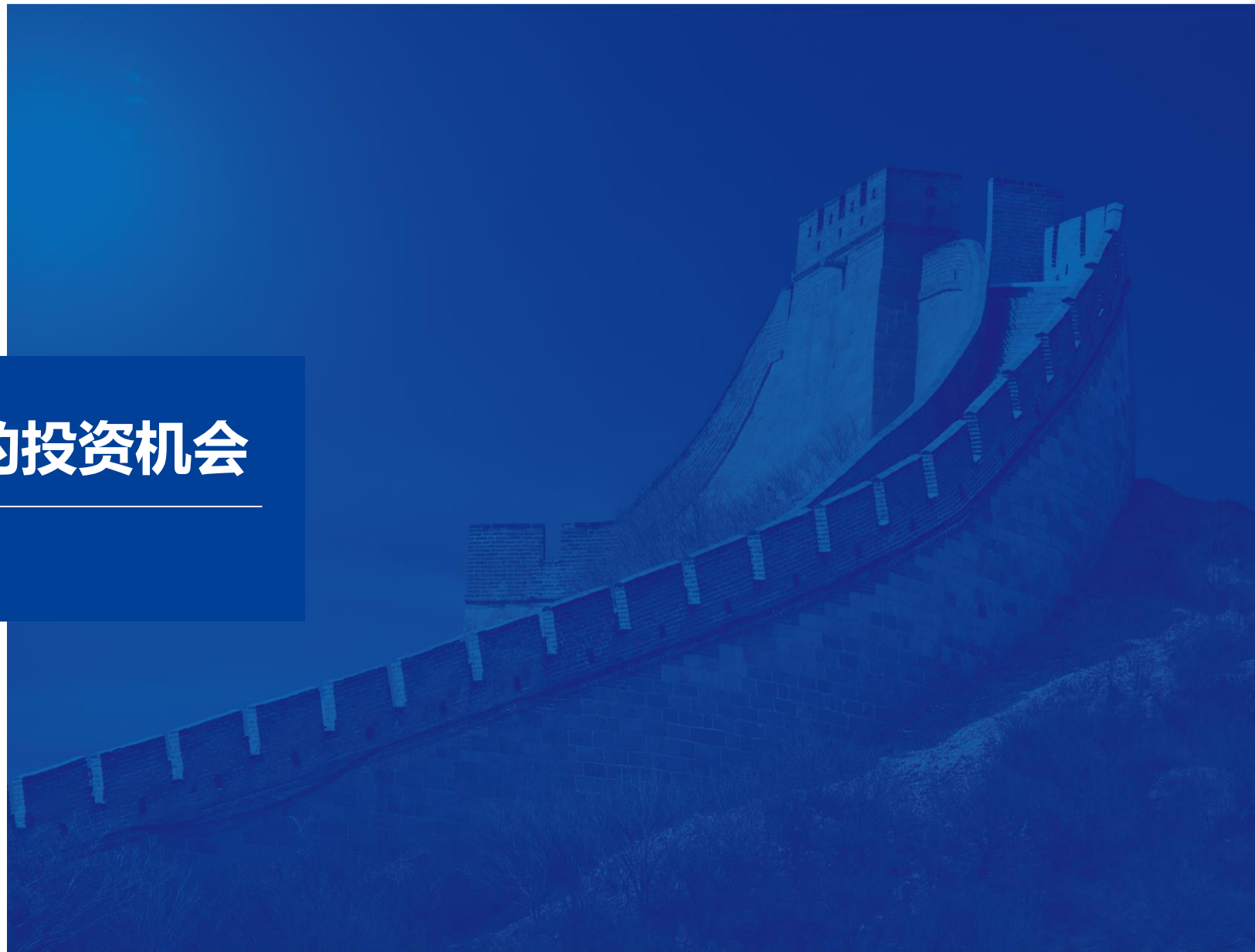
备注：2023年各行业净利润并无完全披露，上表中已统计的各行业2023年净利润增速与最终实际值存在区别的可能

图表：CPI分项情况



04

“出海”带来的投资机会



□全球产业链碎片化：

➤ 供给侧约束增加

- I. 贸易保护主义、“去风险化”抬头
- II. 绿色转型、气候变化、地缘政治的波动性

➤ 需求侧受到提振

- I. 技术受限国家，科技研发需求增加
- II. 寻求“去中心化”国家，产业链重复建设和投资需求增加
- III. 供需错位

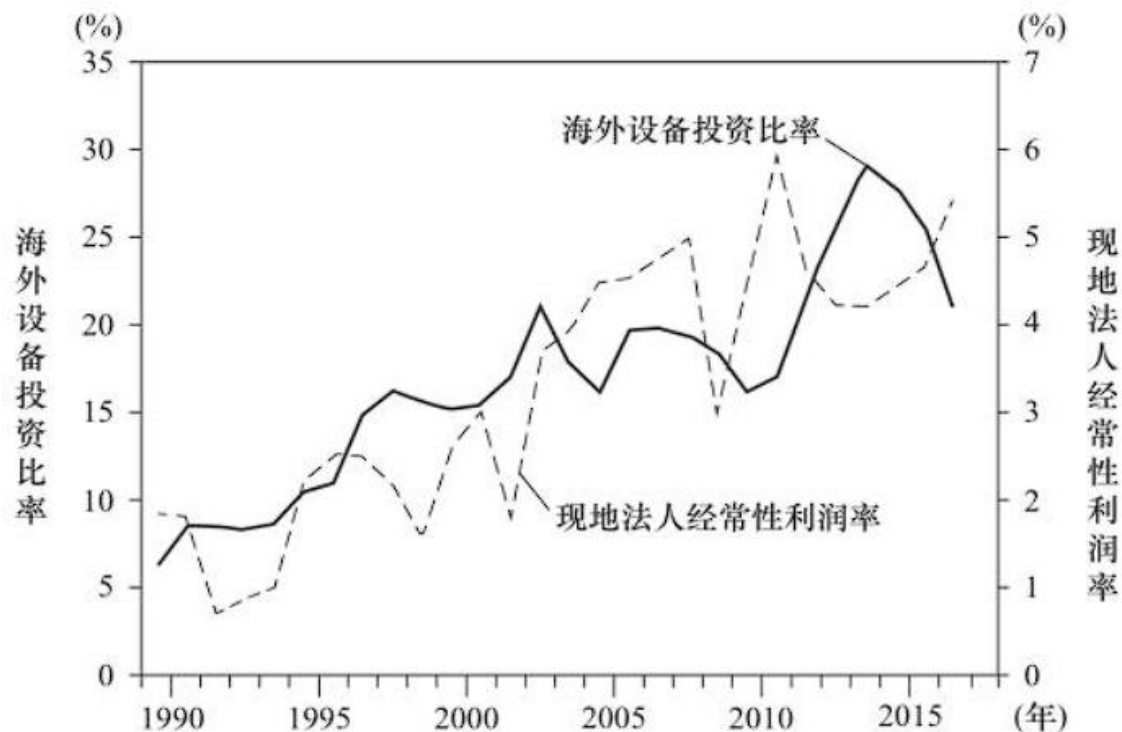
➤ 超越周期的供需缺口

- I. 实际利率水平上升，降低消费并增加储蓄，满足新增投资需求
- II. 中国总体需求下降
- III. 美国的影响：上游需求减少，中下游投资需求上升

□ 日本的出海经验

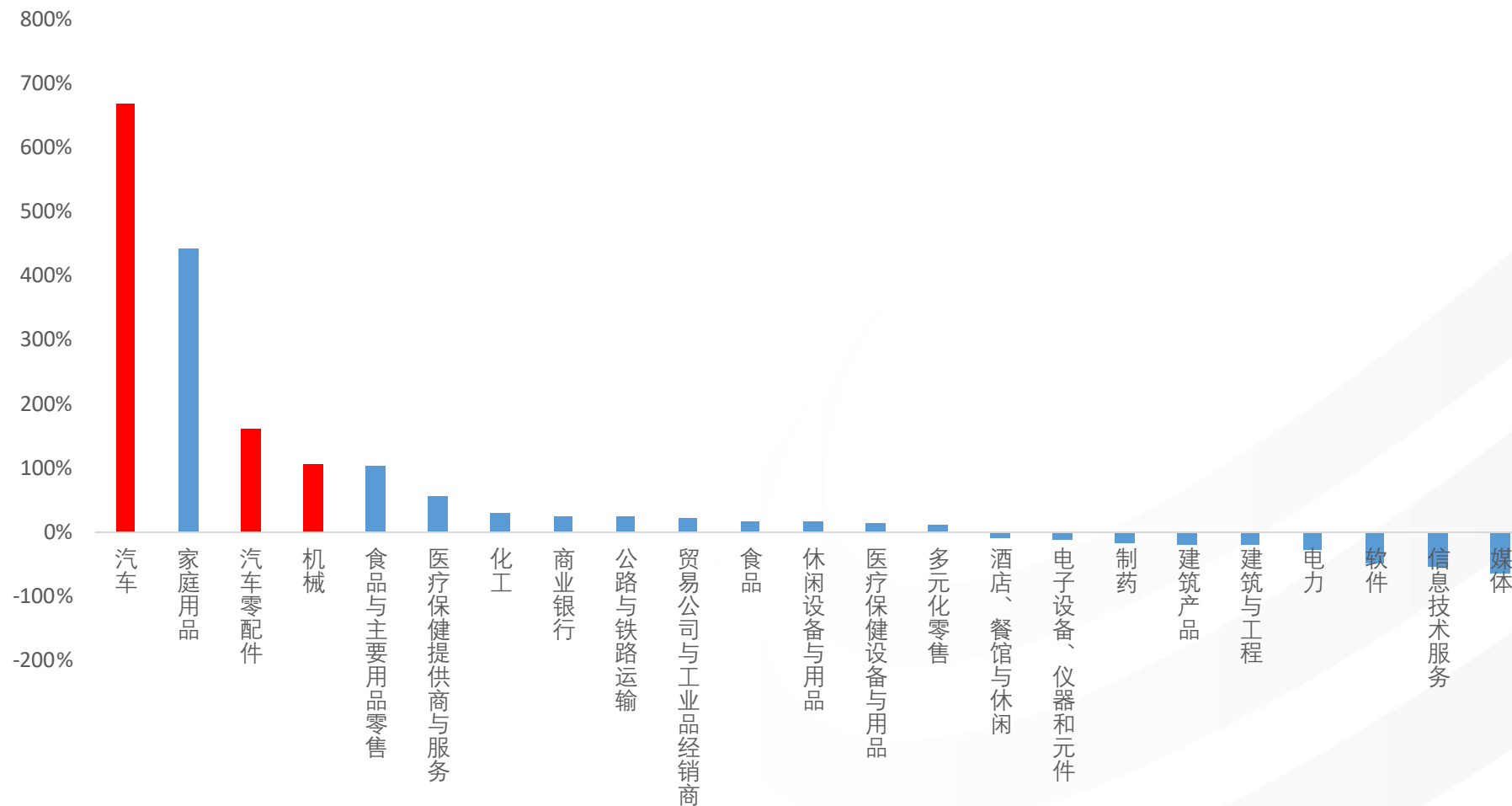
当年的日本和现在的中国都有着类似的压力：房地产债务承重、人口红利慢慢消失以及私人部门储蓄较高而投资不足

1990年日本房地产泡沫破裂后，在国内经济疲弱的环境下，日本企业开始把工厂迁移到国外。从日本的经验来看，至少在制造业方面，海外投资和企业利润呈现正相关关系。日本海外现地法人企业的经常性净利润率走势上，我们可以发现：随着海外现地法人企业利润率的上升，海外设备投资比率也在上升



数据来源：海外事业活动基本调查（援引自《日本激荡三十年：平成企业》），长城证券产业金融研究院

2000-2012年日本行业市值涨幅

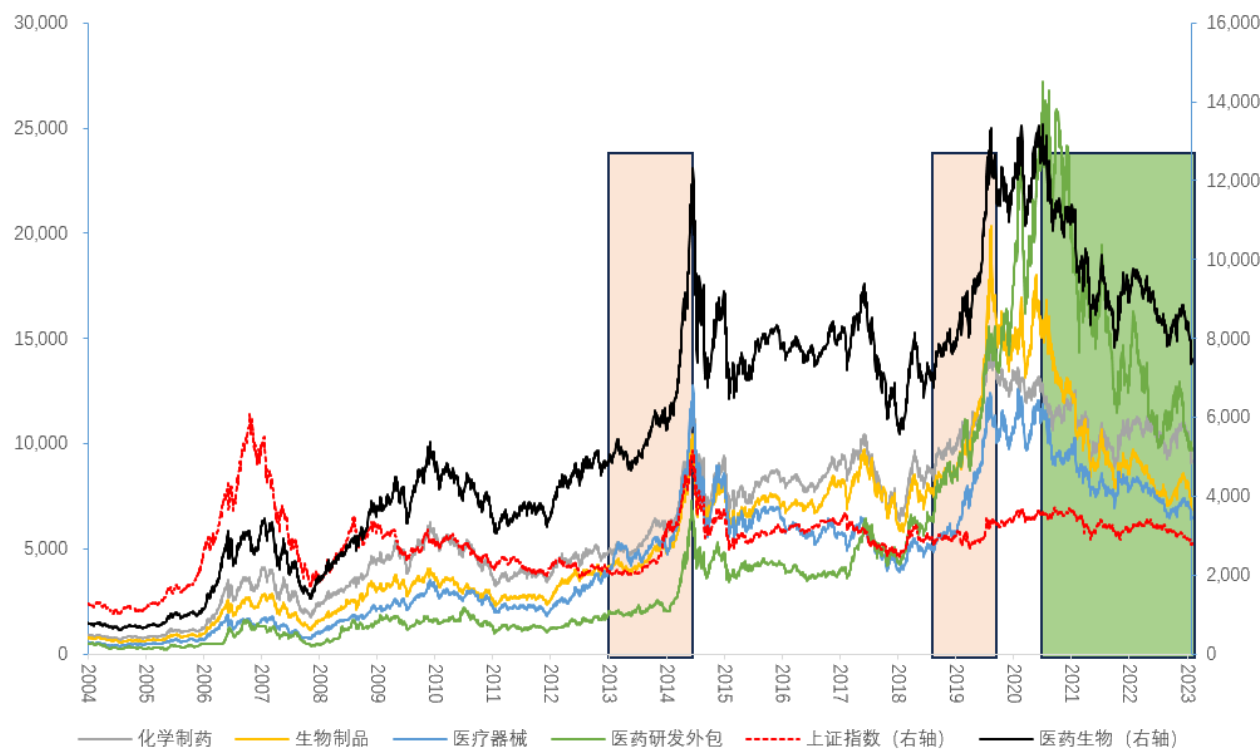


数据来源: Wind, 长城证券产业金融研究院

□ 创新药出海：行情复盘

- 近十年来，医药板块经历了两轮牛市行情（2015年、2019-2020年）和一轮熊市行情（2021-2023年），从这段时间来看，医药板块的表现受国内因素影响较大。

图表：医药股行情复盘

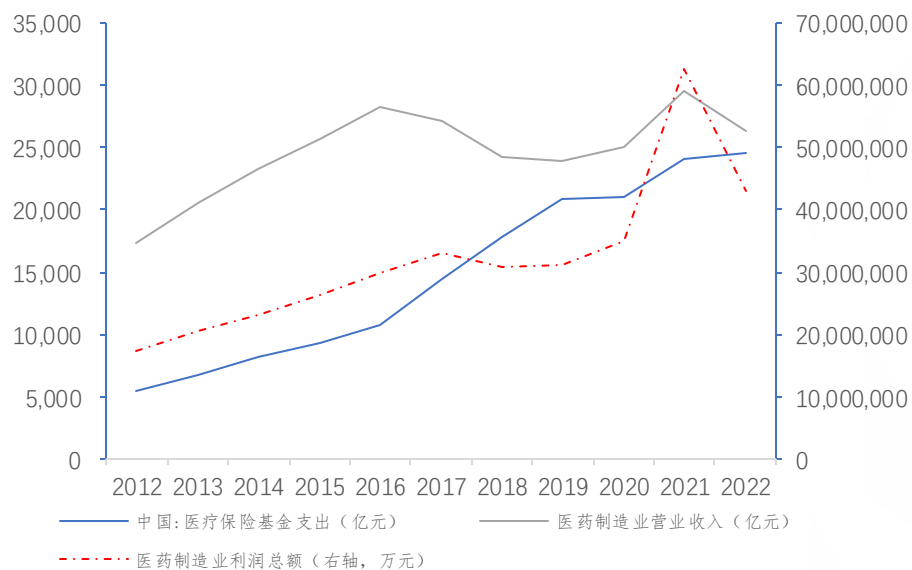


数据来源：Wind，长城证券产业金融研究院

□ 创新药出海：除了医保支出的影响因素

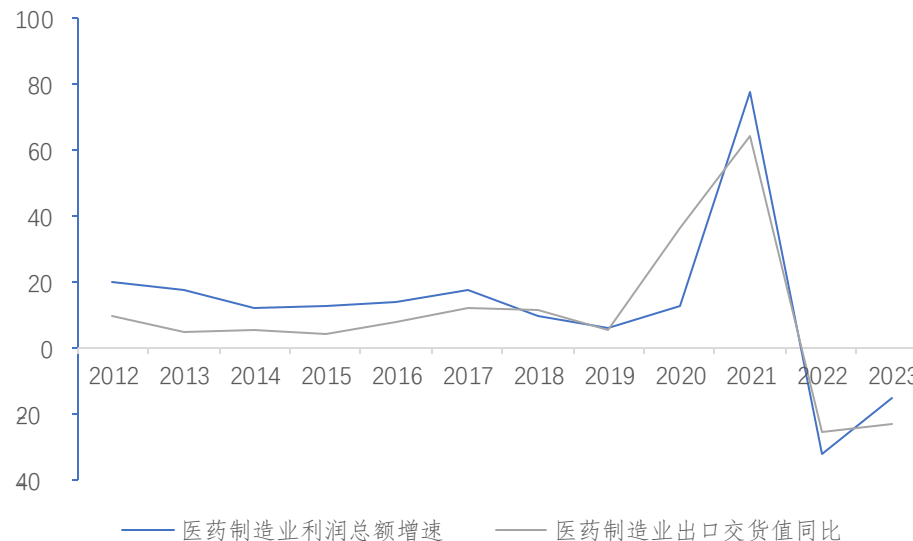
- 从以往年份来看，医药制造业的收入和利润在大趋势上和我国医保基金支出保持一致，但是并不同步，这背后反映的逻辑是：虽然我国医药消费大部分来自于医保支出，但是有两方面的因素影响医药制造业的经营情况：1）医保政策对药品价格的控制；2）医药企业的出口和海外业务的扩展。

图表：医药制造业经营与医保基金支出情况



数据来源：Wind，财政部，长城证券产业金融研究院

图表：医药制造业利润增速和出口交货值同比（%）

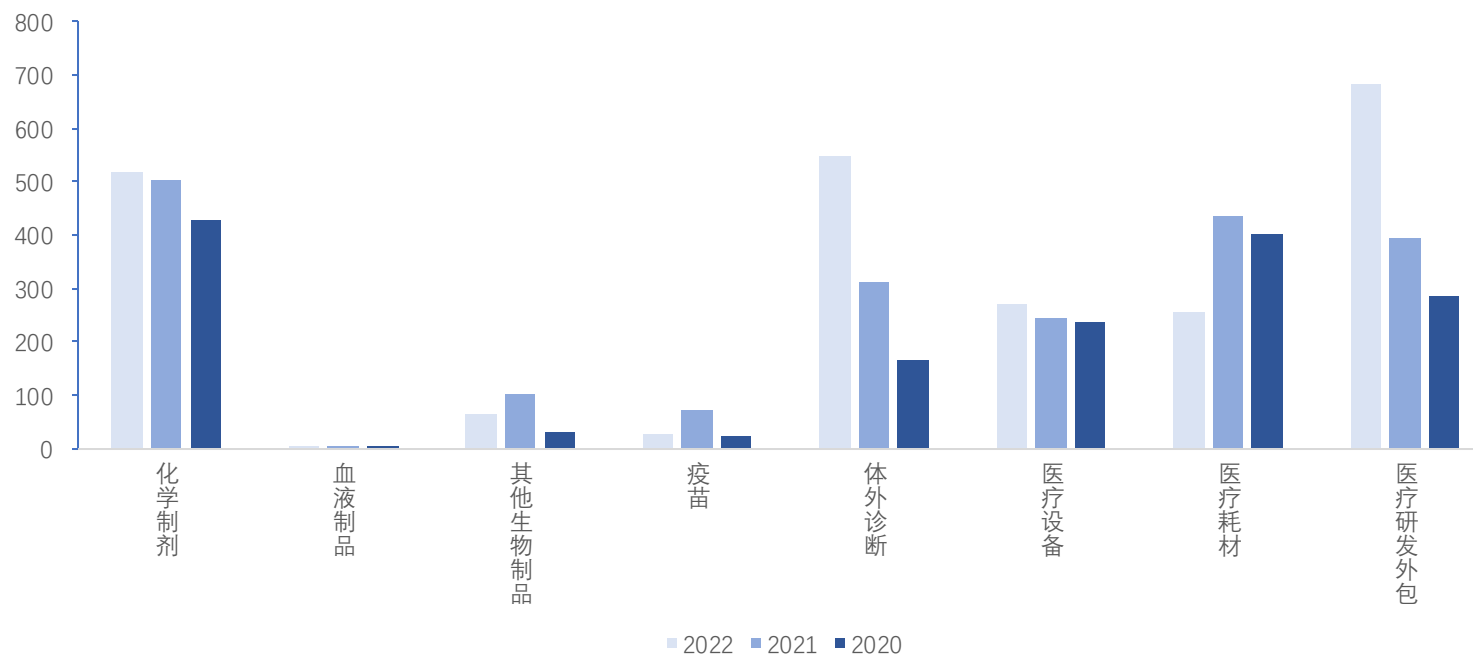


数据来源：Wind，国家统计局，长城证券产业金融研究院

□ 创新药出海：国内利润变薄倒逼出海

- 受到国内医药企业“内卷”和医保支付模式转变的掣肘，近年来我国医药企业在国内业务的利润空间不断被降低，2022年医药制造业利润总额同比下降31.80%，出海谋求更广阔的市场成为以创新药和医疗器械为代表的药企的必然选择。

图表：医药制造业细分行业营业收入（亿元）

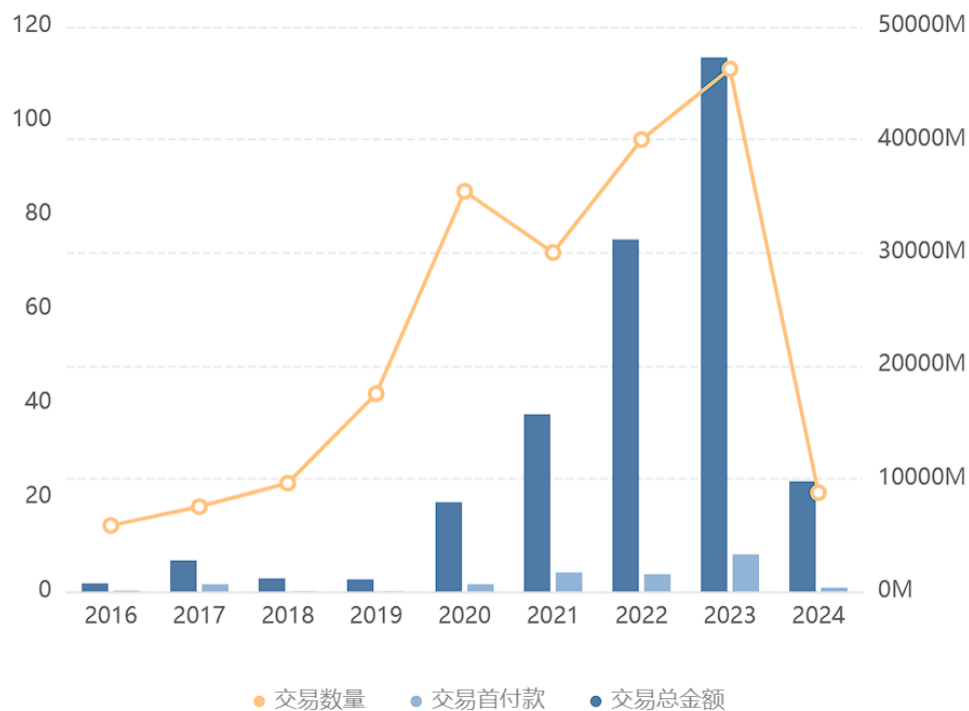


数据来源：Wind，长城证券产业金融研究院

□ 创新药出海：license-out 爆发

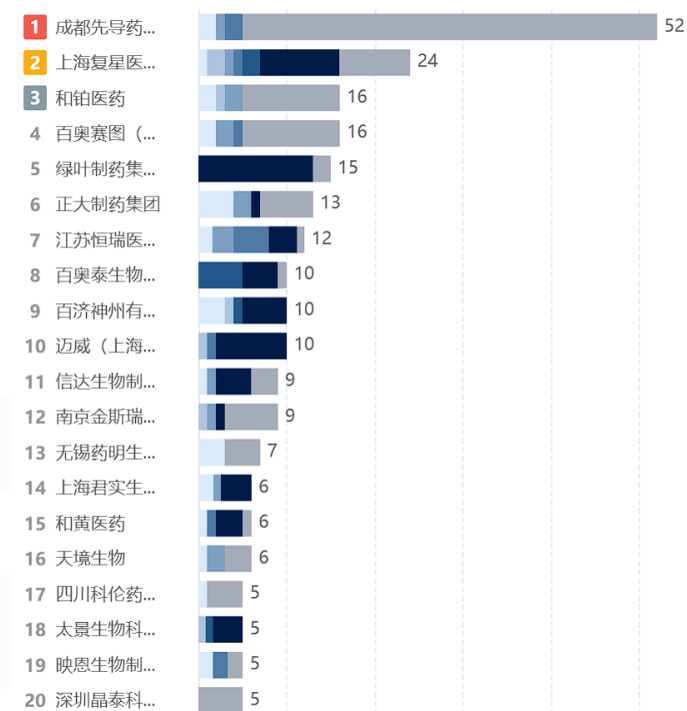
- 2024年可能是医药出海爆发的元年。从2020年-2023年，我国医药license-out的交易金额分别为78.91、156.76、311.51、472.67亿美元。2024年1月1日至2月4日仅一个月的时间里，我国license-out的交易金额已经达到了91.46亿美元，2024年有望成为我国医药出海爆发式增长的元年。

图表：我国医药license-out交易金额(右轴，美元)和交易数量(左轴，个)



数据来源：insight，长城证券产业金融研究院

图表：2016-2024年我国跨境license-out按转让方医药企业分类的交易数量(个)



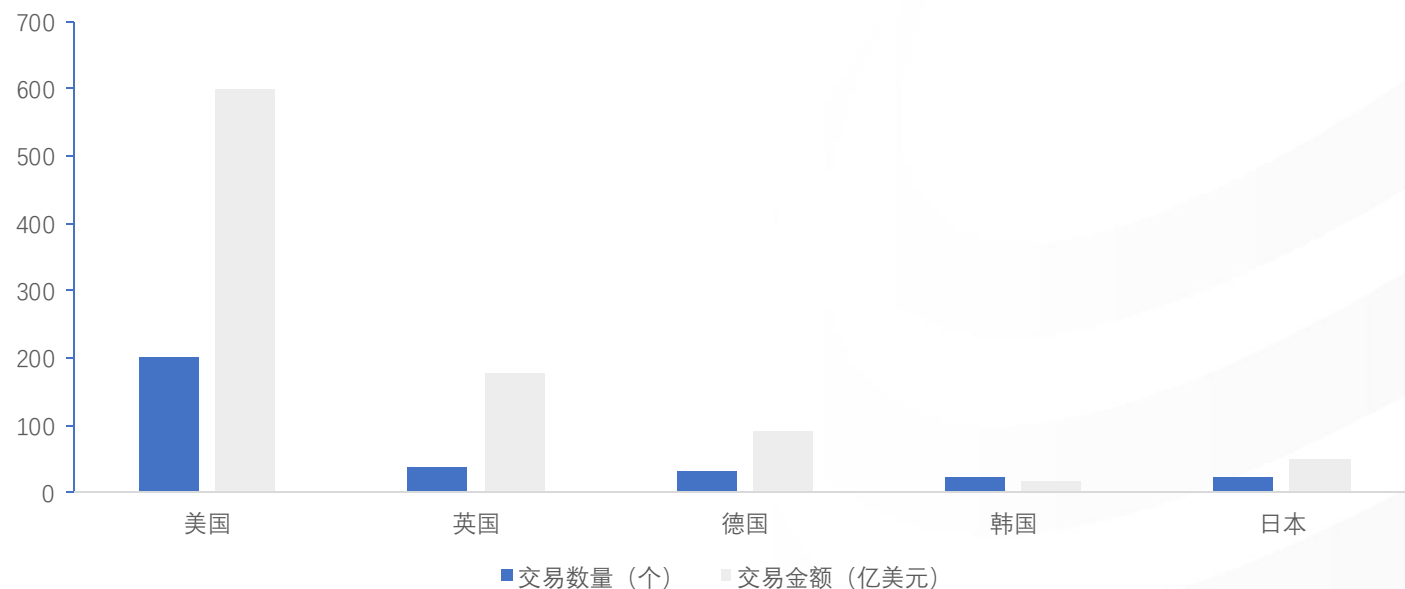
临床前/申请临床 未知分期 临床I期 临床II期
临床III期 申请上市/批准上市 未知

数据来源：insight，长城证券产业金融研究院

□ 创新药出海：出海业务目标国家分布

- 我国医药出海业务以美国、英国、德国、韩国为主要目标国家，对应治疗领域以抗肿瘤、罕见病、抗感染为主。从2016年1月1日至2024年2月4日的交易数据来看，我国医药license-out交易中以美国企业为最大受让方，交易金额累计达到了600.19亿美元，远高于第二名的英国（176.11亿美元），而license-out的药物以抗肿瘤为最初要的治疗领域，交易数量达到了251个。

图表：我国跨境license-out交易分布（2016年-2024年2月2日）

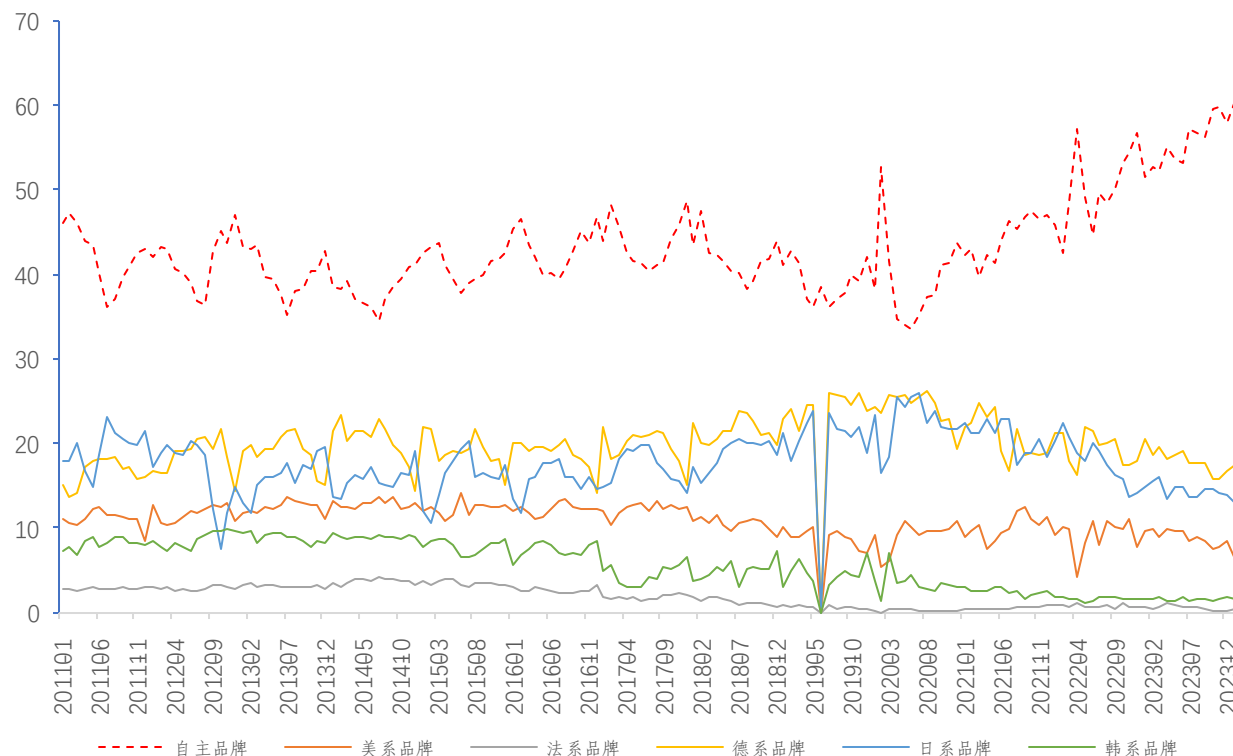


数据来源：insight，长城证券产业金融研究院

□ 汽车出海：瞄准海外市场

- 当前我国汽车市场中，自主品牌的渗透率已经超过60%，出海将成为拓展增量市场的关键。从我国加入WTO至今，我国的汽车企业出海的历程可以为三个阶段：合资引进先进技术阶段、汽车出口阶段、车企海外建厂阶段。

图表：中国乘用车市场占有率（%）



数据来源：Wind，汽车工业协会，长城证券产业金融研究院

□汽车出海：日本经验——用出海反哺出口

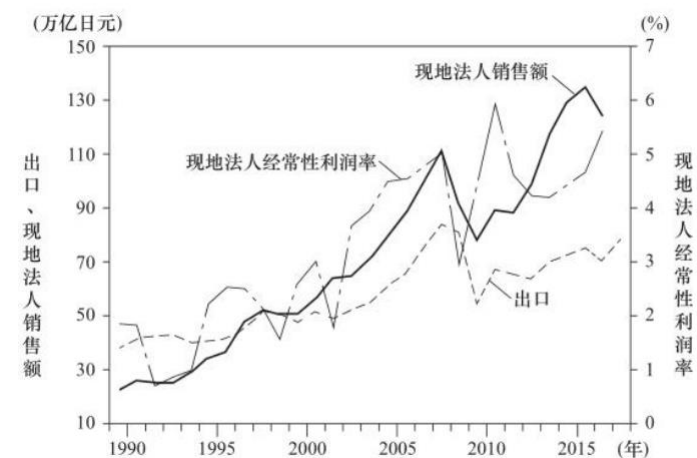
- **美日贸易摩擦推动日本汽车拓展海外市场：**二战后，日本通过贸易立国战略发展经济，主要出口至美国。50年代起，美意识到日本经济威胁，贸易摩擦初现于纺织品，后扩展至钢铁、半导体、汽车等领域。80年代，汽车贸易逆差显著，美日协定限制日本汽车出口。为应对摩擦，日本在美国设生产线，缓解贸易紧张。
- **出海带动出口：**随着日本在海外生产的不断扩大，这对它的出口贸易造成了显著的效应。从《海外事业活动基本调查》的报告来看，2016年，日本国内的公司有高达69%的出口是流向了它们在海外的分公司或子公司。从另一个角度看，这些海外的分公司或子公司在2016年的采购中，有23%是来自于日本本土，也就是说是从日本进口的。

图表：美日签署的主要协定

时间	协议	美方目标	美方主要行动	协议结果
1971	史密森协议	调整美元价格,重建一个新的布雷顿森林体系。	调整汇率平价,美元平均贬值10%;非储备货币对美元的汇率波动由±1%调整为±2.25%。	美元由1美元兑360日元贬值至1美元兑308日元。
1985	广场协议	改善日美贸易失衡。	1985年9月,美日德英法达成协议,联合干预外汇市场。	日元急速升值,日本出口遭到重创。
1985	MOSS谈判协议	改善美国对日大幅贸易逆差。	要求日本在电子通信、医药品及医疗器械、电子、林产品行业开放市场,扩大进口。	日本下调电子产品关税20%,取消计算机等品类关税。
1989	日美结构问题协议	解决日美贸易失衡背后隐含的宏观经济问题。	使用综合通商、竞争力强化法、超级301条款;要求日本改善投标、企业派系交易等市场活动。	日本在10年间实行430万亿日元的公共投资;强化垄断禁止法的适用。
1993	日美综合经济协议	改善日美贸易失衡。	要求日本设定客观经济数值,如经常项目顺差需降至GDP的2%以下;若协商不成则实施制裁。	日本大幅增加对外国产品和服务的政府采购;扩大美国对日直接投资。

数据来源：《日美贸易摩擦再审视及对中国的启示》，Wind，长城证券产业金融研究院

图表：日本出口和海外现地法人销售额

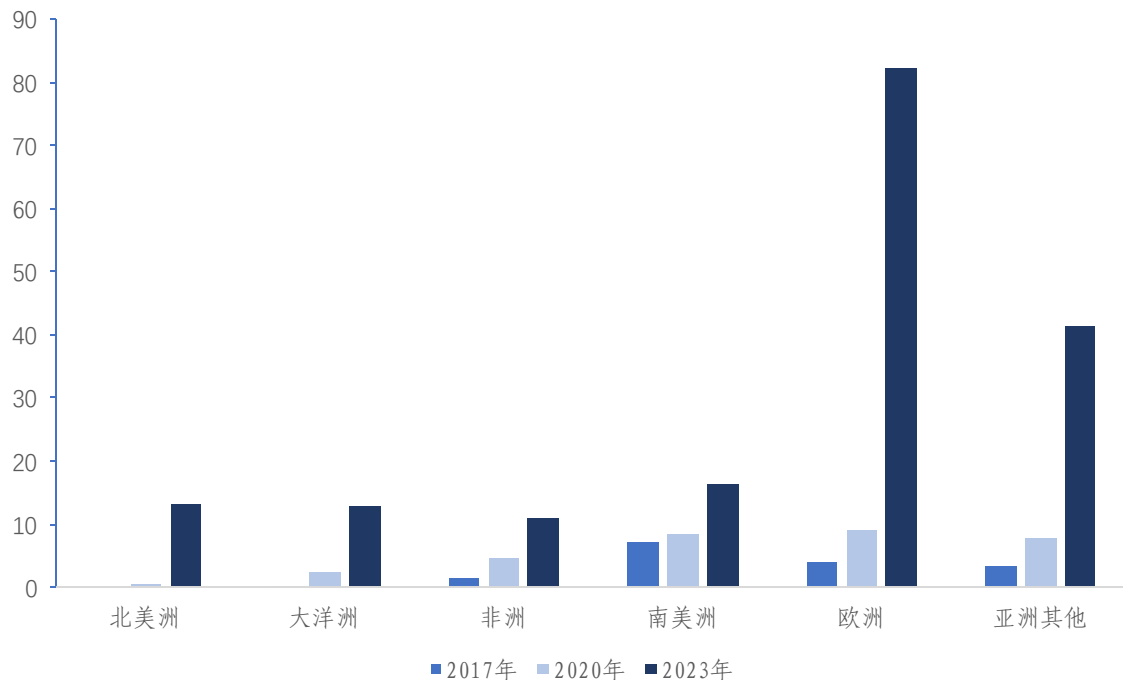


数据来源：贸易统计，海外事业活动基本调查，《日本激荡三十年：平成企业》，长城证券产业金融研究院

□汽车出海：出口地高端化

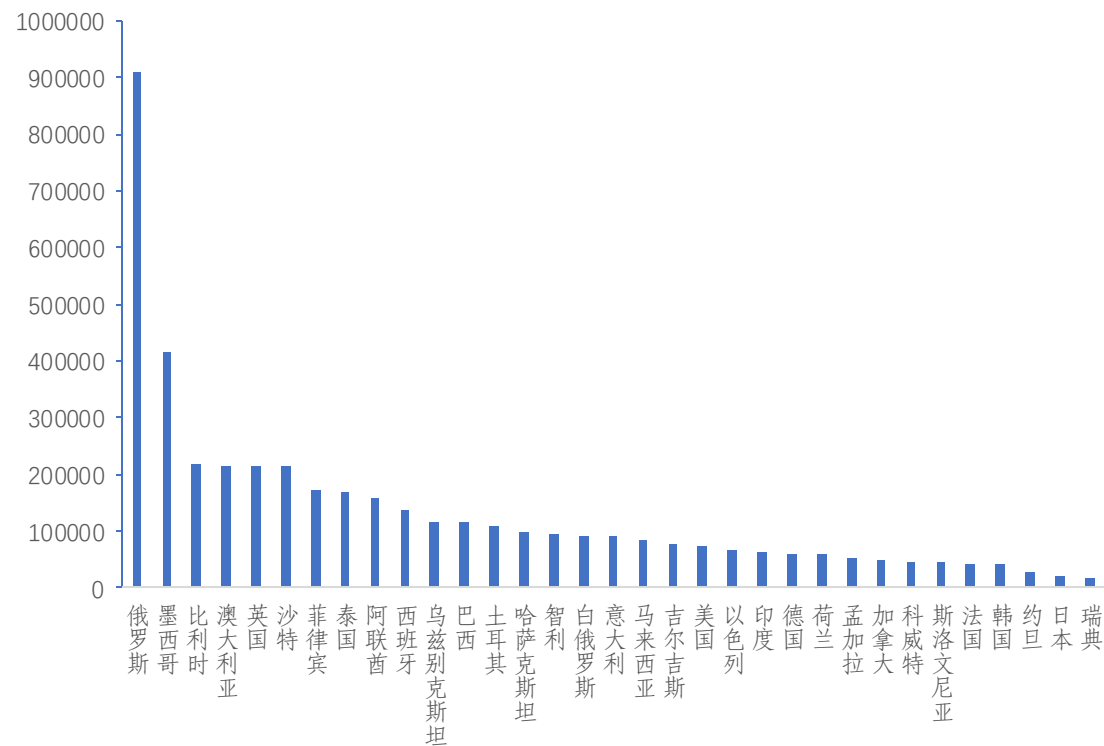
- 2017-2023年间我国汽车出口的目的地结构上发生了较大的变化，2017年，我国汽车出口地以南美洲为主，经过7年时间，伴随着我国汽车出口的飞速增长，2023年对于欧洲的汽车出口增速达到了161%，在中国汽车出口地中所占份额最大，中国汽车出口地逐渐走向高端化市场。

图表：2017-2020-2023年我国汽车整车出口结构变化（万辆）



数据来源：乘联会崔东树，长城证券产业金融研究院

图表：2023年我国汽车整车出口结构（辆）



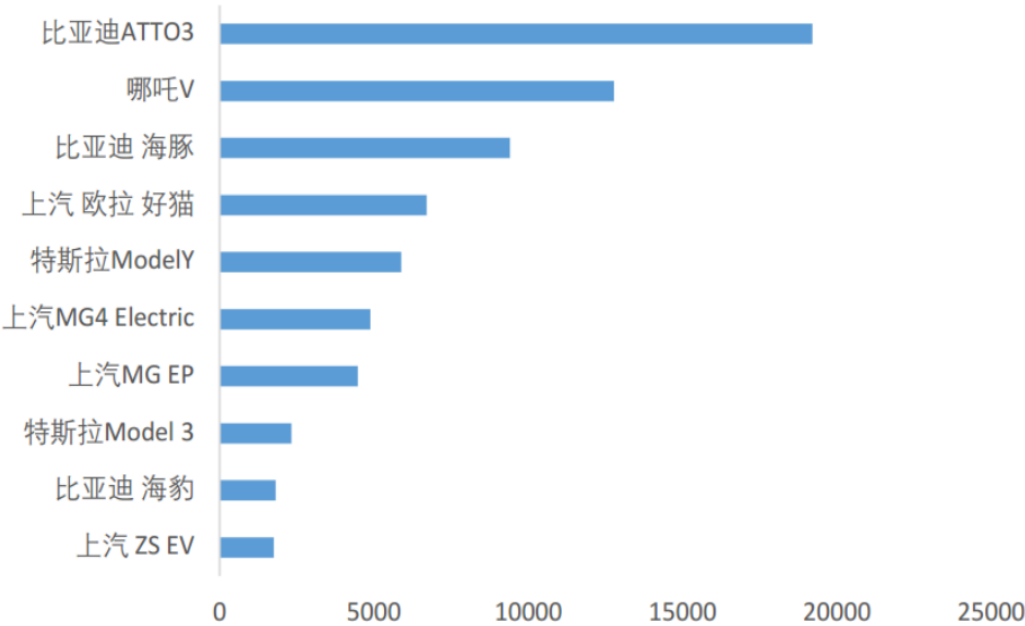
数据来源：乘联会崔东树，长城证券产业金融研究院

汽车出海：新能源车出海下一站——东南亚



➤ 2023年，伴随欧盟发起对华电动汽车反补贴调查以及德国提前取消电动汽车补贴计划，我国车企在欧洲市场可能会承受一定业务压力，东南亚市场的重要性愈发凸显。截至2023年底，中国品牌新能源汽车在东南亚的销量份额约75%，但在整体汽车市场中的渗透率仅5%，到2025年可上升至约10%。

图表：2023年泰国销量前十的汽车品牌



数据来源：汽车资讯网，长城证券产业金融研究院

图表：东南亚各国新能源车优惠政策（截至2023年8月）

国家	购车激励			用车激励		其他	
	购置税费减免	进口关税减免	直接补贴	保有税费减免	停车费减免	企业税费减免	公共充电站
泰国	✓	✓	✓	✓		✓	3739
印尼	✓	✓				✓	616
马来西亚	✓	✓				✓	902
菲律宾		✓		✓			300
越南	✓						>2000
新加坡	✓			✓			3600桩

数据来源：盖世汽车研究院，长城证券产业金融研究院

汽车出海：新能源车出海下一站——东南亚



图表：我国出海东南亚建厂的车企（截至2023年8月）

企业	工厂	产品
上汽	印尼上汽通用五菱工厂	Cortez , Almaz ,FormoS , AirEV
	上汽正大泰国工厂	MG -5, MGZS , MGHS ,MGExtender , MGVS
	上汽正大新能源产业园（一期工程年内竣工，整体将于2025年建成）	新能源汽车关键零部件
长城	泰国工厂（收购通用，目前产能8万辆，计划增至12万辆）	哈弗H6,H6 PHEV ,初恋
	马来西亚KD工厂	哈弗M4,H2,H5,H6,H9, 风骏
吉利	马来西亚宝腾工厂(2017年收购宝腾，可使用宝腾产能)	宝腾车型、博越、缤越(KD)
奇瑞	印尼 KD 工厂	瑞虎7 Pro 、瑞虎8 Pro
比亚迪	泰国工厂（产能15万辆，24年投产）	元 PLUS 、海豚等 BEV
	第二家整车工厂将选在印尼或菲律宾	/
东风	印尼工厂	风光560
哪吒	泰国装配商 BGAC 泰国KD工厂（产能2万台 / 年，预计2024年1月底投产）	哪吒 V

图表：我国出海东南亚建厂的汽车零部件企业（截至2023年8月）

国家	企业	产品	布局形式
泰国	华域汽车（上汽）	发动机、中控台、车身体件	中泰合资
	国轩高科（2023年q4投产）	锂离子动力电池pack	
	均胜电子	安全带、气囊等	
	诺博汽车（长城）	座椅	投资建厂
	精工汽车（长城）	底盘	
	蜂巢能源（长城）	电池模组、pack	
	敏实集团	发动机零部件、车身等零部件	
	航嘉麦格纳	座椅系统	
	茂森集团	冲压、铸造件	
	陕西法士特	变速器	
	立中车轮	车轮	
马来西亚	延锋（上汽）	内饰件	与vinfast合资
	安徽中鼎	动力转向储液罐	
	骆驼集团	铅酸电池	
越南	国轩高科（2023年末投产）	磷酸铁锂电池	投资建厂
	蓝思科技	仪表盘玻璃	
	歌尔科技	音响	
印尼	宁德时代（在建）	动力电池全产业链	投资建厂
	国轩高科	锂离子动力电池pack	
	蓝思科技	仪表盘玻璃	

数据来源：盖世汽车研究院，长城证券产业金融研究院

05

关注以AI为代表的 “新质生产力”



□ 多重消息共振再次引发AI产业链

- ✓ **Sora正式发布：**根据中国科学院自动化研究所发布的文章，2024年2月16日，OpenAI 正式发布了 AI 视频模型 Sora，用户输入一段描述性的文字或一张静态图片，Sora 就能生成一段1080p的电影场景，其内容包含丰富的角色、神态动作、背景等细节。
- ✓ **Sora功能优势：**对比现有的WOXO VidGPT、Pika 等 AI 视频工具，Sora 的优势主要体现在以下几个方面：1) 生成时长 60 秒一镜到底的画面，前者只能达到几秒；2) 能够准确解释长达135个单词的长提示，生成具有各种场景和人物的视频剪辑；3) 基于Dall-E模型的re-captioning技术，还利用 GPT技术将简短的用户提示转换为更长的详细转译，不仅能提高文本的准确性，还能使Sora能够精确地按照用户提示生成高质量的视频；4) Sora可以生成带有动态视角变化的视频，人物和场景元素在三维空间中的移动会显得更加自然。Sora 能够很好地处理遮挡问题。现有模型的一个问题是，当物体离开视野时，它们可能无法对其进行追踪。而通过一次性提供多帧预测，Sora可确保画面主体即使暂时离开视野也能保持不变。

图表：Sora 能够结合左侧的图片和文字指令生成右侧的视频



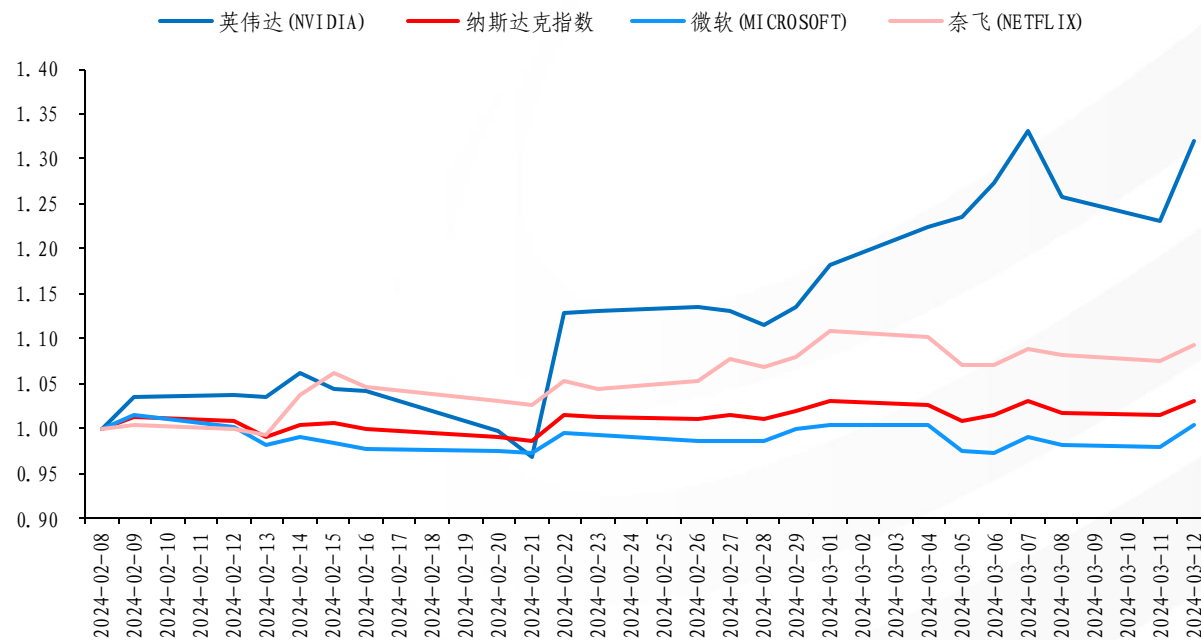
In an ornate, historical hall, a massive tidal wave peaks and begins to crash. Two surfers, seizing the moment, skillfully navigate the face of the wave.

资料来源：OpenAI官网，长城证券产业金融研究院

□ 股价表现来看，上游硬件及下游应用更占优

英伟达、纳斯达克指数、微软以及奈飞，四者股价表现：受益于上述几个重点消息的推动，国内春节假期以来，美股在降息预期延后以及美债收益率反弹的背景下依然表现强劲。以2.8日为基期，截至3.12，纳斯达克指数上涨2.99%。拆分来看的话，我们选取代表硬件、大模型以及下游应用的标志性股票英伟达、微软以及奈飞，可以看到三者股价表现也有显著不同。同期英伟达股价上涨31.98%，奈飞上涨9.41%，而微软仅上涨0.47%。从股价表现来看，当前美国市场对于上游硬件以及下游应用的热度更高。

图表：2024年春节以来美股部分指数及个股走势（截至2024.3.15）

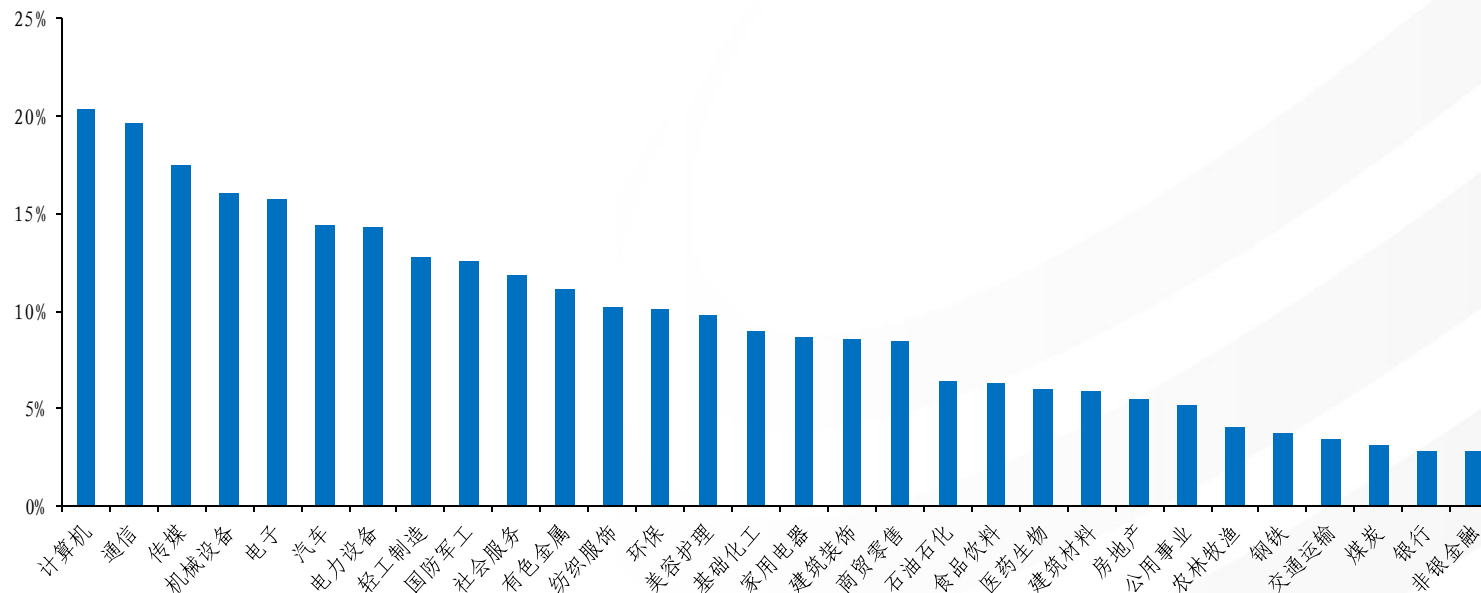


资料来源：Wind，长城证券产业金融研究院

□ 股价表现来看，上游硬件及下游应用更占优

从国内视角看，A股整体行情延续了春节前的反弹力度，叠加LPR超预期大幅下调，成长板块的整体涨幅显著优于价值。而伴随美国AI产业链的催化，计算机、通信、传媒、电子涨幅分列前四位，当前AI产业链仍是市场的重要主线。AI股票年前经过猛烈杀跌，2月后进入反弹阶段，特别是2月21日之后市场进入亢奋阶段。2月底英伟达召开年度AI大会后股价大涨，带动A股炒美股映射，逻辑同23年2-4月的行情并无二异。

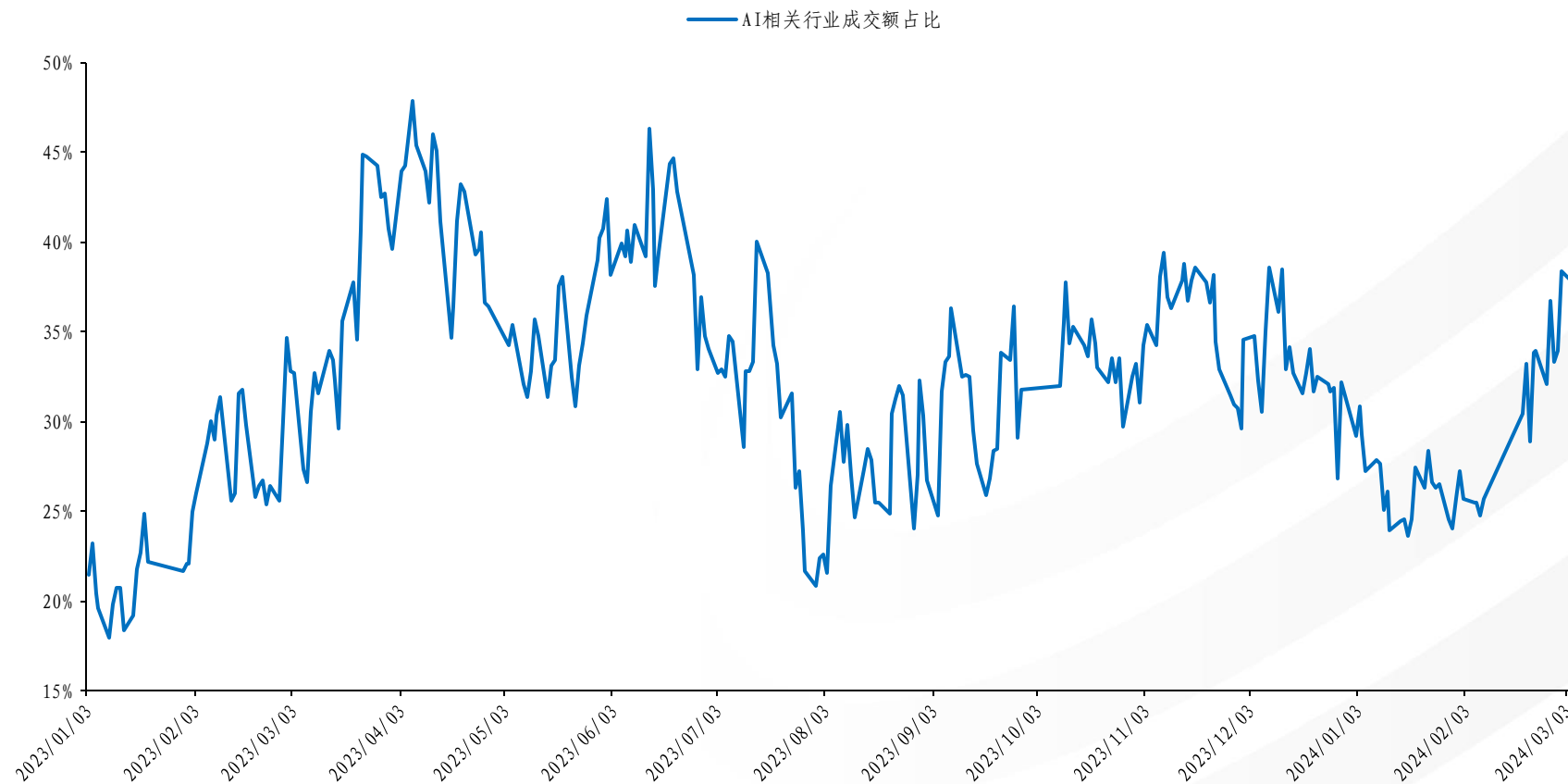
图表：春节后A股行业指数涨幅（截至2024.3.20）



资料来源：Wind，长城证券产业金融研究院

■ 2024年1月中旬以来AI相关行业成交额占比显著抬升

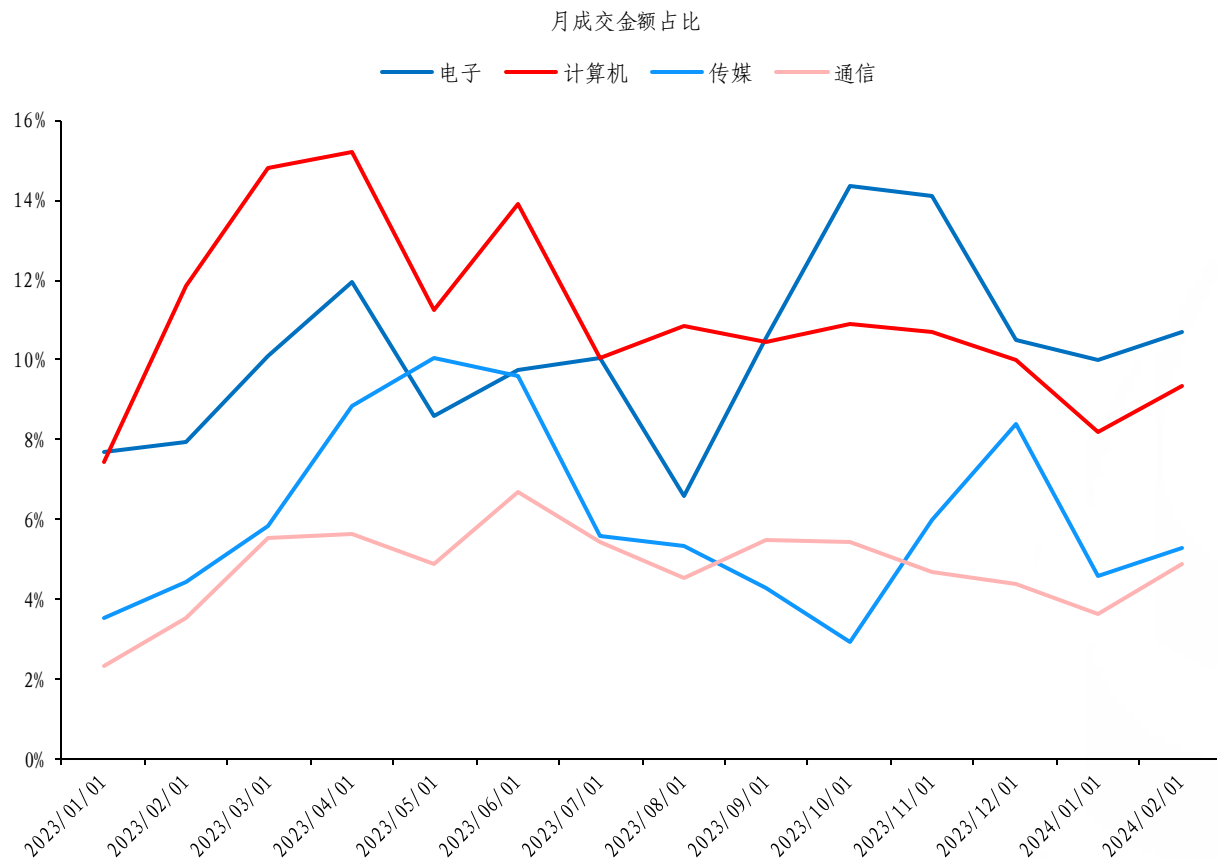
图表：AI相关行业成交额占比（截至2024.3.20）



资料来源：Wind，长城证券产业金融研究院

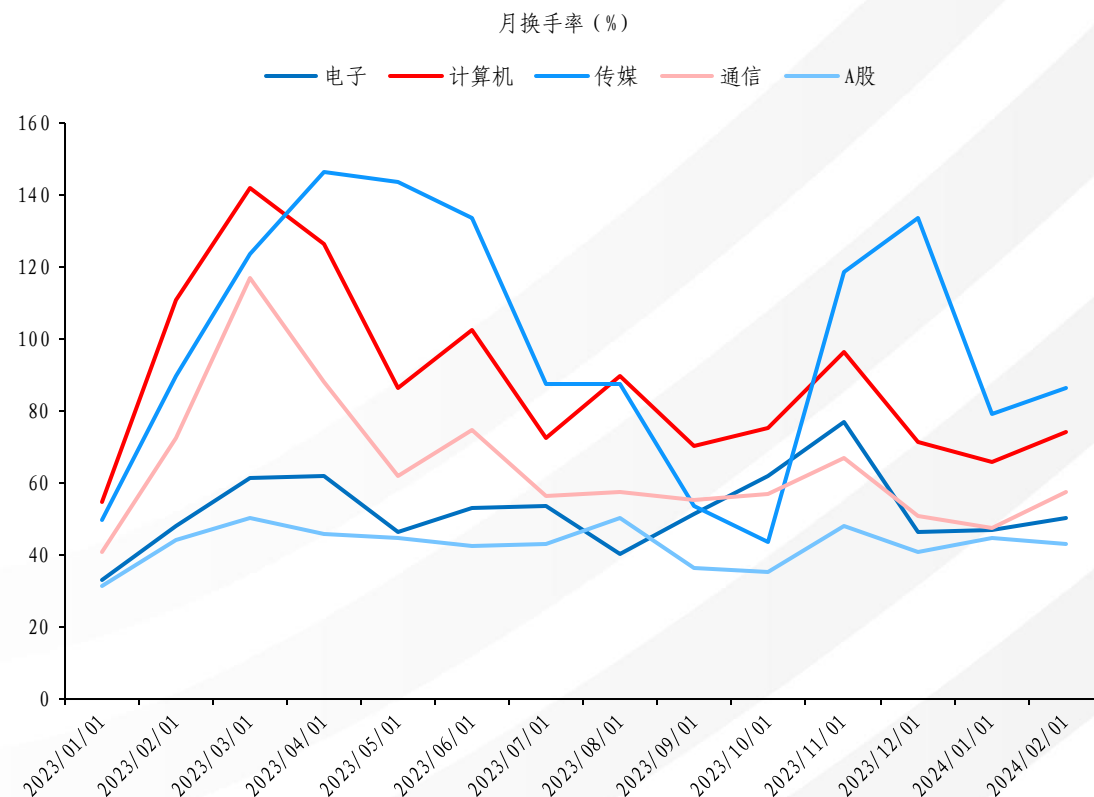
分行业看，电子与通信成交额占比接近高位

图表：二级行业月成交额占比（截至2024年2月底）



资料来源：Wind，长城证券产业金融研究院

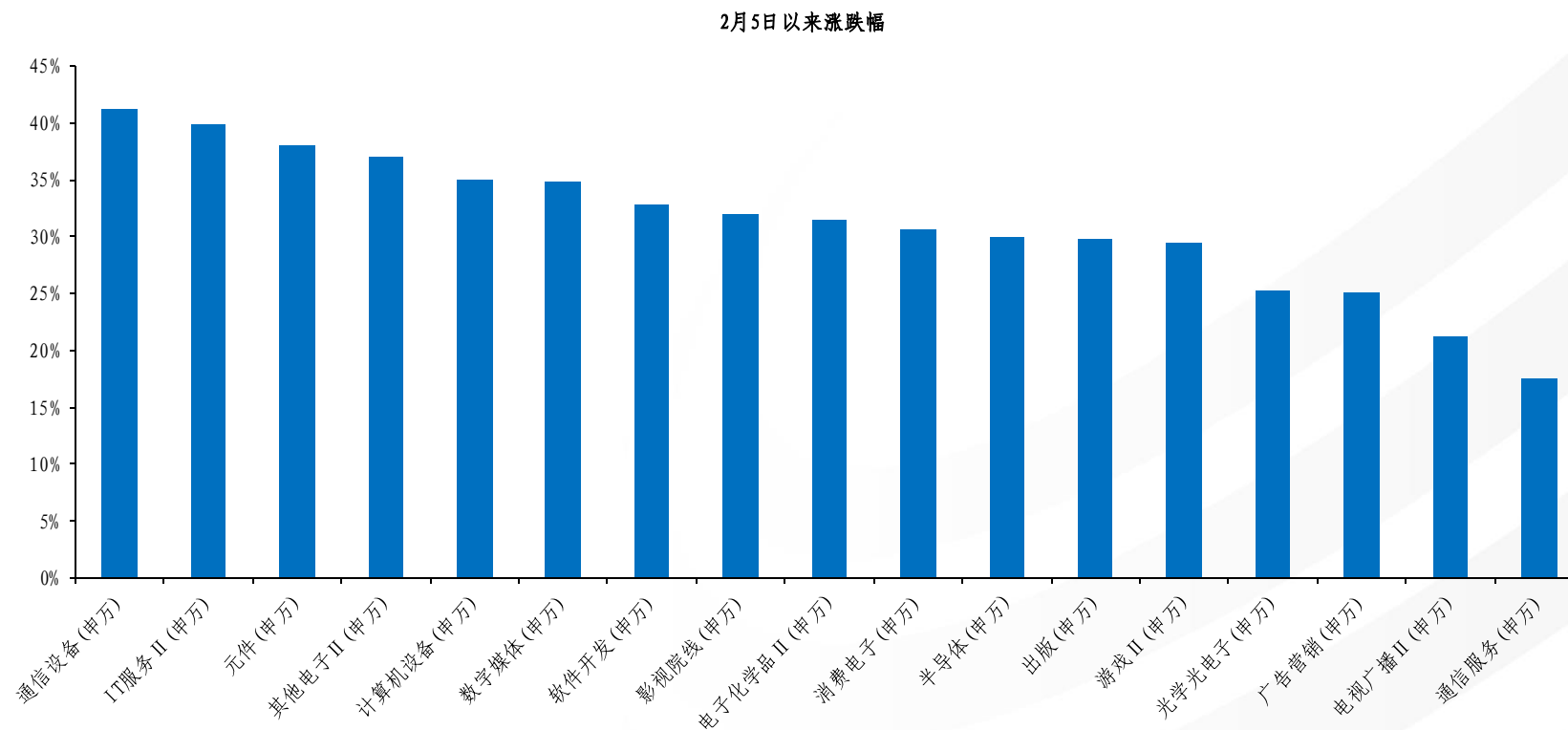
图表：二级行业月换手率占比（截至2024年2月底）



资料来源：Wind，长城证券产业金融研究院

□ 二级行业看，涨幅领跑行业集中在算力相关行业

图表：二级行业2月5日以来涨幅（截至2024.3.20）



资料来源：Wind，长城证券产业金融研究院

□ 复盘2023年4-6月AI行情见顶因素

✓ 复盘2023年6月底AI行情的阶段性结束主要有以下四个原因：

- 1) 公募基金持仓占比快速上升导致交易较为拥挤；
- 2) 大股东减持事件频发；
- 3) 短期股价过分炒作缺乏业绩支撑；
- 4) 英伟达股价在2023年6-12月期间进入横盘状态。

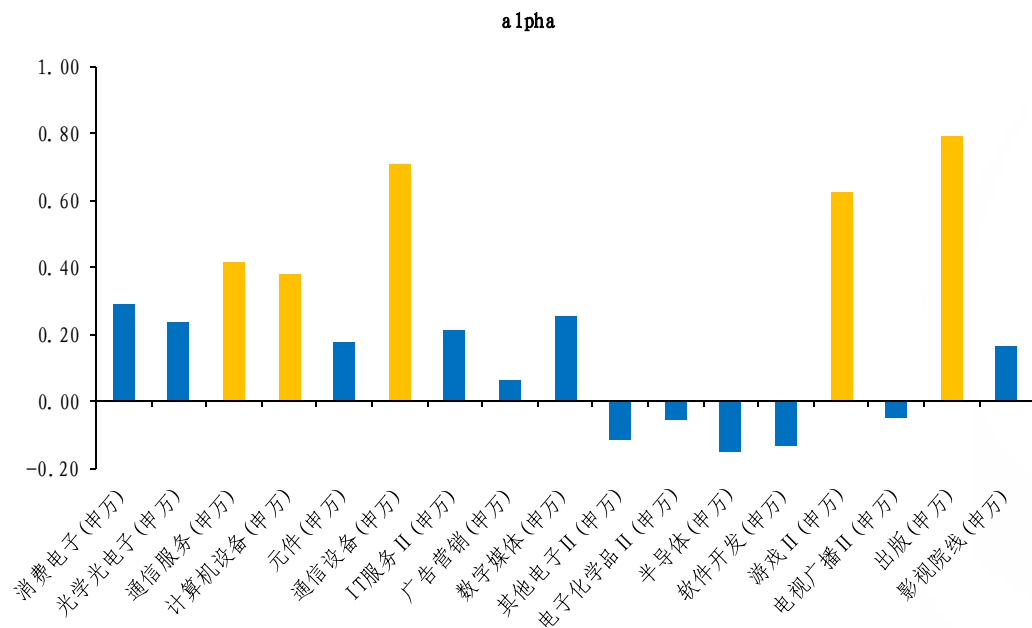
✓ 以上因素均已阶段性缓解：

- 1) 从成交额占比及换手率来看，AI行业的交易拥挤情况相较2023年高位仍有一定的空间；
- 2) 监管层面于2023年下半年及今年密集出台限制减持相关政策，限制了大股东快速套现离场的通道；
- 3) 英伟达股价在2024年重启上涨趋势。

□ 寻找性价比：alpha & sharpe

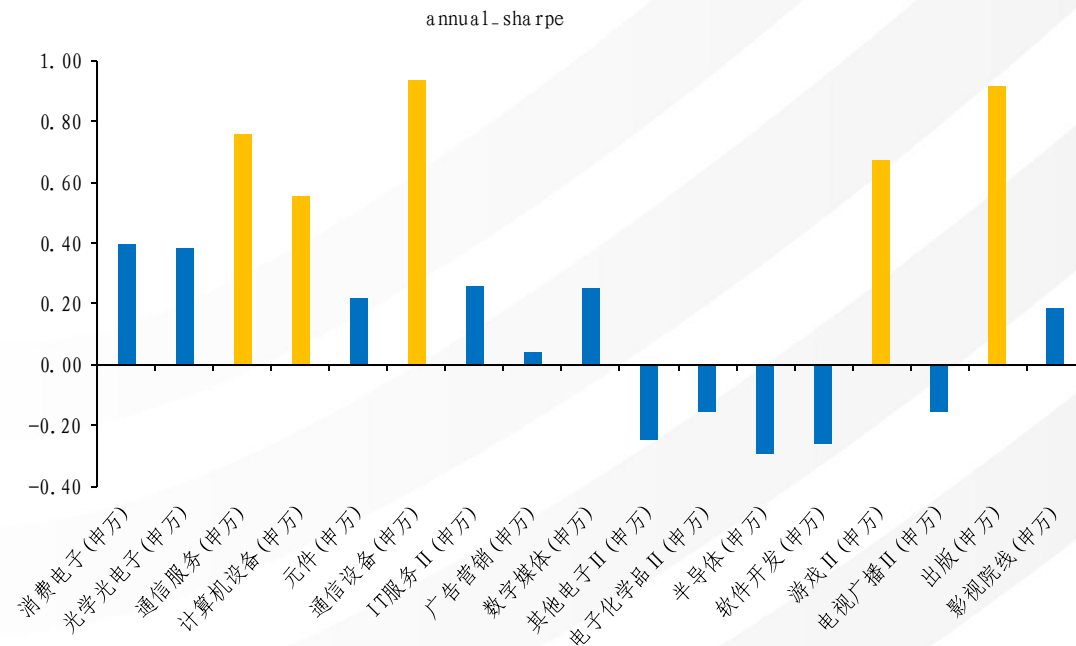
从超额收益及风险收益比角度来看，上游通信设备、计算机设备、通信服务以及下游出版与游戏显著占优

图表：二级行业alpha（截至2024.3.20）



资料来源：Wind，长城证券产业金融研究院

图表：二级行业sharpe（截至2024.3.20）

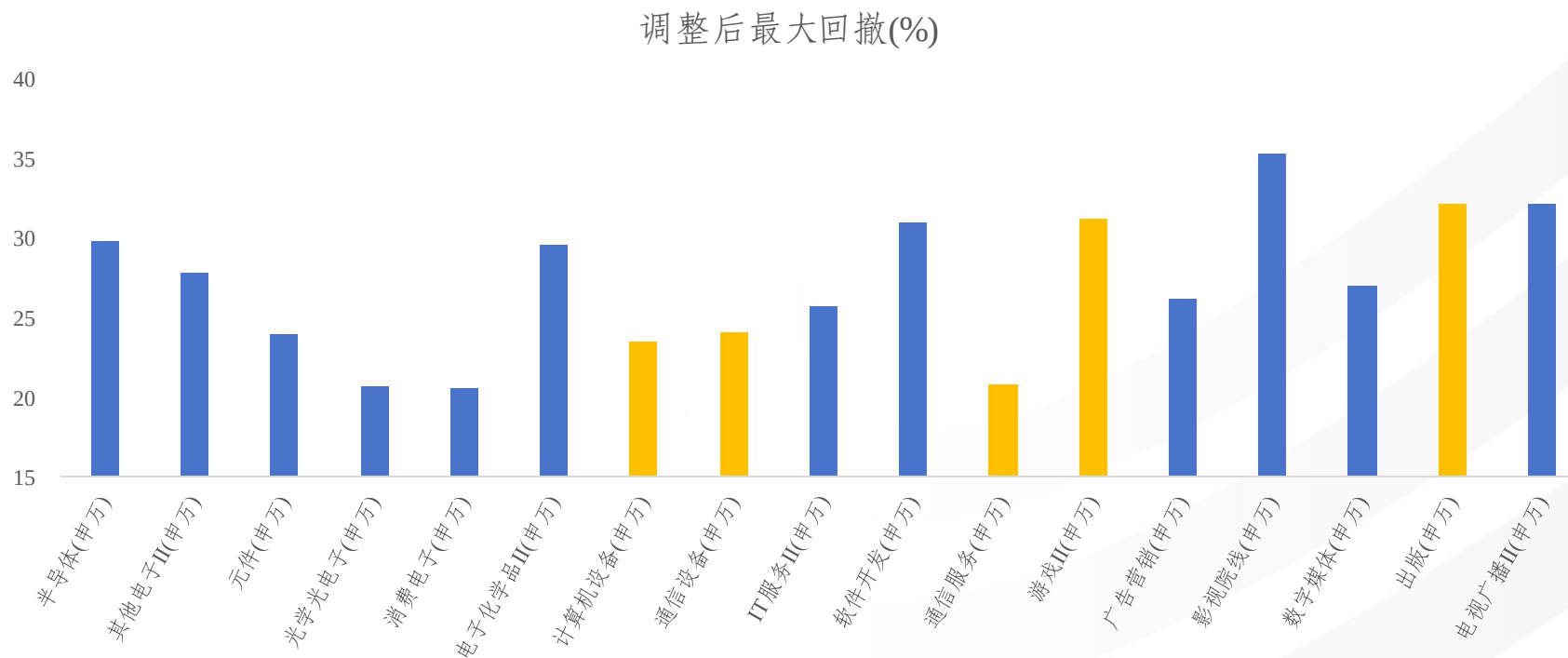


资料来源：Wind，长城证券产业金融研究院

□ 寻找性价比：调整后最大回撤

从调整后最大回撤看，超额收益较高的行业最大回撤同样较为可控

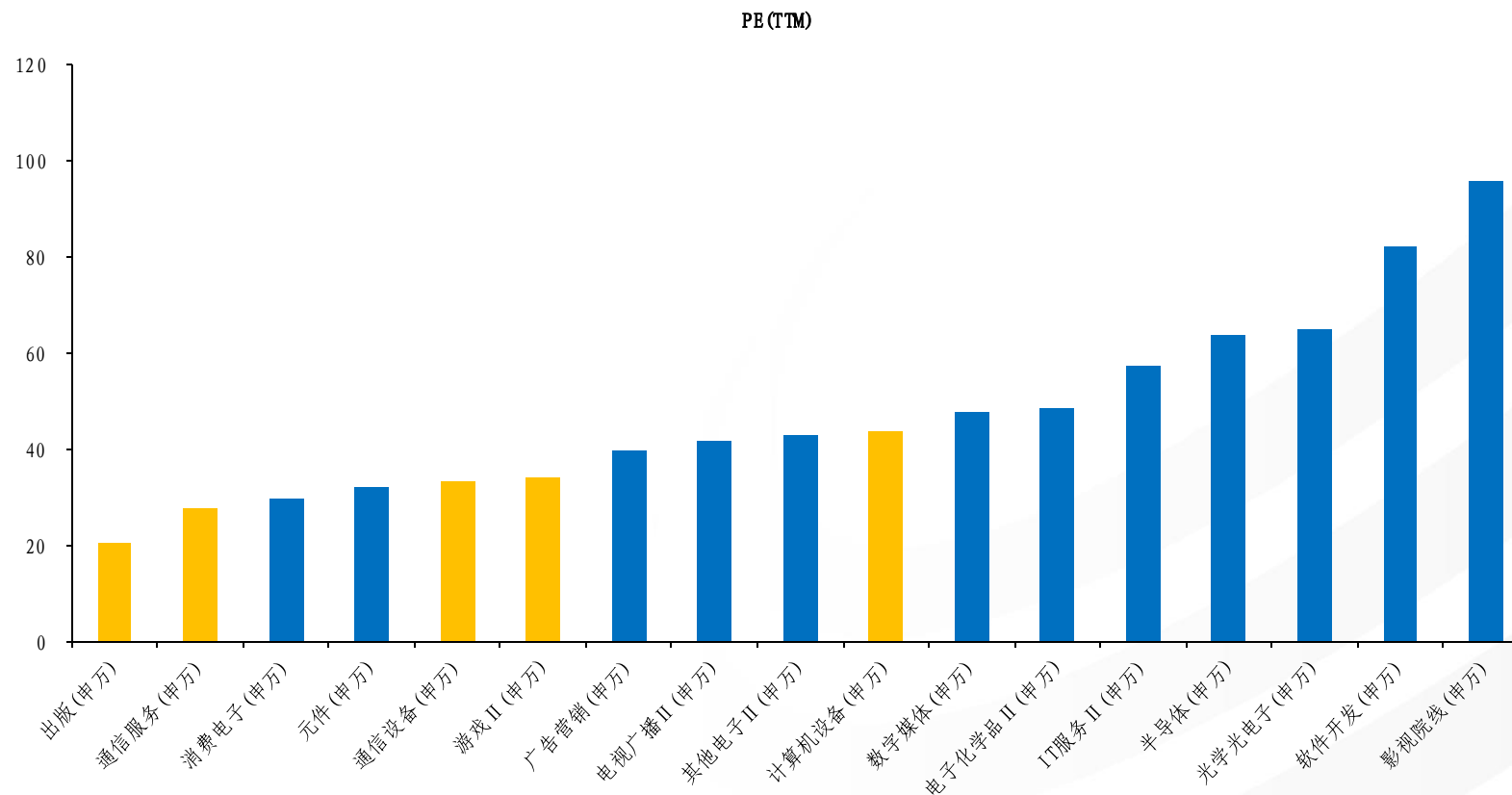
图表：二级行业调整后最大回撤（截至2024.3.20）



资料来源：Wind，长城证券产业金融研究院

寻找性价比：估值

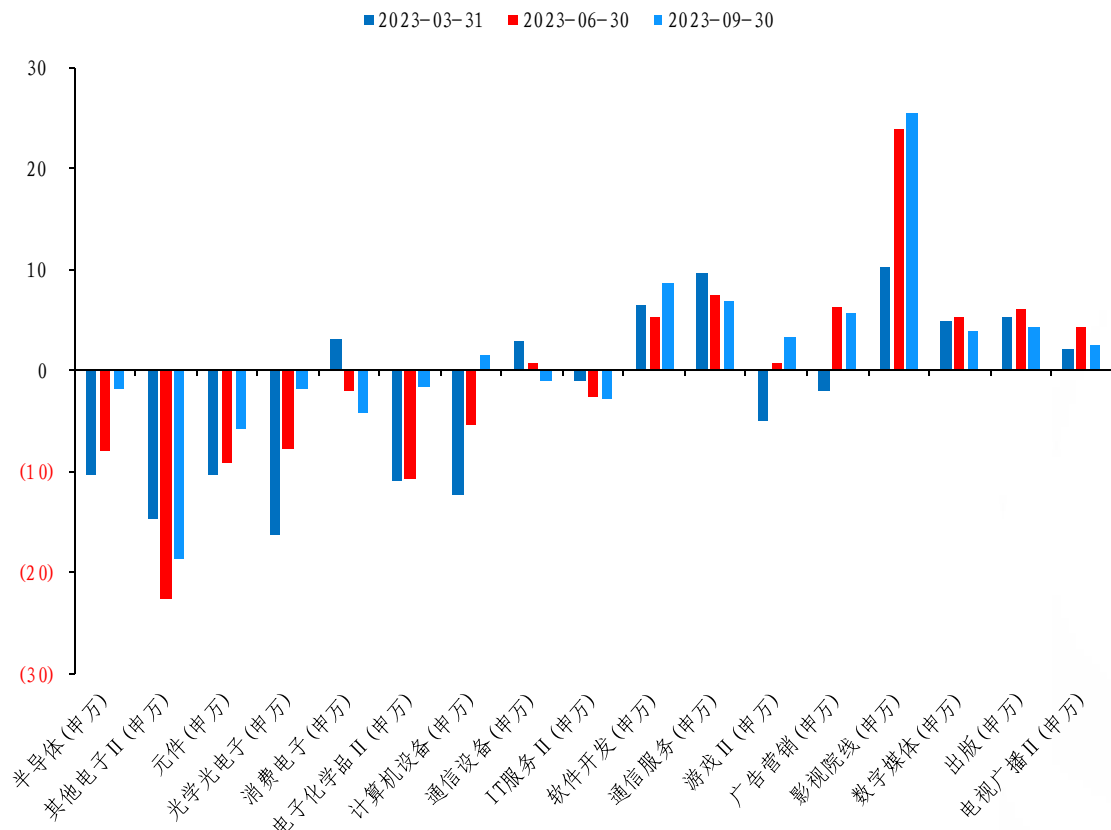
图表：二级行业PE倍数（截至2024.3.20）



资料来源：Wind，长城证券产业金融研究院

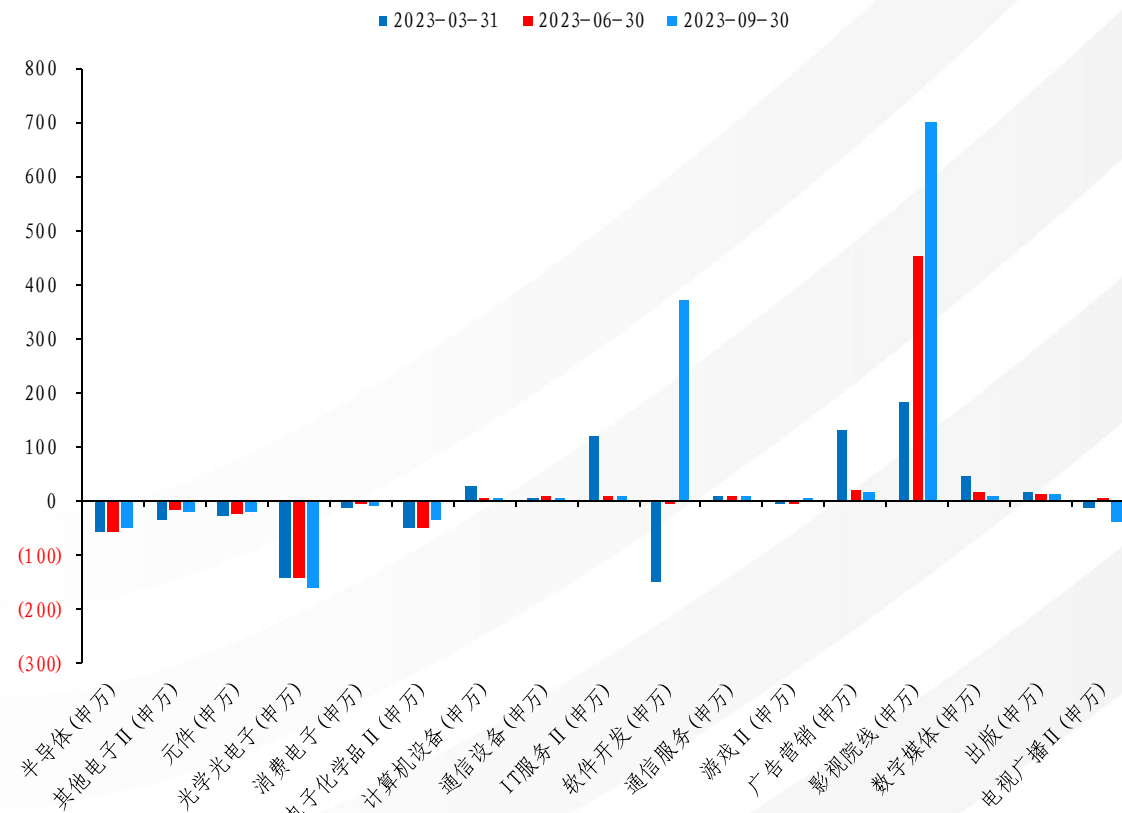
寻找确定性：业绩增速

图表：二级行业23Q1-Q3营收增速（%）



资料来源：Wind，长城证券产业金融研究院

图表：二级行业23Q1-Q3净利润增速（%）



资料来源：Wind，长城证券产业金融研究院

□ 寻找确定性：业绩预期

图表：二级行业营收同比（%）与净利润同比（%）（截至2024.3.20）

	营收同比（一致预期，%）	净利润同比（一致预期，%）
半导体（申万）	1.11	-39.10
其他电子 II（申万）	-14.56	-14.91
元件（申万）	0.26	-7.90
光学光电子（申万）	3.45	-14.43
消费电子（申万）	3.79	11.50
电子化学品 II（申万）	8.86	-5.22
计算机设备（申万）	6.17	38.13
通信设备（申万）	3.89	7.21
IT服务 II（申万）	5.31	89.27
软件开发（申万）	12.47	102.91
通信服务（申万）	7.18	16.87
游戏 II（申万）	10.49	2237.96
广告营销（申万）	9.68	1044.09
影视院线（申万）	31.94	136.49
数字媒体（申万）	4.52	9.05
出版（申万）	5.76	16.34
电视广播 II（申万）	3.94	35.06

资料来源：Wind，长城证券产业金融研究院

□ 寻找确定性：商业大模型仍处于军备竞赛阶段

多家商业大模型（包含可本地部署模型）均具备与GPT-4相当的能力

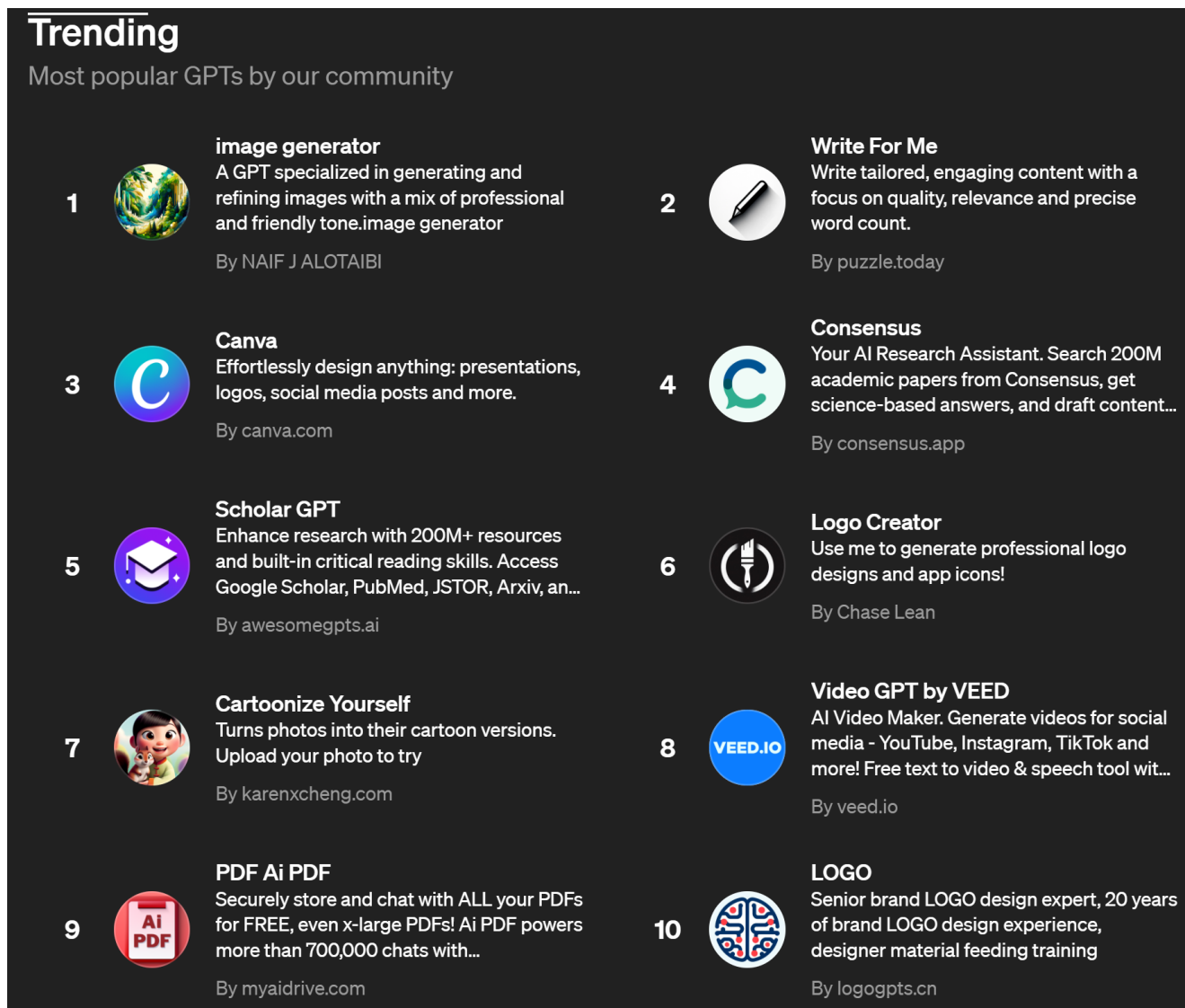
图表：多家商业大模型参数比较

Rank	Model	Size	Format	Quant	Context	Prompt	1st Score	2nd Score	OK	+/-
1 NEW	claude-3-opus-20240229	Claude 3 Opus	API				18/18 ✓	18/18 ✓	X	✓
1	GPT-4	GPT-4	API				18/18 ✓	18/18 ✓	✓	✓
1 NEW	mistral-large-2402	Mistral	API				18/18 ✓	18/18 ✓	X	X
1	miquliz-120b-v2.0	120B	EXL2	3.0bpw	32K 4K-12K	Mistral	18/18 ✓	18/18 ✓	✓	✓
1	goliath-120b-GGUF	120B	GGUF	Q2_K	4K	Vicuna 1.1	18/18 ✓	18/18 ✓	✓	✓
1	Tess-XL-v1.0-GGUF	120B	GGUF	Q2_K	4K	Synthia	18/18 ✓	18/18 ✓	✓	✓
1	Nous-Capybara-34B-GGUF	34B	GGUF	Q4_0	16K	Vicuna 1.1	18/18 ✓	18/18 ✓	✓	✓
1	Venus-120b-v1.0	120B	EXL2	3.0bpw	4K	Alpaca	18/18 ✓	18/18 ✓	✓	X

资料来源：Reddit官网，长城证券产业金融研究院

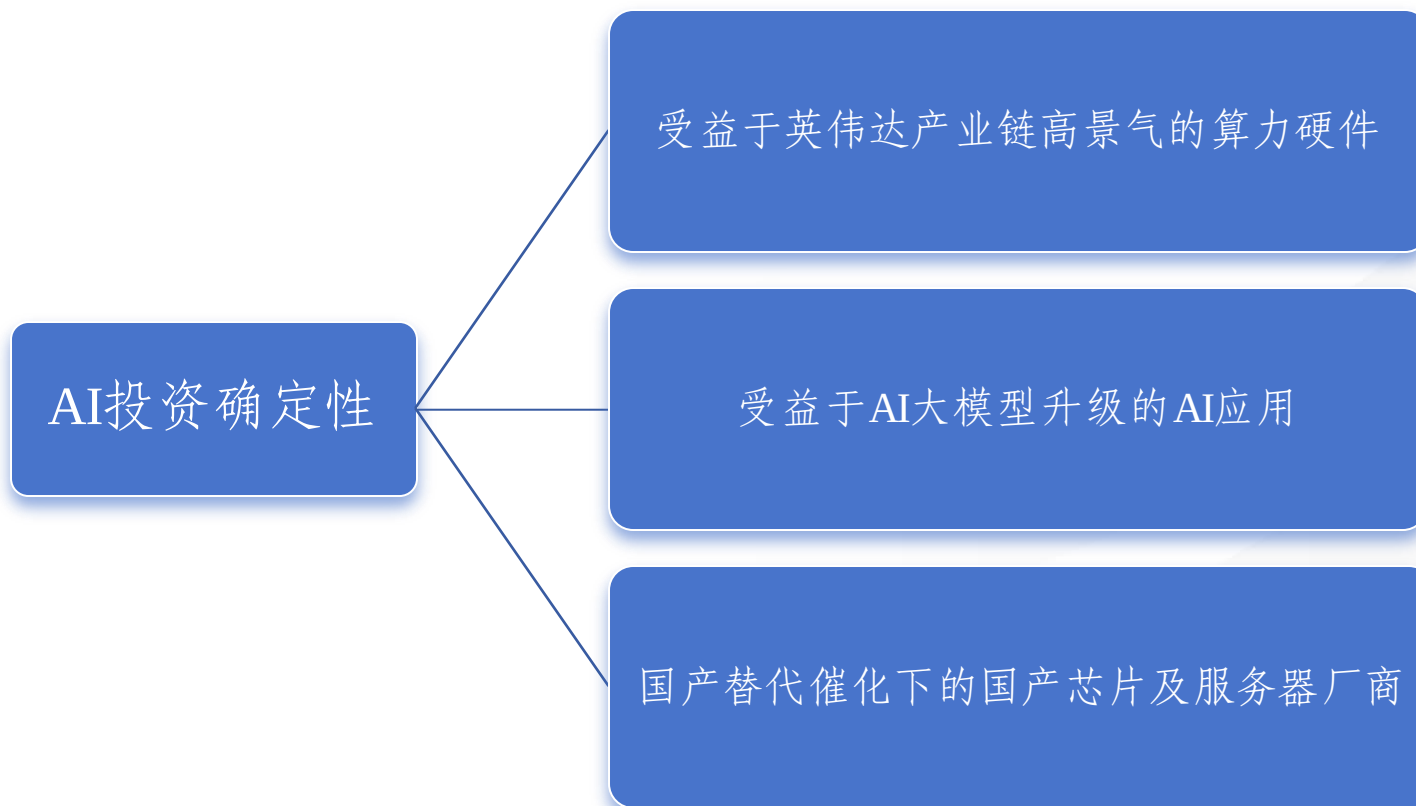
□ 寻找确定性：GPTs多数于创作相关

图表：最受欢迎GPT软件排行榜



资料来源：GPT Community，长城证券产业金融研究院

- ✓ 综合来看，当前国内AI产业中是两端最具确定性以及性价比
- ✓ 从基建端来看，今年中央发力的重心仍将在算力基础设施建设；从产品端来看，以创作为主的AI应用领域将有望最快兑现业绩
- ✓ 短期来看，由于当前AI板块较低点已有较大幅度的反弹，要着重关注年报发布窗口期的业绩兑现情况
- ✓ 从年度来看，国内AI板块的持续性仍然依赖于美股AI主要标的趋势的持续性
- ✓ 根据目前主流大模型的能力情况来看，今年全球AI产业链的重点仍将在于大模型多模态能力、准确度以及安全性的比拼。在此背景下，以英伟达为首的算力硬件业绩有望持续兑现



□ AI组合推荐

1. 股票池选择：属于计算机设备、通信服务、通信设备、出版、游戏II，可交易，非ST股票

2. 限制极端值:

- Alpha & 年化波动率 & 最大回撤 & PE(TTM)及PE分位数:

排除超过均值 ± 3 倍标准差的值

- 营收增速&净利润:

首先排除超过3倍标准差的值，对剩余数据计算新的均值以及标准差，将所有数据限制在该均值 ± 3 倍标准差内

3. 数据标准化:

- 使用 `MinMaxScaler` 对每个因子进行缩放，使其位于 $[0, 1]$ 范围内。其中，当期PE为负值的股票PE分位数标为-1。

4. 计算得分:

- 为每支股票计算得分，除年化波动率以及PE分位数因子取负值外，其余因子均为因子得分相加。

图表：最新一期AI投资组合（截至2024.3.20）

证券名称	行业分类
萤石网络	计算机设备
广电运通	计算机设备
唐源电气	计算机设备
诺瓦星云	计算机设备
中国电信	通信服务
中国联通	通信服务
中国移动	通信服务
嘉环科技	通信服务
华测导航	通信设备
欣天科技	通信设备
广和通	通信设备
中天科技	通信设备
中南传媒	出版
凤凰传媒	出版
新华传媒	出版
时代出版	出版
神州泰岳	游戏 II
冰川网络	游戏 II
巨人网络	游戏 II
三七互娱	游戏 II

资料来源：Wind，长城证券产业金融研究院

□ 风险提示:

美联储政策预期风险：美国仍面临通胀风险，美联储开启降息时间点可能晚于市场预期。

国内需求复苏不及预期风险：国内需求不足可能导致经济复苏力度低于预期；房地产销售增速可能仍低迷；以数字经济、新能源为代表的新经济增速增长可能不及预期。

汇率波动风险：汇率波动可能对出口企业产生重要影响。当本地货币贬值时，出口企业的产品价格相对于其他国家的产品更具竞争力，这可能会增加出口量和市场份额。相反，如果本地货币升值，出口企业的产品价格可能会上涨，从而影响出口量和市场份额。

部分公司业绩不及预期风险：公司所处行业周期、市场需求增长、公司经营管理、技术升级等因素可能导致公司业绩不及预期。

地缘冲突风险：部分国家政局不稳，可能对企业的海外经营构成直接威胁。不同国家在政治、宗教等方面的立场和态度也可能对企业的经营产生负面影响。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

长城证券投资评级说明

公司评级：

买入——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上；

增持——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间；

持有——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；

卖出——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上。

行业评级：

强于大市——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；

中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；

弱于大市——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

行业指中信一级行业，市场指沪深300指数

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层

邮编：518033

传真：86-755-83516207

北京

地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044

传真：86-10-88366686

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126

传真：021-31829681

长城证券



扫一扫二维码，关注我的视频号

长城研究 • 与您共成长