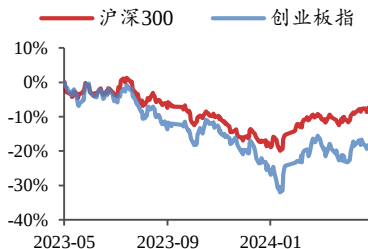


2024 年 05 月 20 日

开源晨会 0520

——晨会纪要

沪深300及创业板指数近1年走势



数据来源：聚源

昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
房地产	7.374
非银金融	2.371
建筑材料	2.188
国防军工	2.066
有色金属	1.592

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
家用电器	-0.693
传媒	-0.072
医药生物	-0.067
纺织服饰	-0.061
汽车	0.344

数据来源：聚源

吴梦迪 (分析师)

wumengdi@kysec.cn

证书编号: S0790521070001

观点精粹

总量视角

【宏观经济】稳地产或将进入新阶段——宏观周报-20240519

【宏观经济】金铜价格重返上行通道——宏观周报-20240519

【宏观经济】收储或有助于房价企稳——兼评 4 月经济数据-20240518

【策略】地产存量风险修复，重视【ROE 均值-标准差】选股——策略“星”速递-20240519

【策略】动能切换期，关注新选股指标——策略视角解读4月社零-20240517

【金融工程】红利基金的边际变化——基金研究系列（31）-20240519

行业公司

【中小盘】世界模型——自动驾驶的下一站——中小盘周报-20240518

【计算机】周观点：继续重视 AI 产业新进展——行业周报-20240519

【传媒】AI 应用驰而不息，内容上新渐入佳境——行业周报-20240519

【家电】九号公司4月两轮车/全地形车/割草机器人零售表现亮眼，需求延后+结构改善下Q2两轮车拐点明确——行业周报-20240519

【机械】政策加码加速顺周期板块复苏，刀具有望率先受益——行业周报-20240519

【地产建筑】新一轮利好政策集中发布，期待地产景气度回升——行业周报
-20240519

【非银金融】地产政策利好保险资产端，关注非银板块 beta 机会——行业周报
-20240519

【农林牧渔】二育加速入场加剧生猪紧缺，白鸡供给确定性收缩共振向上可期——行业周报-20240519

【纺织服装】越南出口及台企持续增长，推荐出口、出海及出行链——行业周报
-20240519

【食品饮料】啤酒逐渐进入旺季，关注榨菜改善机会——行业周报-20240519

【化工】R32、R22 内贸市场货源偏紧，关注制冷剂旺季行情——氟化工行业周报-20240519

【煤炭开采】央行地产政策超预期，煤炭高股息与周期弹性凸显——行业周报
-20240519

【商贸零售】618 大促在即，关注线上消费恢复及国货美妆表现——行业周报
-20240519

【医药】把握政策机遇，关注新生人口相关投资机会——行业周报-20240519

【计算机】中移动公布 191 亿 AI 服务器大单，高度重视 AI 算力投资机会——行业点评报告-20240519

【非银金融】4 月人身险保费增速改善，关注资产端弹性催化——行业点评报告
-20240519

研报摘要

总量研究

【宏观经济】稳地产或将进入新阶段——宏观周报-20240519

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 沈美辰（联系人）证书编号：S0790122110036

国内宏观政策：稳增长政策加速落地，地产政策思路转变

近两周（5月6日-5月19日）国内宏观主要聚焦以下几个方面：

政策基调方面，国家主席习近平在《求是》发表重要文章《全面深化改革开放，为中国式现代化持续注入强劲动力》，文章强调，改革开放是当代中国大踏步赶上时代的重要法宝，是决定中国式现代化成败的关键一招。国家发改委党组在《求是》杂志撰文，明确未来推动落实经济体制改革的七大重点任务。

基建与产业方面，政策聚焦安排中央投资支持符合条件的设备更新和循环利用项目、引导锂电池企业减少单纯扩大产能的制造项目、加快实施分领域分行业节能降碳专项行动等。此外，财政部发布《2024年一般国债、超长期特别国债发行有关安排》，其中超长期特别国债涉及品种为20年、30年、50年，5月17日首次发行30年期特别国债。

货币政策方面，近两周央行发布《2024年第一季度中国货币政策执行报告》，指出稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。把维护价格稳定、推动价格温和回升作为把握货币政策的重要考量，加强政策协调配合，保持物价在合理水平。推动企业融资和居民信贷成本稳中有降。（详见《适度宽货币，高质宽信用》）

央行设立3000亿元保障性住房再贷款，鼓励引导金融机构按照市场化、法治化原则支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售商品房，用作配售型或配租型保障性住房，预计将带动银行贷款5000亿元。

地产政策方面，中央出台一系列地产需求端放开举措、中央设立3000亿元再贷款做好保交房工作、杭州、西安等城市取消限购、多地下调公积金贷款利率等。

5月17日，央行发布三条地产需求端放松举措，分别为取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限、下调个人住房公积金贷款利率25bp、首套房贷款最低首付比例调整为不低于15%，二套房贷款最低首付比例调整为不低于25%。相关地方政府应从实际出发，酌情以收回、收购等方式妥善处置已出让的闲置存量住宅用地，以帮助资金困难房企解困。

消费政策方面，主要涉及地方消费券发放，郑州、石家庄、大连、广州等城市发放超千万规模消费券，消费券适用领域以汽车、家电以旧换新为主。

贸易政策方面，近两周政策聚焦国家主席习近平访问法国、塞尔维亚、匈牙利三国并与最高领导人展开会谈。国家主席习近平同俄罗斯总统普京举行会谈，并共同见证签署经贸、自然保护、检验检疫、媒体等领域多项双边合作文件。

金融监管方面，近两周政策聚焦银行业保险业做好金融“五篇大文章”的指导意见、证监会发布《关于加强上市公司监管的规定》、发布《证券市场程序化交易管理规定（试行）》，对量化交易监管作出全方位、系统性规定。

海外宏观政策：美联储高利率可能会持续

过去两周，海外宏观关注美联储、欧央行、日央行高层货币政策表述。

根据美联储主席及各位官员近期发言，美国一季度通胀数据显示达到通胀目标还需时间，降低了美联储对于降息的信心。美联储还需要更多的数据来对去通胀进程进行观察，官员们普遍表示高利率可能会持续下去。而美

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

联储大概率不会将加息作为后续货币政策的可选项。

日央行行长植田和男表示，如果物价趋势上升，日本央行将调整政策宽松程度。针对当前的汇率情况，他表示日元快速、单边下跌对日本经济不利，不可取。

风险提示：国内外货币政策持续分化，国内政策执行力度不及预期。

【宏观经济】金铜价格重返上行通道——宏观周报-20240519

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 郭晓彬（联系人）证书编号：S0790123070017

供需：修复速度阶段性放缓

1.基建开工：开工率处于历史同期低位。最近两周(5月4日至5月17日)，石油沥青装置开工率先升后降，绝对值处历史同期较低位置；磨机运转率、水泥发运率平稳运行，绝对值处于历史同期低位。

2.工业生产端，汽车轮胎开工延续高位。最近两周，PX等化工链开工率有所回升，汽车轮胎开工率表现良好，高炉、焦炉开工率整体上升。

3.需求端，地产链需求偏弱，轻纺城需求偏强。工业需求端，5月前9天，电厂煤炭日耗均值整体较4月回落，煤炭重点电厂环比下降7.6%。最近两周，地产链需求低于历史同期。消费需求端，最近两周，中国轻纺城成交量有所回落，但平均值处于历史同期中高位，义乌小商品价格指数平均值略有回升。

商品价格：金铜价格重返上行通道

1.国际大宗商品：原油延续回落，有色整体上升。最近两周，原油价格延续回落；铜、铝价格表现分化，黄金价格有所回升。

2.国内工业品：整体震荡运行。首先以南华指数观察整体价格变化，最近两周，国内工业品价格震荡运行。最近两周，铁矿石、螺纹钢价格平均值较上两周回落，煤炭价格延续回升。化工链商品价格涨跌分化，最近两周，甲醇、聚氯乙烯平均价格较上两周有所上升，顺丁橡胶、涤纶长丝下降。建材价格涨跌分化，最近两周，沥青、玻璃平均价格较上两周环比下降，水泥上升。

3.食品：农产品价格延续回落，猪价震荡运行。最近两周，农产品价格延续回落，农产品价格200指数平均值较上两周环比下降0.7%，猪肉价格震荡运行，猪肉平均批发价较上两周环比下降0.06%。

地产与流动性：地产放松政策见效或需时间，资金利率震荡下行

1.商品房：成交面积仍处历史低位。最近两周，全国30大中城市商品房成交面积平均值较上两周环比回升1.7%，从季节性上看处于同期历史低位，较2021、2022、2023年同期分别同比下降60.1%、24.5%、42.4%。二手房市场看，价格方面，截至4月29日，二手房出售挂牌价指数延续回落；成交量方面，最近两周(5月3日至5月16日)，14城二手房成交面积处于同期历史中低位。

2.土地：成交面积同环比均有所下降。截至5月12日，100大中城市成交土地占地面积最近双周环比下降24.4%，当月同比下降47.7%。

3.流动性：资金利率震荡下行，最近两周逆回购净回笼。最近两周，资金利率波下行。截至5月17日，R007为1.80%，DR007为1.81%。最近一周央行实现货币净回笼0亿元。近两周质押式回购成交量共为44.2万亿元。本周质押式逆回购较上周增加21.6万亿元。

交通运输：货运物流有所回落，出口运价延续回升

1.居民出行：地铁客运同比上升。最近两周，北上广深地铁客运量平均值较上两周环比回升5.4%，较2023年同期同比上升10.1%。国内执行航班数平均值较上两周环比上升0.1%，较2023年同期同比下降2.0%。

2.货运物流：先降后升，平均值有所下降。最近两周，整车货运流量指数、公路物流园吞吐量指数与主要快递企业分拨中心吞吐量指数先降后升，平均值较上两周分别环比下降 7.0%、8.7%、7.4%。

3.运价：出口运价延续回升，大宗商品运价有所回升。最近两周，出口运价延续回升，内贸运价有所回落，大宗商品运价中 BDI 指数、BDTI 指数、铁矿石运价指数平均值较上两周分别环比+15.5%、+4.1%、+9.6%。

风险提示：大宗商品价格波动超预期，政策力度超预期。

【宏观经济】收储或有助于房价企稳——兼评 4 月经济数据-20240518

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 陈策（分析师）证书编号：S0790524020002

工业生产偏强，现代服务业维持韧性

生产端：全国区域性暴雨天气下，工业生产仍偏强，主因外需改善+新质生产力扩张。与 4 月 PMI 数据一致，但也需看到工业企业产销率仍有压力。分行业来看，汽车、计算机通信电子、交运设备等板块表现较好。服务业生产受高基数制约，但现代服务业维持韧性。

固投：地产思路转变，新质生产力延续高增

1、地产：基本面延续偏弱，供需政策协同发力，思路从三大工程转向收储去库存。符合我们在年度策略中指出的“三大工程”与当前商品房供给过剩的基本面相矛盾、或可考虑“中央财政收储并投向保障房市场”。往后看，需重点关注收储主体是否会从地方上升至中央、资金体量是否会扩容等。我们测算政府收储达到合意水平（去化周期 18 个月）可能对应收储面积 7.3 亿平，按 1.64 万元/平并考虑折价 10%、20%、30%，收储资金约 10.7、9.5、8.3 万亿元，二手房价同比或由 4 月的-6.8%转正至+4%。

2、制造业：设备更新延续高增，但进一步提速有待消费品以旧换新政策落地、缓解供需不平衡问题。分行业来看，低空经济政策加快落地提振交运设备投资（尤其是航空、航天器）。

3、“基建增速偏强、实物工作量和资金面偏弱”的数据分化逐步走向弥合，预计 Q2 基建可能小幅降速但后续有望蓄势回升。一则地方加快专项债发行，二则央行 Q1 货政报告未具体提化债且 430 政治局会议指向更好平衡化债和稳增长的关系，后续可能适度松绑高风险省份融资约束；三则发改委推动增发国债项目于 6 月底前开工建设；四则超长期特别国债有序发行。

消费：或有下沉

1、4 月服零和社零增速均有下滑，前者可能与假期天数减少有关，后者我们倾向归因于高基数，主要考虑到 2024 年清明旅游数据不弱。分品类来看，必选消费好于可选消费。

2、2024 年五一旅游量超预期、单价回落，从酒店价格数据来看可能出现了一定的消费下沉，不同于 2023 年的“K 型分化”（低端和高端较好、中端偏弱）。一方面或在于出境游恢复较快挤出国内中高端消费；另一方面可能与中高端资产缩水有关，2023Q4 金葵花及以上客户（含私行）的平均资产规模增速为-2.1%、较 2023Q3 下滑了 0.9 个百分点。

预期或将改善的又一证据：地产政策思路转变

近期报告中我们多次提示，“经济实质性改善仍需更多数据来验证，但中长期来看积极因素正在积聚，预期或将改善”。5 月以来新的证据在于，地产政策从“三大工程”转向收储去库存，金融业增加值核算方式调整“去虚胖”，体现了“高质量发展”的要求。伴随地产和化债风险逐步释放，国内经济中长期的核心矛盾有望缓解，因而我们重申此前“预期或将改善”的判断。

风险提示：政策力度不及预期，美国经济超预期衰退。

【策略】地产存量风险修复，重视【ROE 均值-标准差】选股——策略“星”速递-20240519

韦冀星（分析师）证书编号：S0790524030002 | 李浩齐（分析师）证书编号：S0790524040005

如何理解 517 地产新政——地产链主逻辑在于存量风险修复

1、如何看 517 新政的意义？——稳固预期缓释风险，但对于经济总量的增量效果或有限。一方面，地产新政对于稳固房价预期、缓释房企信用风险有积极作用，也有利于“旧动能”不过快衰减；但另一方面，在居民加杠杆意愿以及能力偏弱的背景下，首付比例调降、下调房贷利率对于地产销售的提振作用仍待检验。

2、市场在交易什么？从大类资产表现来看：（1）近期不同等级的地产美元债走势出现显著分化；（2）本轮地产与建材股价的反弹，也伴随着中资地产美元债收益率的快速下行；（3）本周五地产新政发布后，十年期中债利率以及美元兑人民币汇率并未出现明显的下行。综合近期的股、债、汇、商等大类资产表现来看，我们认为，信用风险修复是主导近期资本市场的核心逻辑，而总量层面的经济预期尚未出现一致性的回暖，这其中权益资产对于地产新政的解读显然更为乐观。

3、总量意义上的拐点要看什么？（1）现阶段商品房销售额增速仍然是决定 M1 走势的核心变量；（2）商品房销售增速领先 PPI 约半年左右；（3）商品房销售增速同样决定了名义经济增长预期以及 A 股上市公司整体盈利的变化。

4、股票市场影响？地产链主逻辑在于存量风险修复，夯实长牛基础，但不是总量大增下的全面性牛市，心态不需过度急躁。经济动能切换、政策和现实不断相互错位交织下，关注【ROR 均值-标准差】作为选股的重要指标。

社零也低于预期，但短期扰动不改 A 股长牛，新政有望改善竣工、强化消费

社零数据明显低于市场预期。我们认为无须为此过分担心，阶段性压力难掩结构性亮点，新旧动能转换已初见成效，且房地产政策着力点已经全面转向需求侧发力，后端竣工改善有望强化居民消费增长潜力。基本面短期扰动不改 A 股长牛逻辑，在新旧动能切换期需要更重视【ROE 均值-标准差】在选股的作用。

地产链主逻辑在于存量风险修复，“以盾为主，以矛为辅”策略仍是首选

顺着前面逻辑推演，在地产销售没有出现实质性拐点前，地产链的主逻辑在于存量资产风险修复（而非资产规模增量）；另一方面，策略选择的先后顺序应当是“存量修复>增量逻辑，后端竣工>前端开工”。接下来资产价格演绎的两条路径：其一，房价回升推升宏观预期，市场有望复刻 2023 跨年阶段表现（指数上攻、核心资产接力上涨）；其二，地产稳而不强，权益资产继续震荡。我们认为，当下强指数牛市概率不高，A 股以结构性机会为主，经济动能切换、政策和现实不断相互错位交织下，重视【ROR 均值-标准差】作为选股核心指标的重要作用。

现阶段“以盾为主，以矛为辅”策略仍是首选：内需方向为矛——（1）低估低配且【ROR 均值-标准差】靠前的核心资产：餐饮、医药；（2）全年主题：低空经济、设备更新。宏观脱敏为盾——（3）制造业出海+业绩预期占优+景气预期上修：工程机械、商用车、家电；（4）独立景气周期：半导体、养殖、油运/船舶；（5）中期维度，央企国企红利资产仍是底仓配置的最优选择。

风险提示：政策超预期变动；全球流动性及地缘政治风险；定价模型失效。

【策略】动能切换期，关注新选股指标——策略视角解读 4 月社零-20240517

韦冀星（分析师）证书编号：S0790524030002 | 李浩齐（分析师）证书编号：S0790524040005

事件：4 月社会消费品零售总额同比增长 2.3%，预期 4.6%，前值 3.1%

策略视角，我们对于 4 月社零数据解读如下：

1、4 月社零环比超季节性下降符合预期，但同比增速的下行幅度则高于市场预期。4 月底发布的数据显示，4 月服务业 PMI 回落幅度明显偏大（环比下降 2.1 个百分点）；同时，4 月汽车销售、航班出行等均有不同程度下滑。

因此，4月社零环比超季节性下滑（环比下降8.5个百分点）是符合预期的，只是值得关注的是，在2023年同期低基数的基础上，4月社零增速同比下降幅度确实明显超出市场预期，主要受到了汽车零售额大幅回落的影响（4月同比下降5.6%）。

2、需要为此而担心吗？我们认为大可不必。一方面，五一假期期间地铁客运量相对于清明节有进一步的改善，5月消费数据或将有所修复；另一方面，4月下旬以来各地先后对限购限贷政策进行松绑，在保证经济“旧动能”平滑过渡的目标下，房地产政策着力点已经全面转向需求侧发力；更重要的是，自4月中央政治局会议提出“统筹研究消化存量房产”之后，全国范围内进行地产收储以缓解库存压力的相关措施也有望逐步落地。稳增长发力提效将稳固宏观预期，在楼市库存压力缓释、房价预期企稳、房企信用风险释放后，地产链依旧具备弱复苏的动能，后端竣工改善也有望显著强化居民消费增长潜力。

3、阶段性压力难掩结构性亮点，新旧动能转换已初见成效。需要注意的是，4月经济数据中不乏亮眼点，其中制造业投资维持近两位数的高增长（1-4月同比增长9.7%），带动固定资产投资稳步向好，继续扮演了“经济稳定器”的作用。就如我们在近期周报（《信贷探底，“ROE均值-标准差”优势凸显》）中强调的一样，新旧增长动能转换的过程中，经济需要经历增速波动的阵痛期，这是正常现象，无需对此过分悲观——在承认宏观基本面存在阶段性压力的同时，也要看到结构性的亮点，以“新质生产力”为代表的制造业已经开始逐步承接经济的新动能，2024年以来经济实现良好开局，证明这样的过渡已经初见成效。

4、基本面短期扰动不改A股长牛逻辑，【ROE均值-标准差】在新旧动能切换期优势凸显。中长期趋势的扭转，本就不可能一蹴而就，经济新旧动能切换期，基本面阶段性承压、总量增速上下波动是正常现象，这也符合我们近期持续强调的“宏观新范式”的内容；对于A股，此前单纯追求高业绩增长、高ROE的策略显然难以适应这样的环境，未来市场审美有望转向兼备【高盈利能力】与【高业绩质量】的平衡性策略，【ROE均值-标准差】正是最具代表性的指标之一。

5、自上而下看，国内政策发力提效、美国经济数据降温有望带动中美利差收敛，消费核心资产与科技成长进入“顺风阶段”。（1）国内宽松政策密集落地、经济温和复苏驱动分子端预期向上；（2）美国4月通胀及零售数据降温，美债利率大概率确认顶部，或将带来长久期风格（科技成长+核心资产）的共振行情；（3）中美利差处于历史性低点，低估低配的消费核心资产具备较高的赔率空间。

风险提示：政策超预期变动；全球流动性及地缘政治风险。

【金融工程】红利基金的边际变化——基金研究系列（31）-20240519

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 高鹏（分析师）证书编号：S0790520090002

红利指数编制方法与收益对比

红利指数跟踪基金规模：截至20240423，红利类指数中，跟踪基金规模最大的为中证红利（401.4亿元），其次为上证红利（184.5亿元）；红利低波类指数中，跟踪基金规模最大的为红利低波100（95.6亿元），其次为红利低波（60.1亿元）；红利质量类指数中，跟踪基金规模最大的为沪港深高股息精选（42.8亿元）；红利行业类指数中，跟踪基金规模最大的为中证国企红利（29.9亿元）。

主要红利指数中，红利低波类指数的收益水平和回撤幅度都相对更优。在红利低波类指数中，东证红利低波与红利成长低波收益较优：全区间20130104-20240415，红利成长低波（16.5%）与东证红利低波（17.2%）年化收益表现靠前，2023年以来标普A股红利低波50累计收益最高（33.3%）。

红利基金发展如火如荼

红利基金数量合计111只，规模合计1212亿元。截至20240423，被动红利基金、主动权益红利基金和量化红利基金规模分别为784.5亿元、268.6亿元、158.9亿元，规模合计1212亿元。近一年红利基金规模增长加快。

被动红利基金占比显著提升，主动红利基金占比下降。从三类基金规模占比来看，近两年被动红利基金规模

占比提升显著，截至 20240423 占比超过 50%。同时，主动红利基金占比下降，量化红利基金占比维持相对稳定。

2023 年以来规模增加最多的红利基金中，被动红利基金占绝大部分。2023 年以来，红利低波类基金规模增长较多，景顺长城中证红利低波动 100ETF、华泰柏瑞红利低波动 ETF、创金合信红利低波动 A、天弘中证红利低波动 100A、天弘中证红利低波动 100ETF 等规模均有较大增长。

量化红利基金扩容，2023 年以来新成立 7 只量化红利基金。截至 20240423，量化红利基金共 18 只，规模合计 151 亿元。其中 2023 年以来成立 7 只，2024 年以来成立 4 只。富国中证红利指数增强、西部利得国企红利指数增强基金规模超过 10 亿元。在 2023 年以来新成立的 7 只量化红利基金中，部分选择国企红利作为对标指数。

红利基金配置行为与动向

风险预算股债轮动组合：最新红利配置比例为 10.5%。我们利用红利基金构建风险预算股债轮动组合，相比于宽基指数，红利指数在构建动态风险预算股债轮动组合上相对更有优势。

红利+高股息 ETF 的组合配置能提升组合绩效。公募 FOF 基金在配置红利基金同时会持有部分高股息 ETF，2022 年以来，公募 FOF 基金平均持有煤炭 ETF 和银行 ETF 市值分别为 1.5 亿元和 1.7 亿元。组合配置上，70%红利+30%煤炭组合年化收益率由 10.3%提升至 15.9%，收益波动比由 0.67 提升至 0.95。

风险提示：指数表现基于历史数据，市场未来可能发生变化。对基金产品和基金管理人研究分析结论不能保证未来可持续性，不构成对该产品推荐投资建议。

行业公司

【中小盘】世界模型——自动驾驶的下一站——中小盘周报-20240518

任浪（分析师）证书编号：S0790519100001 | 赵旭杨（分析师）证书编号：S0790523090002

本周市场表现及要闻：五部门：开展 2024 年新能源汽车下乡活动

市场表现：本周（指 5 月 13 日至 5 月 17 日，下同）上证综指收于 3154 点，下跌 0.02%；深证成指收于 9709 点，下跌 0.22%；创业板指收于 1866 点，下跌 0.70%。大小盘风格方面，本周大盘指数上涨 0.32%，小盘指数下跌 0.56%。2024 年以来大盘指数累计上涨 7.44%，小盘指数累计下跌 4.39%，小盘/大盘比值为 1.25。台华新材、瀚川智能、奥来德本周涨幅居前。

本周要闻：小鹏：XNGP 已完成 100%无图化；百度发布全球首个 L4 级自动驾驶大模型 ApolloADFM；乐道首车 L60 开启预售，定位家庭智能电动中型 SUV；零跑国际成立，联手 Stellantis 挺进欧洲汽车市场；五部门：开展 2024 年新能源汽车下乡活动；马斯克：特斯拉 FSD 美国订阅率远高于 2%；奔驰：不会停止开发新的纯电汽车架构平台；国际能源署预计 2024 年全球新车中超 1/5 是电动车；2024 年前 4 月，中国电动车在巴西销量达 2023 年同期 8 倍。

本周重大事项：5 月 15 日，丰茂股份发布股权激励计划，其业绩指标：以 2023 年为基数，2024、2025、2026 年营收目标值 10.00 亿元、12.50 亿元、15.60 亿元或净利润目标值 1.73 亿元、2.16 亿元、2.70 亿元。

本周专题：世界模型——自动驾驶的下一站

世界模型——预测未来的“梦境”。世界模型是基于对物理世界的理解，能够对世界未来演变进行预测的一种模型。在立坤的观点中，世界模型可以对世界运行的常识进行一定的理解。世界模型通常包含感知、记忆、控制模块，可以基于外部世界的反馈来修正自己的行为。

世界模型是自动驾驶的助推器。自动驾驶领域，能够准确预测驾驶场景未来的演变至关重要，通过对场景即将发生的事件进行预判，汽车可以自如的进行规划和控制做出更明智的决策。随着自动驾驶进入深水区，端到端逐步成为未来的发展方向，一方面对数据需求的激增推动生成式模型的重要性提升。另一方面端到端自动驾驶的

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

闭环检测验证的需求也亟待行业诞生新的解决方案。世界模型有望良好的应对以上需求。

各方发力推动世界模型开发。特斯拉在 2023CVPR 对其端到端模型进行了简单的介绍。英国的端到端自动驾驶公司 Wayve.ai 在 2023 年发布了 GAIA-1 模型，它可以依靠视频、文本和动作的输入生成逼真的视频。英伟达在近期 2024 年 GTC 大会上也展示了其在世界模型领域的新进展。未来，世界模型将成为自动驾驶的重要一环，赋能行业发展。

重点推荐主题和个股

智能汽车主题（华测导航、长光华芯、经纬恒润-W、炬光科技、美格智能、均胜电子、华阳集团、北京君正、晶晨股份、德赛西威、瀚川智能、源杰科技、沪光股份、溯联股份）；高端制造主题（凌云光、观典防务、奥普特、埃斯顿、矩子科技、青鸟消防、莱特光电、国晟科技、台华新材、奥来德、日联科技）；休闲零食及早餐主题（良品铺子、三只松鼠、巴比食品）；户外用品主题（三夫户外）。

风险提示：乘用车销量、新能源车渗透率、智能驾驶技术进展不及预期。

【计算机】周观点：继续重视 AI 产业新进展——行业周报-20240519

陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001 | 刘逍遙（分析师）证书编号：S0790520090001

市场回顾：本周（2024.5.13-2024.5.17），沪深 300 指数上涨 0.32%，计算机指数上涨 0.19%。

周观点：继续重视 AI 产业新进展

（1）中移动公布 191 亿 AI 服务器大单，国内 AI 算力需求旺盛

中国移动公示 2024 年至 2025 年新型智算中心集采项目采购包 1 的中标结果，总中标金额约为 191.04 亿元（不含税），昆仑技术（21.05%）、华鲲振宇（17.54%）、宝德计算机（15.79%）、百信信息（14.04%）、长江计算（12.28%）、神州鲲泰（10.53%）、湘江鲲鹏（8.77%）7 家厂商中标。据此前中国移动发布的集采公告显示，中国移动本次新型智算中心项目包 1 主要为 7994 台人工智能服务器及配套产品，整体的采购规模及单价均超出预期。

（2）BlackwellGB200 计划 2024 年发货，为 AI 产业发展提供强算力支撑

早在 3 月 19 日，英伟达发布最强 AI 加速卡--BlackwellGB200，计划在 2024 年发货。GB200 采用新一代 AI 图形处理器架构 Blackwell，黄仁勋表示，Blackwell 的 AI 性能可达 20petaflops，GB200 包含了两个 B200BlackwellGPU 和一个基于 Arm 的 GraceCPU 组成，推理大语言模型性能比 H100 提升 30 倍，成本和能耗降至 25 分之一。根据华尔街见闻消息，大摩更新了 GB200 供应链的情况，提到 GB200DGX/MGX 的供应链已经启动，目前正在设计微调和测试阶段，预计 2025 年的订单和供应商分配将在未来几个月内最终确定。

（3）OpenAI 与谷歌加快 AI 模型升级，模型创新不断涌现

北京时间 5 月 14 日，OpenAI 正式发布了其最新一代的 AI 模型 GPT-4o，实现了音频、视觉和文本推理的实时交互。据 OpenAI 介绍，GPT-4o 在处理速度上提升了高达 200%，同时在上价格也实现了 50% 的下降，GPT-4o 还将在未来几周内推出语音和视频输入功能，这将进一步提升用户与 AI 模型的交互体验。北京时间 15 日凌晨，谷歌 I/O2024 大会召开，谷歌将搜索业务做了最彻底的 AI 改造，还更新升级了 Gemini1.5Pro 版本，同时推出 Gemini1.5Flash 轻量化小模型。

投资建议

国内外 AI 领域创新不断涌现，坚定看好 AI 算力与应用端投资机会。

AI 算力领域，推荐神州数码、淳中科技、海光信息、中科曙光、软通动力、卓易信息、中国软件国际、浪潮信息，受益标的包括寒武纪、紫光股份、景嘉微、广电运通、高新发展、烽火通信、拓维信息等；

AI 应用推荐金山办公、科大讯飞、同花顺、三六零、鼎捷软件、普元信息、彩讯股份、焦点科技、拓尔思、上海钢联、致远互联等，受益标的包括虹软科技、汉王科技、泛微网络、汉仪股份、润达医疗、新致软件、福昕软件、万兴科技、汉得信息等。

风险提示：宏观经济环境下行风险；政策落地不及预期等。

【传媒】AI 应用驰而不息，内容上新渐入佳境——行业周报-20240519

方光照（分析师）证书编号：S0790520030004 | 田鹏（分析师）证书编号：S0790523090001

OpenAI、谷歌、字节等相继发布大模型升级成果，AI 应用驰而不息

5 月 14 日，OpenAI 发布面向未来人机交互范式的新一代旗舰生成模型 GPT-4o，具备文本、语音、图像三种模态的理解力，可以跨文本、音频和视频进行实时推理，能以类似人的声音说话，还可以做出情绪分析，并拥有 3D 视觉内容生产能力，而平均响应时间为 320 毫秒，远低于 GPT-4，API 的速度也更快，且成本降低了 50%，OpenAI 还宣布 GPT-4o 将免费提供给所有用户。5 月 15 日，在谷歌年度 I/O 开发者大会中，谷歌展示了对标 OpenAIGPT-4o 的视觉与语音交互通用 AI 智能体项目 Project Astra，及对标 Sora、可生成时长超过 1 分钟高质量 1080p 分辨率视频的模型 Veo，并展示了最新版 Gemini 加持的搜索能力，及发布了开源大模型 Gemma 的一系列更新—Gemma2。国内方面，5 月 15 日，字节跳动豆包大模型在火山引擎原动力大会上正式发布，其主力模型在企业市场的定价只有 0.0008 元/千 Tokens，比行业便宜 99.3%；中文在线“中文逍遥”、华策影视“有风”等大模型成功通过备案，因赛集团于 5 月 19 日发布了基于自身 InsightGPT 模型生成的 3 条 AI 微短剧预告片。我们认为，近期大模型升级版本密集推出，聚焦多模态、长文本、Agent 能力提升及 API 调用成本优化，或助力影视、音乐、教育、营销、搜索、办公各个领域的 AI 应用“更加好用、性价比更高”，从而推动 AI 应用商业化空间打开，建议继续布局 AI 应用。（1）AI 影视：重点推荐上海电影，受益标的包括华策影视、光线传媒、捷成股份、中文在线等。（2）AI 音乐：重点推荐盛天网络、云音乐，受益标的包括昆仑万维、腾讯音乐等。（3）AI 教育：受益标的包括世纪天鸿、南方传媒、盛通股份等。（4）AI 营销：受益标的包括引力传媒、因赛集团、蓝色光标等。

继续聚焦头部内容上新，关注给相关公司带来的业绩弹性

综艺方面，七麦数据显示《歌手 2024》5 月 17 日第二场直播后，芒果 TV 在 iPhone 娱乐免费榜排名于 5 月 18 日再度升至前 5，且节目组官宣曾获得格莱美最佳流行男歌手提名并担任皇后乐队巡演主唱的著名流行乐歌手亚当·兰伯特将于下期向在线歌手发起袭榜挑战，或再度推动芒果 TV 流量及会员数量提升。游戏方面，心动公司《出发吧麦芬》5 月 15 日于内地市场开启公测并与线条小狗 IP 展开联动，七麦数据显示其 5 月 15-19 日 iPhone 免费榜排名稳定在前 3，畅销榜排名爬升至 6-7 名，或带来可观流水增量；基于经典端游 IP 改编的腾讯自研《地下城与勇士（DNF）手游》将于 5 月 21 日上线，有望成为腾讯旗下又一爆款手游，并给游戏市场带来增量用户；网易、腾讯分别将于 5 月 20 日和 5 月 28 日举行年度游戏发布会，或有更多重磅游戏将宣布定档上线。剧集方面，猫眼专业版显示《庆余年第二季》5 月 16 日开播后全网热度和有效播放量持续领跑，截至 19 日 18 时全网累计有效播放量超 2.82 亿（集均 3532 万）。我们建议持续关注头部内容上线后的播放量、流水等表现及重磅内容后续推出节奏，以及给相关公司带来的业绩弹性。游戏板块重点推荐心动公司、腾讯控股、网易-S、创梦天地等，影视、综艺板块重点推荐阅文集团、芒果超媒等。

风险提示：AI 应用商业化进度、新游戏流水、综艺播放量等不及预期。

【家电】九号公司 4 月两轮车/全地形车/割草机器人零售表现亮眼，需求延后+结构改善下 Q2 两轮车拐点明确——行业周报-20240519

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002 | 周嘉乐（分析师）证书编号：S0790522030002 | 林文隆（联系人）证书编号：S0790122070043

推荐：石头科技、九号公司、海尔智家、海信视像、TCL 电子、雅迪控股、爱玛科技、德昌股份、涛涛车业、

海信家电，受益标的长虹美菱

(1) 家电品牌走向世界主题：石头科技、海尔智家、九号公司、海信视像、TCL 电子；(2) 两轮车主题：雅迪控股、爱玛科技；(3) 家电优秀代工出海：德昌股份、涛涛车业；(4) 低估值高分红、利润率提升主题：海信家电，受益标的长虹美菱。

重点推荐标的：石头科技（2024Q1 业绩超预期，内销竞争格局向好，海外渠道建设加速，2024Q2 有望继续超预期）、九号公司（两轮车/全地形车/割草机器人零售表现持续亮眼，2024Q2 有望继续超预期）、海尔智家（卡萨帝去库完成恢复增长，空调业务利润率有望改善，海外市场竞争优势明显）、海信视像（黑电成本及需求拐点，长期出海抢份额）、TCL 电子（黑电业务全球份额及盈利提升，业务调整落地 2024 年有望释放利润）、雅迪控股（以旧换新被低估的行业+超前布局东南亚、卡位新兴钠电赛道龙头先发优势显著）、爱玛科技（行业以旧换新β+重发股权激励彰显发展信心）、德昌股份（新客户、新业务持续拓展，陆续收到龙头定点）、涛涛车业（区域供应链优势快速布局，率先受益布局高尔夫球车短途出行化红利）、海信家电（改革提效下，盈利能力进入持续上行区间）。

4 月家电出口延续亮眼表现/彩电出口领跑行业，地产政策持续催化

(1) 4 月彩电出口表现亮眼：4 月中国出口整体/家用电器出口金额同比分别+1.5%/+13.9%，家电出口延续较好表现。细分行业上看，电视/冰箱/空调/洗衣机/吸尘器出口金额同比分别+24.6%/+19.6%/+7.1%/+8.9%/+5.7%，电视出口表现亮眼。

(2) 5 月 17 日地产需求政策持续加码，供给侧聚焦保交楼及存量库存去化。需求层面，取消全国首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限、下调个人住房公积金贷款利率、降低个人住房贷款最低首付款比例。供给层面，何副总理强调推进在建已售难交付商品房项目处置，全力支持应续建项目融资和竣工交付。国新办举行吹风会上谈到保障性住房再贷款。强政策力度下关注优质后周期标的。

4 月石头科技/九号公司零售亮眼，看好两轮车龙头 Q2 收入拐点及盈利提升

石头科技：4 月内销线上份额登顶/外销美亚份额持续提升，美国线下欧亚及南欧线下渠道仍有增量，看好 2024Q2 持续超预期。内销奥维云网数据显示 4 月销额份额 26.9%，位列行业第一；外销美亚 4 月销额份额同比+7.7pct。内外销均延续强竞争力，美国线下渠道+欧洲亚马逊及法国线下有望为 2024Q2 带来纯增量。

九号公司：4 月两轮车/全地形车/割草机器人零售表现亮眼，渠道扩张及业绩表现有望持续超预期。4 月公司两轮车天猫/京东销额同比分别+218%/+40%，割草机器人新品 4 月美亚份额已达 22%，全地形车 AT5 新品 4 月在东欧/北欧/西欧市场同排量段市占率分别位列 1/1/2。零售亮眼表现或带动渠道扩张超预期从而带动全年业绩高增。

两轮车：短期维度，前期被国检+雨雪天气抑制的需求有望在 2024Q2 逐步得到释放，叠加产品结构持续升级，看好 2024Q2 龙头收入拐点及盈利提升。长期维度随着国家加大对行业的管理和规范，尾部出清利好龙头份额持续提升+竞争格局改善提盈利。其中爱玛科技中高端产品热销改善产品结构，低基数+需求延后下 2024Q2 业绩拐点趋势清晰；雅迪控股聚焦中高端后预计 2024 年单车盈利将显著改善，此外前瞻性布局东南亚及钠电市场有望打开长期成长空间。

风险提示：海外需求快速回落；原材料和海运成本回升；行业竞争加剧等。

【机械】政策加码加速顺周期板块复苏，刀具有望率先受益——行业周报-20240519

孟鹏飞（分析师）证书编号：S0790522060001 | 熊亚威（分析师）证书编号：S0790522080004 | 张健（联系人）证书编号：S0790123040050

地产政策持续发力，宏观数据改善，顺周期复苏明显

(1) 政策端：2024 年 5 月 17 日，央行宣布一揽子房地产金融新政，从消化存量房产、优化增量住房两方面入手，以提升房地产需求。2024 年 3 月 7 日，国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，

预计将促进设备投资和消费。(2) 宏观数据端：2024 年 3 月和 4 月制造业 PMI 指数分别为 50.8、50.4，连续处于扩张区间，表明制造业下游需求拉动明显。

我们结合宏观数据、房地产政策、设备更新政策，看好全年经济复苏预期，我们认为目前景气度较高方向为注塑机、叉车；拐点出现、弱复苏方向为刀具、工程机械；需求较弱，但边际变化较大方向为机床。

刀具涨价+需求提升+国产替代+出口四重逻辑共振，刀具行业拐点有望到来

刀具是机械制造中用于切削加工的工具，直接影响国家的制造水平，被誉为工业的“牙齿”，按照材料可以分为硬质合金、工具钢、陶瓷和超硬材料，其中硬质合金刀具占比最高。刀具消费规模与制造业水平和结构调整息息相关，随着中国经济水平发展和现代制造业繁荣，我国已经成为全球最大刀具消费国家之一。QYresearch 数据显示，2020 年全球切削刀具市场规模为 217.69 亿美元，预计 2027 年全球切削工具消耗量为 338.51 亿美元，2020-2027 年复合增长率为 5.9%。中国机床工具工业协会数据显示，2022 年我国刀具行业消费规模达到 464 亿元，2019-2022 年复合增速为 5.69%。

(1) 刀具提价超预期：2024 年以来，供需偏紧引发钨端涨价，突破 12 万元/吨天花板后加速上扬，原材料价格上涨带动刀具企业提价。华锐精密拟从 2024 年 5 月开始全系产品涨价 3%-10%，欧科亿已经在 2024 年 1 月底发布数控刀具产品提价通知，根据一季度发布数据，其价格提升高于预期水平，4 月份欧科亿对硬质合金刀具也发布提价通知。我们认为刀具提价一方面表现出刀具企业具有良好价格传导能力，另一方面刀具提价也有望带动刀具企业盈利能力提升。

(2) 汽车、家电需求提升带动行业增长。刀具行业下游包括航空航天、汽车、模具、家电等。我国汽车行业受益于新能源汽车蓬勃发展，2024 年继续保持稳中向好趋势，2024 年 1-4 月我国汽车产销量分别为 901.2 万辆和 907.9 万辆，同比分别增长 7.9%和 10.2%。家电方面，“以旧换新”政策有望带动家电市场回暖。我们认为下游景气度提升有望持续带动刀具等制造工具需求提升。

(3) 国产替代加速。从竞争格局看，欧美刀具主导高端定制化刀具市场，国内刀具企业虽然较多，但主要定位中低端市场。随着我国刀具企业加大研发及布局高端产品，我国刀具进口依赖度不断减弱，进口替代不断增强。

(4) 出口加速布局。2022 年中国刀具出口规模 231.87 亿元，同比增长 2.98%，国内企业也纷纷加速海外出口和渠道建设，加快出口布局，出口增长可期。

投资建议

推荐标的：鼎泰高科、恒锋工具、新锐股份。受益标的：欧科亿、华锐精密、中钨高新。

风险提示：出口不及预期；原材料价格上涨风险；下游景气复苏不及预期。

【地产建筑】新一轮利好政策集中发布，期待地产景气度回升——行业周报-20240519

齐东（分析师）证书编号：S0790522010002 | 郝英（联系人）证书编号：S0790123060017

核心观点：新一轮利好政策集中发布，期待地产景气度回升

本周我们跟踪的 64 城新房成交面积同比下降，环比增长。17 城二手房成交面积同环比下降。土地成交面积同比下降，成交溢价率环比下降。融资端国内信用债单周发行同环比增长，累计发行规模同比持平。本周地产利好政策频出，4 月 17 日国务院副总理何立峰强调继续坚持因城施策，打好商品住房烂尾风险处置攻坚战，扎实推进保交房、消化存量商品房等重点工作。同日央行便推出四项重磅举措：一是设立 3000 亿元保障性住房再贷款，二是降低全国层面个人住房贷款最低首付比例，三是取消全国层面个人住房贷款利率政策下限，四是下调各期限品种住房公积金贷款利率 0.25 个百分点。之后多地纷纷响应国家政策，下调公积金贷款比例和取消商贷利率下限。我们认为目前稳地产信号明确，预计未来房地产政策将延续宽松基调，购房需求仍有释放空间，更多逆周期调节举措有望加快落地。板块仍具备较好的投资机会，维持行业“看好”评级。

政策端：央行支持收购未售商品房，多地下调公积金贷款利率

中央层面：央行：设立 3000 亿元保障性住房再贷款。鼓励引导金融机构按照市场化、法治化原则，支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售商品房，用作配售型或配租型保障性住房，预计将带动银行贷款 5000 亿元。

地方层面：杭州：经临安区人民政府研究决定，在临安区范围内收购一批商品住房用作公共租赁住房。郑州：5 月 13 日，据大河报报道，截至 5 月 9 日，共有 118 个房产项目进入郑州市房地产融资“白名单”，其中 107 个项目已获得授信。合肥：5 月 14 日，据合肥市肥西县消息，相关优化措施计划包括加大购房补贴力度，推出开放型房票，对所有在肥西购房者直接进行补贴，申领平台即将开放。

市场端：新房成交环比增长，土地成交面积同比下降

销售端：2024 年第 20 周，全国 64 城商品住宅成交面积 244 万平米，同比下降 38%，环比增加 11%；从累计数值看，年初至今 64 城成交面积达 4392 万平米，累计同比下降 42%。全国 17 城二手房成交面积为 181 万平米，同比增速-7%，前值-1%；年初至今累计成交面积 2973 万平米，同比增速-17%，前值-18%。

投资端：2024 年第 20 周，全国 100 大中城市推出土地规划建筑面积 2044 万平方米，成交土地规划建筑面积 2578 万平方米，同比下降 10%，成交溢价率为 0.7%。杭州：5 月 14 日，杭州市区年度第五批集中出让地块开拍，共涉及宅地 4 宗，总出让面积 26.74 万 m²，总建筑面积 35.65 万 m²，起始总价 38.94 亿元，以价高者得原则进行拍卖，最终 4 宗地块均以底价成交。

融资端：国内信用债累计发行规模同比持平

2024 年第 20 周，信用债发行 36 亿元，同比增加 9%，环比增加 66%，平均加权利率 3.56%，环比增加 76BP。信用债累计发行规模 1826.4 亿元，同比持平。

风险提示：（1）市场信心恢复不及预期，政策影响不及预期，房企资金风险进一步加大；（2）调控政策超预期变化，行业波动加剧。

【非银金融】地产政策利好保险资产端，关注非银板块 beta 机会——行业周报-20240519

高超（分析师）证书编号：S0790520050001 | 吕晨雨（分析师）证书编号：S0790522090002 | 唐关勇（联系人）证书编号：S0790123070030

周观点：地产政策利好保险资产端，关注非银板块 beta 机会

本周保险和券商板块分别上涨 5.1%和下跌 0.5%，保险板块延续超额(沪深 300 指数上涨 0.32%)。本周五房地产松绑政策迎来组合拳，利于房企流动性改善和宏观经济稳增长，寿险资产端直接受益，叠加负债端高质量增长，继续首推寿险板块投资机会。近两周港股市场活跃度延续提升趋势，市场关注港股通股息税减免政策预期，中长期看，政策和流动性拐点利好香港交易所估值上行。多元金融板块推荐业绩稳健且高股息率的江苏金租，看好受益于行业竞争格局优化和提价的拉卡拉。

保险：受益于地产政策利好，资产端催化延续，继续推荐寿险板块机会

（1）本周房地产松绑政策迎来组合拳，拟设立保障性住房再贷款、支持地方收购已建成未出售商品房、下调首套房首付比例、调降公积金贷款利率和取消首套二套商贷利率下限。政策组合拳利于提升房企流动性，利于提振经济，对保险行业资产端带来利好。以中国平安为例，2023 年末不动产投资余额 2040 亿(物权为主，其次是债权和股权)，占投资资产总额 4.3%，占集团 EV 比重 14.7%。（2）2024 年以来，居民储蓄、养老产品需求持续旺盛，报行合一和产品结构优化驱动上市险企价值率大幅提升，2 季度新单高基数下，NBV 仍有望实现较好增长。（3）板块估值和机构持仓仍在低位，业务景气度和政策端带来超额收益支撑，资产端催化有望驱动板块估值持续回升，地产组合拳利好发布，继续看好寿险板块投资机会。

券商：港股市场活跃度持续提升，关注 ADT 催化带来券商板块机会

(1) 本周 A 股日均股票成交额 8492 亿，环比-11%。本周偏股/非货币基金新发份额 13/124 亿份，环比-64%/-50%，同比+50%/-30%。(2) 近 2 周港股市场现货 ADT 分别达 1363/1686 亿港元，较 2024Q1 增长+33%/+64%，截止 5 月 17 日，年初至今/4 月至今 ADT 分别为 1102/1239 亿港元，较 2024Q1+7%/+21%，互联互通与衍生品市场延续高活跃度。(3) 券商板块持仓和估值位于历史低位，地产政策利好有望提升权益市场风险偏好，ADT 改善有望催化券商板块 beta 机会，关注受益交易量改善的互联网券商、整合预期较强标的超额收益机会。

推荐及受益标的组合

推荐标的组合：中国太保，中国人寿，中国平安，香港交易所；拉卡拉，江苏金租，友邦保险，国联证券；中国财险，东方财富，财通证券。

受益标的组合：浙商证券，中国银河，方正证券；新华保险。

风险提示：股市和宏观经济波动对券商和保险盈利带来不确定影响；保险负债端增长不及预期；券商受监管政策影响具有不确定性。

【农林牧渔】二育加速入场加剧生猪紧缺，白鸡供给确定性收缩共振向上可期——行业周报-20240519

陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001 | 王高展（联系人）证书编号：S0790123060055

周观察：二育加速入场加剧生猪紧缺，白鸡供给确定性收缩共振向上可期

二育加速入场加剧生猪紧缺，猪价逐步进入加速上行阶段。据涌益咨询，截至 2024 年 5 月 19 日，全国生猪销售均价 15.81 元/公斤（周环比+0.58 元/公斤，同比+1.77 元/公斤），5-6 月为二育主力进场时间段，受二育加速入场及生猪源头供给收缩影响，猪价上行屠宰量收缩。本周生猪出栏均重降至 125.30 公斤/头（周环比-0.11 公斤/头），标肥价差 0.04 元/公斤（标猪、肥猪同步上涨）。据我们测算，5 月生猪供给环比收缩，叠加二育加速入场，毛白价差改善，猪价或逐步进入加速上行阶段。二育及南方雨季非瘟双重强化下，生猪板块或同步加速上行，农业全板块进入重点配置期。

南方降雨强度提升或加重雨季非瘟，华南、西南能繁或迎被动去化。据中央气象台，5 月 19-28 日我国华南、西南地区降雨进一步加强，局部地区降雨较常年偏多 1 倍左右。南方降雨强度提升加重雨季非瘟传播，本轮华南地区能繁未有去化，雨季非瘟或带来华南、西南能繁被动去化，强化本轮周期反转强度。

2024 年白鸡存在确定性供给收缩，猪鸡共振向上可期。受 2022 年 5-12 月祖代鸡引种缺口传导影响（同时受强制换羽等因素扰动），2024 年白羽肉鸡存在确定性供给收缩，我们根据 42 周移动平均父母代鸡苗销量对商品代鸡苗供给趋势进行推算，2024 年内鸡供给低点或在 10 月，彼时生猪供给亦大幅收缩且进入消费旺季。猪鸡逻辑相互强化，共振向上可期。当前白鸡板块仍处相对低位，配置胜率较高，建议加强配置。

周观点：猪周期反转蓄势，转基因产业化扩面提速

猪周期反转蓄势中，重视板块布局机会。推荐：华统股份、巨星农牧、温氏股份、牧原股份、天康生物等。

供需双驱猪鸡共振向上，看好白鸡景气抬升。推荐圣农发展、禾丰股份。

转基因产业化扩面提速，龙头充分受益。推荐具备转基因技术储备优势的大北农、隆平高科；国内玉米育种龙头企业登海种业。

本周市场表现（5.11-5.17）：农业跑赢大盘 1.31 个百分点

本周上证指数下跌 0.02%，农业指数上涨 1.29%，跑赢大盘 1.31 个百分点。子板块来看，动物保健板块领涨。个股来看，朗源股份（+52.37%）、傲农生物（+22.54%）、普莱柯（+16.37%）领涨。

本周价格跟踪 (5.11-5.17): 本周黄羽鸡、水产品、玉米环比上涨

生猪养殖: 5月17日全国外三元生猪均价为15.39元/kg, 较上周上涨0.44元/kg; 仔猪均价为36.84元/kg, 较上周下跌0.18元/kg; 白条肉均价19.92元/kg, 较上周上涨0.35元/kg。5月17日猪料比价为4.41:1。自繁自养头均利润-15.21元/头, 外购仔猪头均利润132.17元/头。

风险提示: 宏观经济下行, 消费持续低迷, 动物疫病不确定性等。

【纺织服装】越南出口及台企持续增长, 推荐出口、出海及出行链——行业周报-20240519

吕明(分析师)证书编号: S0790520030002 | 周嘉乐(分析师)证书编号: S0790522030002 | 吴晨汐(联系人)证书编号: S0790122120013

重点推荐: 开润股份&华利集团&申洲国际&伟星股份&兴业科技&名创优品&泡泡玛特&滔搏&361度&报喜鸟

出口/出海链: 开润股份/华利集团/申洲国际/伟星股份/兴业科技/名创优品/泡泡玛特;

运动户外品牌: 滔搏、361度、安踏体育、特步国际、李宁、波司登;

男装休闲品牌: 比音勒芬、海澜之家、报喜鸟、锦泓集团、森马服饰。

重点公司观点更新: Q1表现亮眼, 推荐出口出海出行链, 关注品牌左侧机会

开润股份: 出口&出海&出行链标的, Q1箱包代工盈利能力显著提升, 2024年箱包及服装代工补库下预计收入增长20%+且盈利能力提升, 品牌端受出行景气度提升催化, 五一出行市场克服天气阻碍稳中有增, 期待暑期旺季环比改善, 在精细化运营下90分加大包品类和跨境布局、小米生态链改革新机遇。华利集团: 精细化管理优势突出, 2024Q1盈利能力出色, 公司老客户补库趋势向好、新客户快速爬坡并不断开发新客户, 预计与NewBalance合作进一步加深, 同时单价预计持续提升。2024H1印尼及越南2-3家工厂投产, 中长期产能储备充足。申洲国际: 阿迪达斯上调全年指引, 2024年指引乐观&2025年预计迎来新一轮扩产, 预计2024年量增15%, 在产品多元化策略牵引下预计耐克/阿迪/puma/优衣库/国内品牌/lululemon收入增长单位数/20%+/20%+/双位数/30%+/40%+, 毛利率逐季修复至30%。伟星股份: 2024H1接单态势良好, 越南工厂落地打开了海外接单窗口, 全球化产能抢份额逻辑有望持续兑现, 未来3年复合增速中双-15%。兴业科技: 汽车内饰业务受公布新客户定点以及理想L6发布催化, 2024年预计收入8-9亿元, 盈利能力稳定。预计外销出货及内销复苏下2024年主业双位数增长, 叠加Q3牛皮有望涨价提振主业盈利。名创优品: Q1收入利润超预期, 收入端看好全球开店加速(年净增900-1100家)&渠道结构调整; 利润端看好产品组合&业务结构优化带动盈利能力提升, 预计2024年收入/利润增速20%-30%。泡泡玛特: IP+品类逻辑持续兑现, 如PTS潮玩节+城市乐园模式创新, LABUBU与瑞幸联名。收入端看好国内全渠道体系完善&海外东南亚及欧美市场布局加速; 利润端看好高单价高毛利海外业务占比提升, 预计全年收入/利润增速30%+。滔搏: 具有成长性的红利标的, FY2021-2023分红率分别为139%/108%/110%, 公司受益于国际品牌大中华区复苏、新品牌成长, 阿迪达斯F2024Q1批发收入双位数增长, 长期结构性效率优化带动盈利稳健提升。361度: 业绩具有确定性的低估值标的, 2024Q1流水在专业品类带动下流水增长约20%, 全年订货会预计15-20%增长, 同时电商高速增长贡献弹性, 海外独立站加速布局。报喜鸟: 2023年多品牌顺利拓店, 乐飞叶高增且实现扭亏体现多品牌优势, 预计2024年主品牌批发收入恢复, 哈吉斯多品类多系支撑面积增长及店效提升。

行业: 裕元集团Q1OPM表现亮眼, 台企4月同比持续改善

裕元集团: 2024Q1集团OPM亮眼, 制造毛利率大幅改善。公司2024Q1整体实现营业收入20.04亿美元(同比-4.9%), 实现归母净利润1.0亿美元(同比+97%), 营业利润率为7.3%, 同比上升3.1pct。越南纺织出口及台股制造企业4月数据: 4月丰泰/裕元/志强/儒鸿/聚阳实业/威宏分别同比+4%/+3%/+10%/+13%/+6%/+6%; 1-4月越南纺织品/鞋出口累计同比+6%/+6%, 2023年1-4月同期数为-19%/-16%。

风险提示：消费环境波动、汇率波动、盈利质量修复&门店扩张不及预期。

【食品饮料】啤酒逐渐进入旺季，关注榨菜改善机会——行业周报-20240519

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003 | 张思敏（联系人）证书编号：S0790123070080

核心观点：积极关注啤酒催化以及榨菜底部投资机会

5月13日-5月17日，食品饮料指数跌幅为0.4%，一级子行业排名第17，跑输沪深300约0.7pct，子行业中其他酒类(+2.3%)、预加工食品(+1.5%)、烘焙食品(+1.2%)表现相对领先。个股方面，老白干酒、顺鑫农业、莫高股份涨幅领先；祖名股份、星湖科技、甘源食品跌幅居前。目前进入夏季，重点关注啤酒的阶段性机会。目前南北方天气差异较大，华南区域雨水天气增多给啤酒销售带来影响，但多数区域啤酒销售均逐步放量。分渠道来看，新零售渠道啤酒消费习惯逐渐养成，品牌酒企均有参与；流通、特通渠道变化不大，餐饮渠道整体有一定改善。整体上看高端啤酒持续扩容，竞争激烈程度较往年略有提升，渠道投入相对往年有所增加，百威、青啤、嘉士伯等品牌均在增加市场投入，费用结构上向消费者倾斜，酒企增加了扫码红包等提高消费者黏性的营销互动投入。我们预计全年啤酒销量平稳，关注旺季表现和赛事催化。展望2024年，预计全年啤酒销量相对平稳，吨价小幅增长。成本端大麦、纸箱等原料价格有望回落，行业利润仍有望保持较快增长。2024年奥运等赛事有望提振市场情绪，当前价格相对合理，积极关注旺季表现和赛事催化。

我们提示关注涪陵榨菜的业绩底部投资机会，预计2024年公司季度业绩增速应是逐季上行。产品端一方面以榨菜品类为基本盘，进行空白市场开发与市场精耕；另一方面积极推动下饭菜销售：新品豇豆、海带丝、榨菜酱等品类继续推进，其中萝卜、海带丝、豇豆等未来有可能成为过亿的潜力单品。渠道端方面，一方面传统渠道继续下沉与精耕，覆盖更多的空白终端市场；另一方面积极拓展新渠道。如餐饮渠道大概率成为公司重点增长点，在丰富餐饮渠道品类的同时（主要靠榨菜以及酱类产品）也不断拓展企业合作。此外社区团购鼓励经销商积极开拓，成为主流渠道外的重要补充；电商公司积极开发，更多是树立品牌形象，进行产品宣传的重要。我们认为公司通过产品与渠道双轮发力，二季度收入有望提速增长；同时低价原材料有望陆续投入使用，成本红利逐步释放，建议积极关注公司改革红利带来的业绩边际改善。

推荐组合：五粮液、山西汾酒、贵州茅台、涪陵榨菜

(1) 五粮液：2024Q1业绩符合预期，公司严格控货，批价持续上行，渠道信心增加。1618、低度五粮液等非标酒承载更多业绩，公司已步入渠道改善周期。(2) 山西汾酒：一季报营收符合预期，利润超预期。汾酒延续景气度，中期成长确定性较高。汾牌产品结构升级同时杏花村、竹叶青同时发力，全国化进程加快。(3) 贵州茅台：2024Q1营收略超预期，未来将深化改革进程，提价后动能释放，公司此轮周期积蓄的潜力进入释放期。(4) 涪陵榨菜：公司布局餐饮渠道及电商平台，新渠道可能贡献增量；同时加大地堆促销力度，传统渠道大概率回暖。叠加原料青菜头价格回落，2024年公司业绩大概率加速上行。

风险提示：经济下行、食品安全、原料价格波动、消费需求复苏低于预期等。

【化工】R32、R22内贸市场货源偏紧，关注制冷剂旺季行情——氟化工行业周报-20240519

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 毕挥（分析师）证书编号：S0790523080001 | 李思佳（联系人）证书编号：S0790123070026

本周（5月13日-5月17日）行情回顾

本周氟化工指数下跌0.82%，跑输上证综指0.80%。本周（5月13日-5月17日）氟化工指数收于3433.63点，下跌0.82%，跑输上证综指0.80%，跑输沪深300指数1.14%，跑输基础化工指数0.86%，跑赢新材料指数0.04%。

氟化工周行情：萤石市场挺价运行，制冷剂多品种表现不一

萤石：据百川盈孚数据，截至5月17日，萤石97湿粉市场均价3,762元/吨，较上周同期上涨0.86%；5月均

价（截至 5 月 17 日）3,723 元/吨，同比上涨 17.80%；2024 年（截至 5 月 17 日）均价 3,428 元/吨，较 2023 年均价上涨 6.34%。据氟务在线跟踪，国内萤石市场挺价运行，南紧北松供应格局出现，业者心态出现分歧。供需局面僵持，存在谨慎观望情绪，预计短期萤石粉市场维稳，6 月市场博弈为主。

制冷剂：截至 05 月 17 日，（1）R32 价格、价差分别为 35,000、21,643 元/吨，较上周同期分别+6.06%、+9.99%；（2）R125 价格、价差分别为 45,000、27,091 元/吨，较上周同期分别持平、+0.09%；（3）R134a 价格、价差分别为 32,000、12,916 元/吨，较上周同期分别持平、持平；（4）R143a 价格、价差分别为 60,000、44,793 元/吨，较上周同期分别持平、-0.17%；（5）R22 价格、价差分别为 26,500、16,472 元/吨，较上周同期分别+1.92%、+3.13%。据氟务在线跟踪，本周制冷剂多品种表现不一，市场货源松紧表现不同，R125 市场当前企业库存偏高，国内主流工厂检修降负荷运行为主；R32、R22 内贸市场依旧货源偏紧；R134a 企业报盘依旧维稳，部分配额少量企业获利销售，国内主流工厂依旧维稳操作。总体来看，5 月制冷剂市场依旧挺价运行，R125 趋势较弱，其他制冷剂品种后续伴随需求启动有望呈现继续上涨趋势。

重要公司公告及行业资讯

【多氟多】公司与河北圣泰材料股份有限公司签订了《合资协议书》，拟共同投资设立河南氟泰科技有限公司。合资公司注册资本 2,000 万元，其中多氟多货币出资 1,500 万元，出资占比 75%；圣泰材料货币出资 500 万元，出资占比 25%；主要生产销售电解液新型添加剂。

行业观点

我们认为，氟化工全产业链将进入长景气周期，从资源端的萤石，到碳中和最为彻底的行业之一制冷剂，以及受益于需求迸发的高端氟材料、含氟精细化学品等氟化工各个环节均具有较大发展潜力，国内企业将乘产业东风赶超国际先进，建议长期重点关注。推荐标的：金石资源（萤石）、巨化股份（制冷剂、氟树脂）、三美股份（制冷剂）、昊华科技（制冷剂、氟树脂、氟精细）等。其他受益标的：永和股份（萤石、制冷剂、氟树脂）、中欣氟材（萤石、氟精细）、东岳集团（制冷剂、氟树脂）、东阳光（制冷剂）、新宙邦（氟精细）。

风险提示：下游需求不及预期，价格波动，政策变化，安全生产等。

【煤炭开采】央行地产政策超预期，煤炭高股息与周期弹性凸显——行业周报-20240519

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

本周要闻回顾：山西恢复夜班生产不改供给收缩态势、央行地产政策超预期

本周煤炭板块小幅回调，主因是市场担心山西部分企业恢复夜班生产从而导致供给释放，进而担心煤炭价格回调，我们更多的判断山西此举更多的是在把控减产的节奏，因为一季度减产力度太大，如果维持该减产力度，将会远超过山西政府的减产目标，所以山西 2024 年煤炭产量供给收缩是确定性的；此外陕蒙产煤大省近期开工率有所下滑，进一步抑制了供给的释放预期；1-4 月份全国规上工业原煤产量 14.8 亿吨，同比下降 3.5%，预计 2024 年国内煤炭供给偏紧形势清晰。从真实煤价走势来看，秦港动力煤 Q5500 平仓价报价 860 元，环比上涨 0.35%，仍处反弹通道，且非电煤（水泥、煤化工、冶金加热用动力煤）的开工率继续维持上行；京唐港主焦煤现货报价 2110 元/吨，虽然环比下跌 5.8%，但更多反映的是快速反弹后的合理回调，且当前冶金产业链的需求仍旧向好，如焦化厂的开工率大幅反弹、铁水日均产量继续环比上行、钢厂的钢铁库存大幅去库。5 月 17 日央行宣布多项地产支持政策，如首套房首付调整为不低于 15%且二套房首付比例调为不低于 25%、取消全国层面个人住房贷款利率政策下限、住房公积金贷款利率下降 0.25 个百分点、拟设立 3000 亿元保障性住房再贷款，进一步解决地产销售端所面临的问题。

投资逻辑：高股息与周期弹性兼备，煤炭核心价值资产有望再起

煤价判断。动力煤属于政策煤种，各方对动力煤价的关注度更高，我们判断价格仍将以稳为主，并将在箱体区间里震荡，当前正处于区间的下限，从而也具备向上弹性且表现为区间内的弹性。之前我们一直判断港口动力

煤价在 800 元存在很强支撑，4 月中旬以来煤价开始反弹，本周短暂回调后再反弹，主要原因包括：一是产地开工率受安监的影响下降且较高煤价也能一定程度纾解地方财政压力；二是电厂受限于“煤电价格联动机制”，在一定程度上保煤价即是保电价；三是疆煤外运存在 800 元港口价格的临界值影响，煤炭出疆量敏感度较高；四是煤化工和油化工存在成本优势的竞争，即体现煤和油价格的联动，布油 70 美金与港口煤价 800 元所制烯烃成本相当，而油价难跌至 70 美金以下，当前布油价格 80 美金以上致煤化工成本优势非常明显；五是水库水位处在历史地位，推测水电难以大幅发力替代火电。炼焦煤属于市场化煤种，我们判断价格更多由供需基本面决定，当前仍处于低位，具备向上的弹性且是完全弹性。之前我们判断通过“炼焦煤与动力煤价格的比值”可作为炼焦煤价格底部判断的参考，即若秦港动力煤价存在 800 元支撑，则炼焦煤价格存在 1920 元的支撑，4 月中旬以来炼焦煤价格已在此值附近触底反弹，再次验证我们的判断。当前正处于“煤焦钢产业链”的施工旺季，国家政策对中央预算内的投资、地方专项债等都在部署工作，预计需求将随季节性和政府稳增长政策推进中得到明显回升，此外 2023 年出现的钢铁下游结构的转化（从地产基建转向机械汽车等制造业）、钢材的出口大增等现象仍在持续，此外炼焦煤生产大省山西“查三超”和明确减量，基本面“供紧需增”，判断炼焦煤价格具备向上反弹的动能。我们认为，煤炭板块有望迎重新布局的起点，这一轮投资是高股息与周期弹性兼备，有望吸引比上一轮更多资金的配置。煤炭股高股息投资逻辑仍是主线，因为当前弱经济和低利率环境下，资金更加注重投资收益的确定性，煤炭高股息和持续性符合资金配置的偏好，根据我们 2024 年 1 月 22 日发布的《股息率敏感性分析，再论高股息煤炭股投资价值》来看，即使动力煤价 800 元，多数煤炭公司仍有很高的股息率；我们可以从煤炭的高股息和低估值两个维度判定未来板块的涨幅空间：一是若板块股价上行，则股息率将会回落，当股息率回落至银行长贷利率时，之间股息差变动的幅度即为板块上涨的资本利得空间；二是煤炭股低估值表现为多家重点煤企 2023A 业绩对应的静态市盈率 PE 的平均值约为 8 倍，中国神华是煤炭板块提估值的典范且当前 2023 年静态 PE 超过 13 倍，中国神华有望作为板块估值提升的锚。煤炭股周期弹性投资逻辑也将重现，当前无论动力煤和炼焦煤价格均已触底反弹，判断仍将处于上行通道，随着供需基本面的持续改善，两类煤种仍将具备向上弹性，且空间涨幅均较大，其中动力煤存在区间内弹性而炼焦煤则是完全弹性，一定的周期弹性属性将获得周期品资金的青睐。多维度精选煤炭个股将获得超额收益。一是炼焦煤弹性标的，推荐【平煤股份、潞安环能、淮北矿业、山西焦煤】，周期品属性且受益价格底部反弹；二是动力煤弹性标的，推荐【兖矿能源、晋控煤业、广汇能源】，现货煤占比多且有望获益价格在底部反弹；三是动力煤稳定收益标的，推荐【中国神华】、受益标的【陕西煤业】，年度长协占比多，股息率稳定且持续；四是动力煤煤电一体化且高股息期权标的，推荐【新集能源】，未来对煤炭价格脱敏实现更高的业绩稳定性，资本开支结束后有望获得高股息。

风险提示：经济增速下行风险，进口煤大增风险，新能源加速替代。

【商贸零售】618 大促在即，关注线上消费恢复及国货美妆表现——行业周报-20240519

黄泽鹏（分析师）证书编号：S0790519110001 | 骆峥（分析师）证书编号：S0790524040008 | 杨柏炜（分析师）证书编号：S0790524050001

618 电商大促即将拉开帷幕，关注线上消费恢复及国货美妆表现

根据各电商平台披露信息，天猫/淘宝、京东、抖音、快手等平台将于近期陆续开启 618 电商大促，对比 2023 年 618 大促来看：（1）活动机制方面，2024 年四大电商平台均无预售环节，一方面简化流程让大促活动对消费者更加友好，有望提升消费者体验、促进消费，但另一方面也对商家运营能力提出较大考验。（2）活动周期方面，淘系、快手 618 活动时长均显著提升、战线进一步拉长；抖音维持不变，京东则有所缩短。（3）活动力度方面，快手、淘宝加大了平台跨店满减活动力度（但也对应提高了满减门槛）；天猫、京东、抖音基本维持满减折扣力度不变。此外我们观察发现，李佳琦直播间仍保留预售环节，并将 618 大促首日带货品类从美妆拓展至全品类，我们认为这两大改动体现其对消费者真实需求的重视。综合看，本次 618 大促各平台简化玩法、超头直播间回归用户真实需求，均有望对大促销售起到正向促进作用，持续关注线上消费恢复情况。值得注意的是，618 大促也是化妆品品牌方关键销售节点，营收贡献不容小觑，大促期间也建议关注销售有望表现亮眼的综合实力强劲的国货美妆品牌。

行业关键词：Temu、阿里巴巴、AI 购物小助手、TikTok、沃尔玛

【Temu】Temu 计划调整战略方向重点吸引欧洲用户。

【阿里巴巴】阿里巴巴集团 2024 财年收入达 9412 亿元。

【AI 购物小助手】抖音电商正在测试首款 C 端 AI 电商服务“AI 购物小助手”。

【TikTok】TikTok 已向欧洲五国推出定向招商计划。

【沃尔玛】沃尔玛 2025 财年第一季度销售额同比增长 16%。

板块行情回顾

本周（5 月 13 日-5 月 17 日），商贸零售指数报收 1790.90 点，上涨 0.68%，跑赢上证综指（本周下跌 0.02%）0.70 个百分点，板块表现在 31 个一级行业中位居第 10 位。零售各细分板块中，本周百货板块涨幅最大，2024 年初至今钟表珠宝板块领跑。个股方面，本周东方集团（+8.5%）、美凯龙（+8.0%）、ST 通葡（+7.8%）涨幅靠前。

投资建议：关注消费复苏主线下的高景气赛道优质公司

投资主线一（黄金珠宝）：关注受益金价上涨、具备“稳增长+高股息”属性的黄金珠宝龙头品牌，重点推荐潮宏基、周大生、老凤祥、中国黄金等；

投资主线二（化妆品）：关注把握细分结构性机会且综合实力强的国货美妆品牌，重点推荐润本股份、珀莱雅、巨子生物等；

投资主线三（医美）：关注差异化医美产品上游厂商及医美机构龙头，重点推荐医美产品端爱美客、科笛-B，医美机构端朗姿股份；

投资主线四（跨境电商）：关注顺应海外市场消费降级和线上化趋势、具备强运营能力的跨境电商头部卖家，重点推荐华凯易佰、吉宏股份。

风险提示：消费恢复不及预期、行业竞争加剧、政策风险等。

【医药】把握政策机遇，关注新生人口相关投资机会——行业周报-20240519

余汝意（分析师）证书编号：S0790523070002

我国人口出生率持续走低，生育成本社会化分担是关键

20 世纪 80 年代中国的粗出生率为 20%左右，2004 年为 12.29%，而自 2016 年起呈现逐年下降的趋势，2023 年进一步降至 6.39%。为减缓生育率下降趋势，政府陆续放开新生儿生育数量限制的政策，但成效均不显著。为更深层次的从根源处提高国民生育意愿，提高新生人口规模，国家逐步调整政策实施方向，拟进一步缓解生育行为导致的家庭压力，对生育成本进行社会化分担，已实行的多项举措对促进社会生育率提升具有重要意义。

生育成本涉及物质及时间成本，相关鼓励支持政策陆续出台

生育成本占用从孕育、养育、教育到成年过程中可能体现为不同的形式，集中表现为对于物质资本和人力资本的占用。为进一步提高我国生育率，2021 年国家卫生健康委发布《关于贯彻落实〈中共中央国务院关于优化生育政策促进人口长期均衡发展的决定〉的通知》，提出要促进生育政策和相关经济社会政策配套衔接，将婚嫁、生育、养育、教育一体考虑，切实解决群众的后顾之忧。2022 年国家卫生健康委等部门联合发布《关于进一步完善和落实积极生育支持措施的指导意见》，进一步从财税、服务、资源供给等方面落实政府生育政策支持举措，对生育成本社会化分担做出积极响应。2023 年以来，政府加快生育支持政策发展落实脚步，积极推动税收优惠、托育服务建设等，加强主动宣传引导工作。

把握政策机遇，关注新生人口相关投资机会

制药及生物制品：关注儿科专科用药及新生儿疫苗企业；推荐标的：济川药业、太极集团、康缘药业、康泰生物等，兴齐眼药、长春高新、华润三九、一品红、贵州三力、健民集团、沃森生物等有望受益；医疗器械：关注儿科产科保育治疗设备，妇科盆底康复设备及相关配套耗材。推荐标的：戴维医疗，翔宇医疗，伟思医疗，振德医疗；麦澜德，理邦仪器等有望受益；医疗服务：关注提供辅助生殖服务的企业。推荐标的：锦欣生殖、国际医学。

推荐标的

推荐标的：制药及生物制品：九典制药、智翔金泰、康诺亚、恩华药业、京新药业、人福医药、恒瑞医药、丽珠集团、健康元、东诚药业、普洛药业、天坛生物、神州细胞；中药：昆药集团、康缘药业、羚锐制药、太极集团、悦康药业、新天药业、天士力；医疗器械：迈瑞医疗、翔宇医疗、可孚医疗、海尔生物、戴维医疗、澳华内镜、昌红科技；零售药店：益丰药房、健之佳、老百姓；医疗服务：海吉亚医疗、美年健康；CXO：百诚医药、阳光诺和、药明合联、药明生物、泰格医药、百诚医药、圣诺生物、诺思格、普蕊斯；科研服务：毕得医药、奥浦迈、药康生物、百普赛斯、皓元医药、阿拉丁；疫苗：康泰生物。

风险提示：政策推进不及预期，市场竞争加剧，产品销售不及预期。

【计算机】中移动公布 191 亿 AI 服务器大单，高度重视 AI 算力投资机会——行业点评报告-20240519

陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001 | 刘道遥（分析师）证书编号：S0790520090001

中移动公布 191 亿 AI 服务器大单，整体规模超市场预期

中国移动公示 2024 年至 2025 年新型智算中心集采项目采购包 1 的中标结果，总中标金额约为 191.04 亿元（不含税），昆仑技术（21.05%）、华鲲振宇（17.54%）、宝德计算机（15.79%）、百信信息（14.04%）、长江计算（12.28%）、神州鲲泰（10.53%）、湘江鲲鹏（8.77%）7 家厂商中标。据此前中国移动发布的集采公告显示，中国移动本次新型智算中心项目包 1 主要为 7994 台人工智能服务器及配套产品，整体的采购规模及单价均超出预期。

AI 算力大单密集落地，运营商开启智算中心建设军备赛

（1）2024 年 4 月 25 日，中国联通公示了 2024 年人工智能服务器公开集采的结果，项目平均中标价约为 20.46 亿元，采购总规模为 2503 台人工智能服务器，688 台关键组网设备 RoCE 交换机，昆仑技术、宝德计算机、虹信软件和长江计算 4 家入围。

（2）2024 年 2 月 8 日，中国移动公示了 2023 年至 2024 年新型智算中心(试验网)采购(标包 12)的中标候选人，其中，昆仑技术（40.96%）、华鲲振宇（30.08%）、烽火通信（20.48%）、神州数码（8.48%）中标。该项目采购内容为 1250 台人工智能服务器及配套产品，其中扣卡风冷型特定场景 AI 训练服务器 106 台，扣卡液冷型特定场景 AI 训练服务器 1144 台。

（3）2023 年 10 月 15 日，中国电信 AI 算力服务器(2023-2024 年)集中采购项目公布候选人，总集采金额超 84 亿元，超聚变、浪潮、新华三、华鲲振宇等多家入围。从招标文件来看，预估采购规模为 4175 台，国产（鲲鹏）芯片的 AI 服务器 1977 台，国产化服务器规模占比为 47.35%。

在 2023 年业绩说明会上，中国移动董事长杨杰表示，2024 年公司智算部署目标为 17EFLOPS，从节奏来看，目前已开始全面部署，预计四、五月份第一批将投产。近期 AI 算力大单密集落地，运营商开启智算中心建设军备赛。

投资建议：

高度重视 AI 算力投资机会，推荐神州数码、淳中科技、海光信息、中科曙光、软通动力、卓易信息、中国软

件国际、浪潮信息，受益标的包括寒武纪、紫光股份、景嘉微、广电运通、高新发展、烽火通信、拓维信息等。

风险提示：AI 落地不及预期；市场竞争加剧风险；公司研发不及预期风险。

【非银金融】4月人身险保费增速改善，关注资产端弹性催化——行业点评报告-20240519

高超（分析师）证书编号：S0790520050001 | 唐关勇（联系人）证书编号：S0790123070030

4月人身险保费增速改善，Q1NBV增速超预期，全年负债端展望乐观

(1) 2024年4月5家上市险企寿险总保费合计1085亿元、同比+6.9%，增速较3月上升0.9pct，其中：中国太保+12.3%、中国人寿+11.6%、中国人保+9.7%、中国平安+6.3%、新华保险-11.6%，大部分上市险企单4月保费增速均有改善，我们预计主要系个险产能提升拉动保费增速回暖。2024年1-4月累计5家上市险企总保费同比+0.4%，增速较3月+0.9pct，年初至今恢复正增长。其中中国人寿+3.9%、中国平安+2.1%、中国人保-2.3%、中国太保-3.5%、新华保险-11.7%。(2) 2024Q1上市险企NBV增速超预期，Q2预计受高基数影响有所回落，展望全年NBV有望延续较好增速。2024Q1上市险企NBV增速超预期：人保寿险+82%、新华保险+51%、中国太保+31%(非可比口径)、中国人寿+26.3%、中国平安+21%，主要受益产品预定利率下调+报行合一降本增效+期限结构优化推动margin明显提升。需求侧看养老储蓄需求旺盛，保险刚兑属性和收益率优势仍在，供给侧看险企个险人均产能持续提升，报行合一和产品结构优化驱动银保业务价值率大幅提升，政策端积极呵护降低险企负债成本，预计全年NBV有望延续较好增速。

中国人保4月趸缴保费高增与投放节奏有关，续期期缴保费延续高增长

中国人保人身险4月实现保费收入106亿，同比+9.7%，累计增速-2.3%，较3月+1.4pct。单月长险新单保费27亿，同比-11.1%，较3月下降38pct，累计增速-15.5%。其中单月新单趸缴/期交保费分别同比+48.6%/-34.2%，累计增速分别为-22.9%/-3.8%。4月续期实现保费收入48亿元，同比+50.9%，较3月+2.3pct，累计增速+10%，较3月+4.1%。4月趸缴保费高增与产品投放节奏有关，续期保费延续高增预计与存续业务基数、缴费和期限结构以及续期率等因素有关。

2024年4月财险保费增速放缓，人保车险增速回暖，非车险同比下滑

(1) 2024年4月4家上市险企财险保费收入782亿元，同比+1.6%，较3月下滑6.9pct，各家4月同比分别为：众安在线+6.3%(3月+22.3%)、太保财险+4.7%(3月+12.7%)、平安财险+4.1%(3月+5.9%)、人保财险-1.4%(3月+7.8%)，此外阳光保险同比+10.3%(2月+13.8%)。2024年4月乘用车/新能源汽车销量同比+10.5%/+33.6%，同比较2024年3月-0.4pct/-1.7pct。(2) 人保财险4月车险保费同比+3.5%，增速较3月+0.3pct，乘用车销量回暖带动车险增速改善。非车险4月同比-7.8%，较3月-18.2pct，4月累计同比+3.3%，较3月-1.8pct。其中意健险/农险/责任险/企财险/信用保证保险分别同比-6.1%/-12.2%/-1.2%/-15.3%/-25.3%。我们预计非车险保费增速下滑预计与部分地区招投标节奏延迟、公司主动压降部分高风险业务有关，展望后续我们预计人保非车险业务有望回暖。

2024负债端展望乐观，看好利率修复和地产政策稳增长下资产端的弹性催化

(1) 2024Q1季报高质量增长延续，NBV增速超预期。展望全年NBV预计保持较好增速，2季度同期基数高企，NBV累计增速预计有所回落，Q1NBV增速超预期+价值率持续改善下，预计全年NBV增速好于年初市场预期；(2) 监管多措并举(预定利率调降，报行合一，调降万能和分红险结算利率，取消银行代销保险产品取消“1+3”网点限制)，龙头险企积极调整产品结构(提升期缴产品、缩短关键产品资产负债久期差)，预计行业负债成本持续回落；(3) 关注核心估值压制因素资产端修复机遇。4月26日以来长端利率逐步企稳，地产稳增长政策持续发力，关注保险资产端带来的业绩和估值催化。首推业务端和政策端均更占优的保险板块，推荐负债端转型顺畅的中国太保，推荐资产端高弹性标的中国人寿，看好高股息标的中国财险。

风险提示：经济复苏不及预期；保险产品需求复苏不及预期。

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。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。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。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn