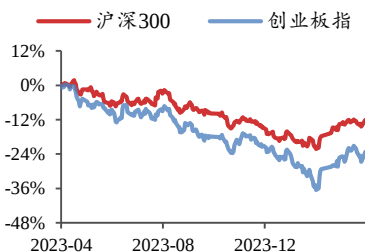


2024 年 04 月 02 日

开源晨会 0402

——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(%)
传媒	3.382
汽车	3.173
电力设备	2.981
建筑材料	2.840
社会服务	2.618

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
煤炭	-1.036
公用事业	-0.137
石油石化	0.200
银行	0.955
国防军工	1.003

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】亮点在于外需回暖、供需结构改善——兼评3月PMI数据-20240401

【金融工程】开源交易行为因子绩效月报（2024年3月）——金融工程定期-20240401

【金融工程】券商金股解析月报（2024年4月）——金融工程定期-20240401

行业公司

【银行】2024年初中小银行存款增长乏力原因简析——行业点评报告-20240401

【计算机】交通信息化建设有望提速——行业点评报告-20240401

【地产建筑】2024年1-3月百强销售金额点评：3月百强销售金额环比涨超9成，同比降幅有所收窄——行业点评报告-20240401

【银行】压力中有韧性，配置价值不变修复逻辑可期——行业深度报告-20240401

【社服】K12寒春季高景气，关注时尚名流对小众高奢品牌圈层符号效应——行业周报-20240331

【机械】人形机器人重磅大会接踵而至，核心整机与零部件厂商有望深度受益——行业周报-20240331

【建材】基建投资增速稳健，关注建材底部机会——行业周报-20240331

【机械：科新机电(300092.SZ)】下游需求迈向高端化，静待新产能释放——公司信息更新报告-20240401

【轻工：晨光股份(603899.SH)】2023业绩符合预期，线下渠道拓展持续下零售大店成长可期——公司信息更新报告-20240401

【地产建筑：城建设计(01599.HK)】收入微降盈利能力提升，全力推动回A上市——公司信息更新报告-20240401

【医药：海尔生物(688139.SH)】2023全年业绩承压，股权激励激发增长动力——公司信息更新报告-20240401

【地产建筑：张江高科(600895.SH)】业绩稳健增长，孵投联动加快产业培育力度——公司信息更新报告-20240401

【纺织服装：伟星股份(002003.SZ)】辅料龙头产能叠加品类扩张，国际份额提升可期——公司首次覆盖报告-20240401

【化工：黑猫股份(002068.SZ)】Q4炭黑价差环比继续扩大，公司业绩环比扭亏为盈——公司信息更新报告-20240401

【食品饮料：煌上煌(002695.SZ)】短期行业承压，稳步拓店静待恢复——公司信息更新报告-20240401

【家电：海信视像(600060.SH)】2023Q4营收增长稳健，彩电全球份额稳步提升——公司信息更新报告-20240401

【地产建筑：中国能建(601868.SH)】业绩同比稳健增长，新能源业务发展强劲——公司信息更新报告-20240401

研报摘要

总量研究

【宏观经济】亮点在于外需回暖、供需结构改善——兼评 3 月 PMI 数据-20240401

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

事件：2024 年 3 月官方制造业 PMI50.8%，预期 50.1%，前值 49.1%；官方非制造业 PMI53.0%，预期 51.5%，前值 51.4%。

制造业：供需结构改善，出口链定价权上升

1、3 月制造业 PMI 环比超季节性改善，供需均回暖且供需结构延续改善。PMI 作为环比扩散指数，“3 月改善较快”容易归因至 2 月低基数，从历史数据来看，春节当月 PMI 与春节次月的改善幅度并非负相关，或指向经济确然边际向好。

2、最大亮点在于供需结构改善。近年来生产强于需求是常态，3 月 PMI 订单好于 PMI 生产，自 2021 年 10 月以来首次（不考虑 1 月、2 月），供需结构改善与 2 月工业企业库销比斜率放缓相吻合。

3、出口链的定价权在上升，汽车景气度居历史高位。内需相关的高炉、焦煤等开工率偏弱，出口链相关开工率表现较好（汽车、PX、涤纶长丝等）。结合制造业 PMI 新订单>PMI 进口，1-2 月工业企业数据中出口链利润改善较快，出口链可能是经济向好的重要贡献。

4、产成品延续以价换量，预计 PPI 同比仍负但降幅收窄。3 月 PMI 原材料库存、产成品库存分别为 48.1%、48.9%，较前值变动了+0.7、+1.0 个百分点，结合订单来看可能是进入补库阶段的前奏。根据高频数据，预计 3 月 PPI 环比可能在 0.1%左右，同比为-2.6%左右。

非制造业：基建好于房建，服务业平稳回升

1、建筑业：气候转暖叠加节后集中开工，3 月建筑业 PMI 小幅回升，结构上基建好于房建。截至 3 月 31 日专项债发行进度 16.3%，显著低于往年平均水平；实物工作量方面，3 月石油沥青、水泥开工率低位运行，挖掘机国内销量和开工小时数预计同比转正。考虑到固投基数调整，3 月基建增速大概率仍较高。

2、服务业：PMI 平稳回升，新订单处于荣枯线下。分行业来看，权益市场反弹提振货币金融服务景气度，新房销售弱、二手房以价换量，房地产商务活动指数低于临界点。

对年初定价的再修正：也论 2024 与 2023 的异与同

2024 年和 2023 年的共性在于经济修复斜率不高、地产承压、价格水平偏弱、权益市场持续修正年初“错误定价”等，但是传导路径截然不同：前者年初过于乐观，在预期落空的过程中权益市场逐渐失去信心，对利空敏感、对利好钝感；后者则年初过于悲观，在情绪集中释放后对利好敏感、对利空钝感，对年初错误定价的修正形成了向上螺旋。因此，尽管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。

风险提示：政策变化超预期；美国经济超预期衰退。

【金融工程】开源交易行为因子绩效月报（2024 年 3 月）——金融工程定期-20240401

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 高鹏（分析师）证书编号：S0790520090002 | 盛少成（分析师）证书编号：S0790523060003

Barra 风格因子表现跟踪

通过对 Barra 风格因子 2024 年 3 月收益测算可以发现：从大/小盘风格来看，小盘风格占优，3 月市值因子录

得了-0.81%的收益。从价值/成长维度看，成长风格占优，账面市值比因子录得了-0.06%的收益，成长因子录得了0.83%的收益。

开源交易行为因子概述

稳健的交易行为模式中，蕴藏有稳健的 alpha 源。循着这一研究理念，我们陆续提出了一系列基于交易行为的选股因子，受到量化投资同行的认可。其中：理想反转因子的交易行为逻辑是，A 股反转之力的微观来源是大单成交，通过每日平均单笔成交金额的大小，可以切割出反转属性最强的交易日；聪明钱因子的交易行为逻辑是，从分钟行情数据的价量信息中，可以识别出机构参与交易的多寡，进而构造出跟踪聪明钱的因子；APM 因子的交易行为逻辑是，在日内的不同时段，交易者的行为模式不同，反转强度也相应有所不同；理想振幅因子的交易行为逻辑是，基于股价维度可以对振幅进行切割，不同价态下振幅因子所蕴含的信息存在结构性差异。我们将上述因子汇总在一起，做定期的跟踪，以及时监控交易行为类因子的动态表现。

开源交易行为四因子的全历史表现

在全历史区间，理想反转、聪明钱、APM、理想振幅因子的 IC 分别为-0.051、-0.036、0.031、-0.055，rankIC 分别为-0.062、-0.059、0.035、-0.073，信息比率分别为 2.54、2.69、2.34、3.05，多空对冲月度胜率分别为 78.6%、82.3%、77.7%、84.4%。

开源交易行为合成因子在全历史区间的 IC 均值为 0.068，rankIC 均值为 0.092，多空对冲信息比率 3.32，多空对冲月度胜率为 83.6%。

3 月份：聪明钱、理想振幅录得正收益，理想反转、APM 录得负收益

理想反转因子 3 月份多空对冲收益为-3.57%，近 12 个月的多空对冲月度胜率为 41.7%。聪明钱因子 3 月份多空对冲收益为 4.48%，近 12 个月的多空对冲月度胜率为 58.3%。APM 因子 3 月份多空对冲收益为-1.33%，近 12 个月的多空对冲月度胜率为 58.3%。理想振幅因子 3 月份多空对冲收益为 1.58%，近 12 个月的多空对冲月度胜率为 50.0%。交易行为合成因子 3 月份多空对冲收益为-3.29%，近 12 个月的多空对冲月度胜率为 50.0%。

风险提示：模型测试基于历史数据，在市场波动不确定性下可能存在失效风险。

【金融工程】券商金股解析月报（2024 年 4 月）——金融工程定期-20240401

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

4 月份券商金股特征解析

4 月份宁德时代、美的集团、中国海油、中国中铁、招商南油、协创数据、中科星图等金股推荐次数靠前。4 月份券商金股已经陆续发布，我们统计了全市场 43 家券商发布的金股，去重后金股数量合计为 289 只。我们按照相对上月是否新进，将全体金股分为新进金股和重复金股两类。在重复金股中，4 月份推荐次数靠前的金股为：宁德时代（14 次）、美的集团（6 次）、中国海油（6 次）、中国中铁（5 次）、紫金矿业（5 次）等；在新进金股中，4 月份推荐次数靠前的金股为：招商南油（3 次）、协创数据（3 次）、中科星图（3 次）、开润股份（2 次）、深南电路（2 次）等。

4 月份电子、电力设备、机械设备、食品饮料等行业金股数量占比靠前。4 月份金股权重靠前的行业分别为：电子（9.8%）、电力设备（8.2%）、机械设备（7.2%）、食品饮料（6.7%）。相比于上月，本权重增加最多的行业为：有色金属（+3.4%）、电力设备（+3.2%）、食品饮料（+2.1%）；权重减少最多的行业为：医药生物（-2.0%）、家用电器（-1.8%）、传媒（-1.5%）。

4 月份券商金股的市值水平上升，估值水平下降。我们按月统计了金股行业内加权市值分位和估值分位水平。可以发现，4 月份券商金股的市值水平上升，估值水平下降，或表明 4 月份券商金股转向价值风格。

3 月份券商金股绩效回顾

3 月份券商金股组合整体收益率为 2.3%，2024 年以来收益率为-2.3%。全历史区间来看，全部金股组合年化收益率为 10.7%，收益表现显著优于沪深 300 指数和中证 500 指数。其中，新进金股组合收益表现优于重复金股组合。全部金股、新进金股、重复金股组合 3 月份收益率分别为 2.3%、2.6%、2.0%，2024 年以来收益率分别为-2.3%、-5.5%、0.7%。

3 月份华策影视、普天科技、思维列控、洛阳钼业、四川九洲等金股收益率排名靠前。我们统计了月度收益排名前十的金股明细，其中：华策影视、普天科技、思维列控、洛阳钼业、四川九洲等金股月度收益靠前，3 月份收益率分别为 69.5%、50.0%、34.6%、34.0%、31.5%。

开源金工优选金股组合

开源金工优选金股组合 3 月份收益率为 3.5%，相对中证 500 超额收益 5.9%。全历史区间内，优选金股组合年化收益率为 20.7%，收益表现优于全部金股组合。优选金股组合 3 月份收益率为 3.5%，2024 年以来收益率为 4.3%。

4 月份开源金工优选金股组合持仓明细：甘源食品、川仪股份、中信银行、科伦药业、赛腾股份、时代电气等个股业绩超预期排名靠前。

风险提示：模型测试基于历史数据，市场未来可能发生变化。

行业公司

【银行】2024 年初中小银行存款增长乏力原因简析——行业点评报告-20240401

刘呈祥（分析师）证书编号：S0790523060002 | 吴文鑫（联系人）证书编号：S0790123060009

2024Q1 各类型银行的存款增长情况分化

年初以来中小银行存款乏力现象加剧。根据央行发布的信贷收支表数据，2023Q4 至 2024Q1 全国性中小银行存贷增速差显著回落，与大行拉开较大差距。2024 年 2 月末全国性中小银行的存贷增速差为-4%，为 2021 年 8 月之后的最低值；而四大行、全国性大型银行分别为 0.6%和 0.5%，均为 2023 年 3 月以来的最高值。意味着出现了较为明显的存款增长分化现象。从中小银行（本文的中小银行是指除了政策行、国有行以外的商业银行）的信贷收支表存款结构来看，单位保证金存款从 2023 年 12 月至 2024 年 2 月单月分别减少 1002 亿元、1208 亿元和 3332 亿元，而非银存款则增长较好，背后或为保证金存款的监管收束。信贷收支表口径的“中小银行”主要包括股份行、城商行和农商行，分类型看：开年至今农商行买债较多，存款或增长较好，而股份行和城商行近期加大存单发行力度，侧面印证存款缺口加大的银行主要为股份行和城商行。

信贷平滑纳入 MPA 考核，Q1 贷款冲量有所掣肘，存款派生能力减弱

2023 年底至今监管多次强调信贷平滑并将其纳入 MPA 考核。2024 年央行工作会议延续“注重新增信贷均衡投放”的提法，其后 2023Q4 货币政策执行报告也指出“2023 年进一步优化 MPA 考核框架，引导金融机构适当平滑大小月信贷波动，保持信贷总量适度、节奏平稳”。信贷平滑意味着贷款在大月控制规模、小月提升规模，我们推测一季度贷款或同比少增，二季度特别是 4 月贷款同比多增。信贷平滑对存款的影响路径主要有：（1）存款挂牌利率下调不同步，存款向利率较高的城农商行、资管产品迁移。（2）贷款需求不足+信贷平滑要求，中小行存款派生较弱，故中小银行存款沉淀较弱；（3）监管严防资金空转的导向下，票据保证金存款增长有所承压。由于“小行开票、大行承兑”的现象具有一定的资金套利空间，年初以来监管对票据开立有所收紧，中小银行通过表外开立票据获取保证金存款的难度加大，2023-12 至 2024-02 中小行单位保证金存款连续 3 个月负增长，对存款总量的增长造成一定的扰动；（4）国央企加快司库建设，国央企与国有行合作基础较强，中小行沉淀存款受挤压。

二季度展望：信贷平滑要求下 Q2 贷款有望同比多增，存款派生能力增强

展望二季度，信贷平滑要求下，银行 Q2 贷款有望同比多增，派生存款能力增强；再加上信贷平滑导向下，Q2 票据保证金存款的监管收束或边际放松，中小银行的负债压力有望减轻。

投资建议：重点关注股息红利策略与优质区域行修复机会

信贷平滑要求下，银行 Q2 贷款有望同比多增，派生存款能力增，更加看好：（1）低估值+高股息的股份行配置逻辑，推荐中信银行，受益标的有农业银行等；（2）优质区域性银行估值修复，推荐苏州银行，受益标的有成都银行、常熟银行等。

风险提示：宏观经济增速下行，政策落地不及预期等。

【计算机】交通信息化建设有望提速——行业点评报告-20240401

陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001 | 闫宁（分析师）证书编号：S0790523080003

事件：国务院印发万亿设备更新和消费品以旧换新行动方案

3月13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》，3月28日，国务院召开推动大规模设备更新和消费品以旧换新工作视频会议。市场空间方面，《行动方案》目标到2027年，工业、农业、建筑、交通、教育、文旅、医疗等领域设备投资规模较2023年增长25%以上。根据国家发展改革委有关负责人表示，设备更新初步估算是一个年规模5万亿元以上的市场。资金支持方面，《行动方案》明确表示加大财政政策支持力度。把符合条件的设备更新、循环利用项目纳入中央预算内投资等资金支持范围。鼓励有条件的地方统筹利用中央财政安排的城市交通发展奖励资金，支持新能源公交车及电池更新。

行动方案将推动交通信息化加速发展，交通数据要素价值也有望进一步激活

（1）中短期来看，《行动方案》将推动交通信息化加速发展。《行动方案》明确2027年交通领域设备投资规模较2023年增长25%以上。交通信息化对于交通精细化管理，提升交通效率和安全，降低全社会物流成本具有重要意义。参考此前交通运输部发布的《数字交通“十四五”发展规划》，明确提出打造综合交通运输“数据大脑”、构建交通新型融合基础设施网络、部署北斗、5G等信息基础设施应用网络、建设一体衔接的数字出行网络、建设多式联运的智慧物流网络等八项主要任务，在政策推动下，交通信息化有望迎来加速发展。

（2）长期来看，交通数据要素价值也有望进一步激活。交通运输行业拥有海量数据资源和丰富的应用场景，数据要素价值凸显。数据要素×交通运输”是《“数据要素×”三年行动计划（2024—2026年）》明确的12大重点行动之一，行动计划提出提升多式联运效能、挖掘数据复用价值、推进智能网联汽车创新发展三项行动，旨在促进物流降本增效，助力企业提升运输效率，提高智能汽车创新服务、主动安全防控等水平。交通信息化是发展交通数据要素的基础，随着交通设施数字感知和信息网络覆盖的逐渐完善，交通数据要素价值也有望进一步激活。

自动驾驶和车联网基础设施建设持续推进，交通信息化厂商有望持续受益

3月19日，北京市委副书记、市长殷勇在国新办“推动高质量发展”主题新闻发布会上表示进一步深化自动驾驶和智慧城市建设联动，谋划更大范围自动驾驶区域建设，吸引更多领军企业和研发机构。在高级别自动驾驶领域，北京将扩区至600平方公里，接续启动4.0阶段任务，在重点铁路枢纽客站及机场等区域有序开放应用场景。根据中国信通院发布《车联网白皮书（2023年）》，截至2023年10月，我国已有30余个城市和高速公路段启动车联网融合基础设施建设工作，并呈现从单一区县向多区县乃至市级全域部署的趋势。随着自动驾驶和车联网基础设施建设持续推进，交通信息化厂商将持续受益。

投资建议

建议关注交通信息化和交通数据要素相关公司，推荐千方科技，受益标的包括通行宝、万集科技、金溢科技、

云星宇、路桥信息等。

风险提示：政策支持力度不及预期；市场需求不及预期；市场竞争加剧。

【地产建筑】2024 年 1-3 月百强销售金额点评：3 月百强销售金额环比涨超 9 成，同比降幅有所收窄——行业点评报告-20240401

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

3 月百强销售金额环比涨超 9 成，同比降幅有所收窄

克而瑞、亿翰智库等第三方机构发布 2024 年 3 月百强销售榜单。根据榜单测算，TOP100 房企 3 月全口径销售金额 3921 亿元，单月同比-47%（2 月为-62%），环比+97.2%（2 月为-22.2%）。累计销售金额 8465 亿元，累计同比-49%；TOP100 房企 3 月销售面积 2151 万平方米，单月同比-50%（2 月为-60%），环比+69.5%（2 月为-12.2%）。累计销售面积 4865 万平方米，累计同比-51%。从数据端来看，3 月销售市场改善明显，百强房企销售金额环比涨超 9 成。虽然整体销售规模同比降幅有所收窄，但仍处于近六年最低水平。

TOP10 房企累计同比降幅改善，门槛均值进一步降低

分结构看，TOP10、11-30 名、31-50 名、51-100 名房企单月销售金额同比增速分别为-37%、-58%、-56%、-51%（2 月分别为-61%、-65%、-59%、-58%），各梯队单月销售规模同比延续降势，但环比降幅均有所收窄。累计销售金额同比增速分别为-44%、-55%、-53%、-50%（2 月分别为-49%、-52%、-51%、-50%），除 TOP10 房企累计销售金额同比降幅收窄外，其余梯队降幅继续扩大。百强房企各梯队累计销售门槛较 2023 年同期进一步降低。其中，TOP10 房企全口径销售金额均值同比-43.7%至 412.4 亿元。TOP30 房企均值同比-48.2%至 211.1 亿元，TOP50 和 TOP100 房企的销售均值则分别降低 48.9%、49.1%至 145.5、84.6 亿元。

越秀超越碧桂园跻身前十，中海单月销售金额居百强榜首

1-3 月全口径累计销售金额 TOP3 分别是保利、中海、万科，累计销售金额分别为 629、602、580 亿元，累计同比分别下降 45%、28%、43%。单月全口径销售金额为 270、412、245 亿元，单月同比分别下降-46%、-4%、-43%。TOP10 房企名单中越秀以 217 亿元超越碧桂园 117 亿元排名第 10。虽然各大房企单月销售同比均下降，但降幅呈分化状态。TOP10 房企中，中海以单月销售金额 412 亿元，同比-4%优于其余房企，值得注意的是，3 月 28 日上海中海·顺昌玖里首开去化率 98.5%，贡献业绩 196.5 亿元，刷新全国商品房单次开盘最高销售纪录。

投资建议

2024 年一季度销售整体仍处筑底阶段，房地产市场继续承压，市场预期支撑不足，仅核心一二线城市在政策利好下出现点状复苏。但我们认为目前稳地产信号明确，各地房地产优化政策加速出台，需求端和金融端的政策都值得期待，持续看好投资强度高、布局区域优、机制市场化的强信用房企。推荐标的：（1）绿城中国、招商蛇口、保利发展、建发股份、越秀地产等优质央国企；（2）万科 A、新城控股、美的置业、金地集团等财务稳健等民企和混合所有制企业。

风险提示：（1）行业销售恢复不及预期，融资改善不及预期，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。

【银行】压力中有韧性，配置价值不变修复逻辑可期——行业深度报告-20240401

刘呈祥（分析师）证书编号：S0790523060002 | 朱晓云（联系人）证书编号：S0790123060024

营收和利润均承压，区域行业绩表现领先

我们预计 2024Q1 上市银行营收同比下降 1.47%，国有行/股份行/城商行/农商行分别同比增长-1.54%/-2.97%/3.36%/1.33%；归母净利润增速为 0.55%，国有行/股份行/城商行/农商行分别为

-0.18%/-0.62%/8.11%/4.75%，上市银行整体同比增长。部分区域性银行受益于区位优势，信贷投放仍能维持较高增速，同时金融市场投资交易能力强，在债牛行情下投资净收益支撑业绩。此外，一些农商行下沉力度大，净息差仍能保持较大优势，叠加拨备安全垫较厚，能有效反哺利润。

规模增长放缓，中收承压，投资净收益或有一定贡献

扩表速度环比放缓，国有行和城商行领先。实体融资需求仍偏弱，叠加监管指导大行平滑信贷节奏，年初贷款冲量力度减弱，银行扩表增速有所放缓。我们预计 2024Q1 生息资产规模增速国有行>城商行>农商行>股份行。

存贷利率双降，预期净息差降幅收窄。我们测算存款挂牌利率下降、年初 LPR 重定价以及城投化债等因素综合拖累上市银行 2024Q1 净息差约 5.9BP。净息差降幅国有行>股份行>城商行>农商行。

中收持续承压。(1) 2024 年以来理财产品规模恢复增长，但仍未回到 2022 年末“理财赎回潮”之前的水平；(2) 权益市场恢复不达预期，2023Q4 银行代销基金占比进一步下降；(3) 保险费率下降，将对中收形成一定负面影响。

债牛行情驱动下，投资净收益或支撑非息。2024 年以来债券市场持续走牛，尤其是长债收益率快速下行，银行卖出长久期债券及时止盈，其中股份行和城商行从开年以来一直维持债券净卖出，投资净收益对营收的贡献有望加大。

资产质量保持平稳，关注地产及村镇银行风险

不良率整体边际改善。2023 年末，商业银行不良率环比下降 2BP，国有行、股份行、城商行环比分别下降 1BP、4BP 和 16BP，农商行上升 16BP，未来需关注经济发展水平较弱地区农商行信用风险。(1) 地产风险各行表现分化，股份行资产质量改善明显，预计未来在政策支持下，涉房风险或缓释，但部分银行房企信用风险仍承压。(2) 小微贷款小额分散，抵押类占比高，风险或持续缓解。(3) 重点关注村镇银行未来风险。根据央行发布的金融稳定报告，2023 年 2 季度，农合机构高风险银行数量为 191 家，高风险机构绝对水平多，但风险在持续清退过程中，占比逐渐下降。

投资建议：股息红利有价值，估值修复有空间

两会后稳增长政策有望发力，大规模设备更新、汽车贷款和按揭贷款优惠政策频出，两会提出拟发行超万亿特别国债，有望推动直接融资的增长和信贷的撬动。此外，2023 年多家上市银行提高了分红率，银行股投资回报率提升。(1) 看好估值修复的优质区域性银行，推荐苏州银行，受益标的有成都银行、常熟银行等；(2) 低估值+高股息的股份行，推荐中信银行，受益标的有农业银行等。

风险提示：宏观经济增速不及预期；债市利率大幅波动等。

【社服】K12 寒春季高景气，关注时尚名流对小众高奢品牌圈层符号效应——行业周报-20240331

初敏（分析师）证书编号：S0790522080008 | 李睿娴（联系人）证书编号：S0790122120005

美丽：以赫莲娜为鉴，重视时尚名流对小众高奢品牌圈层符号效应

赫莲娜品牌科学思维塑造产品力，打造精准极致的产品体系，同时深挖代言人价值，2019 年官宣王菲为品牌全球代言人至今，精神内核与品牌契合的代言人立住品牌质感，促进品牌精神焕新，赫莲娜品牌也从 2019 年开始步入增长快车道。后选取新生代偶像华晨宇代言相关条线，塑造年轻化品牌形象，助力品牌跨圈层传播。品牌在“接地气”的同时保持高级感。同样小众高奢品牌伊菲丹近期相继官宣 90 后实力派明星代言超级面膜和防晒条线，品牌热度大幅提升，有望复制赫莲娜的年轻化之路，在年轻群体中实现破圈。

出行/旅游/低经：2024Q1 休闲旅游量增价稳，中免 2023 年分红比例提升高

清明假期：2024Q1 休闲度假量上延续强势，全国 63 家国家级旅游度假区住宿设施订单量同比增长 44.50%，

本地周边游、自驾游市场需求火热，同时品质和性价比趋势并行。免税：中国中免 2023 年实现营收 675.4 亿元/yoy+24.1%，归母净利润 67.14 亿元/yoy+33.5%，线下渠道复苏&折扣收窄带动盈利能力向上，同时重视资本市场投资者回报，现金分红率大幅提升至 51%。韩免：2 月起国外游客免税新政实施，韩免对于代购型买家吸引力下滑明显，2 月国外游客客单价环比下降 49.46%，创近年新低，导致 2 月整体销售额跌至 6.88 亿美元/yoy-19.71%，环比-42.68%，预计后续仍将持续影响韩免销售。西域旅游：3 月 17 日公司公告，根据战略发展需要，拟与亿航智能签订《合作框架协议》，共同出资设立无人驾驶航空器运营的合资公司，开创低空旅游新业态。

教育/餐饮/酒店：K12 寒春季高景气，亚朵零售收入超自营酒店

教育：2023 年卓越教育实现收入 4.89 亿元，同比-0.4%；实现净利润 8988 万元，净利润率 18.4%，较没有疫情和双减的 2019 年的 7.4%提升 11pct，经营效率大幅优化。2023 年思考乐教育实现收入 5.71 亿元，同比+41.9%。截至 2023 年底，思考乐合同负债金额为 2.76 亿元，同比+52.2%，预收款显示寒春季高景气。餐饮：达势股份营收同比增长 51%，调高开店指引。奈雪的茶实现全年盈利，降低加盟门槛。海伦司关闭部分直营门店发力加盟，由亏转盈。酒店：亚朵营收、盈利创新高，零售收入超自营酒店。

本周社服板块跑输大盘，检测、旅游类领涨

本周（3.25-3.29）社会服务指数-2.76%，跑输沪深 300 指数 2.54pct，在 31 个一级行业中排名第 27；2024 年初至今社会服务行业指数-7.32%，弱于沪深 300 指数的+3.10%，在 31 个一级行业中排名第 26。

推荐标的：科德教育、大丰实业、倍加洁、长白山、银都股份、水羊股份、科思股份、康冠科技、米奥会展。

受益标的：新东方、好未来、学大教育、华图山鼎、粉笔、罗曼股份、福瑞达、华熙生物、爱美客、携程集团-S、同程旅行。

风险提示：项目落地不及预期，出行不及预期，行业竞争加剧等。

【机械】人形机器人重磅大会接踵而至，核心整机与零部件厂商有望深度受益——行业周报-20240331

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

2024 年或为人形机器人量产元年，整机厂商发展进入“快车道”

2024 年产业链正式进入量价驱动阶段，特斯拉、英伟达和国内政策共振，腾讯也将人形机器人写入计划里。首届中国具身智能大会于 2024 年 3 月 30 至 31 日在上海徐汇举行。此外，2024 年中国人形机器人生态大会也将于 4 月 2 日在上海举行。人形机器人产业大会的召开预计也将推动行业的快速发展，人形整机厂商有望进入发展“快车道”。目前，国内已初步涌现宇树科技、乐聚机器人、智元机器人、开普勒机器人等一批人形机器人初创厂商，博实股份、天奇股份、新兴装备等上市公司也都纷纷入局。

（1）宇树科技：立足四足机器人迈向人形机器人，英伟达 GPU 加速下发展加快。（2）乐聚机器人：深度融合开源鸿蒙系统，携手华为共同探索“华为盘古大模型+夸父人形机器人”商用落地场景。

（3）开普勒机器人：自研行星滚柱执行器+智能系统，2024CES 展首秀开普勒机器人获得广泛关注。

（4）智元机器人：2023 年发布远征 A1，2024 年 2 月与临港集团签署全面深化战略合作协议推动量产基地建设。

（5）福德机器人：拓展天链人形机器人 T1。

（6）科大讯飞：推出讯飞超脑 2030 计划。

整机加速发展，核心零部件厂商有望深度扩容

2024 年为人形机器人量产元年，整机加速发展，核心零部件厂商有望深度扩容，重点关注丝杠、传感器、减速器、电机、轴承。

- (1) 新剑传动：行星滚柱丝杠产业化进度领先。
- (2) 因时机器人：专注微型伺服电机和末端执行器，研发出仿人五指灵巧手。
- (3) 同川科技：专注谐波减速器、机电一体化关节等，主要用于工业机器人等。
- (4) 鑫精诚传感：力控传感器核心供应商，可提供力控整体解决方案。
- (5) 来福谐波：布局谐波减速器+关节模组+精密零部件三大板块。
- (6) 帕西尼感知科技：深耕触觉传感器、灵巧手。

投资建议

推荐标的：五洲新春、中大力德、康斯特。

受益标的：拓普集团、丰立智能、兆威机电、维峰电子、步科股份、恒工精密。

风险提示：人形机器人发展不及预期；政策发展不及预期。

【建材】基建投资增速稳健，关注建材底部机会——行业周报-20240331

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

基建投资增速稳健，关注建材底部机会

国家统计局数据显示，1-2 月份，全国固定资产投资完成额 5.08 万亿元，同比增长 4.2%，其中基础设施投资同比增长 6.3%，房地产开发投资下降 9.0%，基建投资增速保持稳健，地产投资降幅较 2023 年全年收窄 0.6 个百分点。同时，1-2 月份新建商品房销售、新开工、施工、竣工面积分别同比-20.5%、-29.7%、-11.0%、-20.2%，销售同比降幅扩大，新开工和竣工同步走弱。我们认为早周期板块的水泥行业股息率高，下探空间小。受益标的：海螺水泥、华新水泥、宁夏建材、上峰水泥、天山股份等。中指研究院数据显示，2024 年 1-2 月，TOP100 房企销售总额为 4762.4 亿元，同比下降 51.6%。其中 TOP100 房企 2 月单月销售额环比下降 29.3%，主要为 2023 年春节房市出现了部分反弹，销售额基数较大。销售额超百亿房企 14 家，较去年同期减少 12 家；超五十亿房企 8 家，较去年同期减少 18 家。TOP100 房企权益销售额为 3195.8 亿元，权益销售面积为 1991.4 万平方米。我们认为消费建材成长性长期可持续，目前估值水平性价比高，龙头公司积极进行品类扩张、渠道变革，叠加行业出清、格局改善，竞争优势显现。推荐：东方雨虹（防水龙头，经营结构优化）、伟星新材（经营优质，零售业务占比高），受益标的：北新建材（石膏板龙头，收购嘉宝莉扩张涂料板块业务）、等。玻纤行业由于供过于求，价格继续处于磨底状态，电子行业逐步复苏，带动电子纱价格小幅回弹，中长期看好龙头市占率持续提升。推荐：中材科技，受益标的：中国巨石、长海股份等。

本周（2024 年 3 月 25 日至 3 月 29 日）建筑材料指数下跌 0.52%，沪深 300 指数下跌 0.21%，建筑材料指数跑输沪深 300 指数 0.31pct。近三个月来，沪深 300 指数上涨 3.10%，建筑材料指数下跌 6.25%，建材板块跑输沪深 300 指数 9.35pct。近一年来，沪深 300 指数下跌 12.67%，建筑材料指数下跌 28.84%，建材板块跑输沪深 300 指数 16.17pct。

板块数据跟踪

水泥：截至 3 月 30 日，全国 P.O42.5 散装水泥平均价为 303.80 元/吨，环比下跌 0.65%；水泥-煤炭价差为 194.75 元/吨，环比下跌 1.05%；全国熟料库容比 60.44%，环比下降 0.20pct。

玻璃：截至3月30日，全国浮法玻璃现货均价为1765.00元/吨，环比下跌119.00元/吨，跌幅为6.32%；光伏玻璃均价为161.72元/重量箱，环比持平。浮法玻璃-纯碱-石油焦价差为44.93元/重量箱，环比下跌7.73%；浮法玻璃-纯碱-重油价差为27.25元/重量箱，环比下跌13.03%；浮法玻璃-纯碱-天然气价差为31.84元/重量箱，环比下跌11.36%；光伏玻璃-纯碱-天然气价差为101.25元/重量箱，环比上涨0.26%。

玻璃纤维：无碱2400tex直接纱报3000-3200元/吨，无碱2400texSMC纱报3500-4000元/吨，无碱2400tex喷射纱报5000-6000元/吨，无碱2400tex毡用合股纱报3400-3900元/吨，无碱2400tex板材纱报3500-3900元/吨，无碱2000tex热塑直接纱报3400-4000元/吨。不同区域价格或有差异，实际成交存灵活空间。

消费建材：截至2024年3月29日，原油价格为90.42美元/桶，周环比下跌0.55%，较2024年年初上涨9.44%，同比上涨21.28%；沥青价格为4520元/吨，周环比持平，较2024年年初上涨2.96%，同比下跌5.64%；丙烯酸价格为6100元/吨，周环比上涨0.83%，较2024年年初下跌6.15%，同比下跌16.44%；钛白粉价格为16400元/吨，周环比上涨3.14%，较2024年年初上涨9.55%，同比上涨8.61%。

风险提示：经济增速下行风险；原材料价格上涨风险；房地产销售回暖进展不及预期风险；国内保交楼进展不及预期；房企流动性风险蔓延压力；基建落地进展不及预期风险。

【机械：科新机电(300092.SZ)】下游需求迈向高端化，静待新产能释放——公司信息更新报告-20240401

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

全年业绩接近预告上限，Q4毛利率同环比均有提升

2023年公司营收14.97亿元，同比增长39.2%，归母净利润1.64亿元，同比增长34.9%，接近此前业绩预告区间上限；其中Q4营收3.29亿元，同比增长22.7%，归母净利润0.27亿元，同比减少4.1%。Q4单季度毛利率同环比均增长情况下，利润减少主要系费用率同比增加2.5pct。受制于产能释放节奏，我们下调2024-2025年的盈利预测，新增2026年的盈利预测，预计2024-2026年归母净利1.85/2.36/2.95亿元（2024-2025年前值为2.46/3.27亿元），EPS为0.68/0.86/1.08元（2024-2025年前值为0.90/1.19元），当前股价对应PE为16.2/12.7/10.1倍，维持“买入”评级。

传统化工主业优势巩固，下游需求迈向高端化

分产品看，石油炼化设备收入4.46亿元，同比增长168.0%，主要系下游订单增多且全年产品交付良好；毛利率为19.7%，同比增长5.6pct，增幅较大。天然气化工设备收入4.73亿元，同比增长46.4%，主要系化肥行业近期新项目和技改项目大幅增长。新能源高端设备收入4.09亿元，同比减少13.3%，主要系光伏需求出现阶段性减缓。展望2024年，公司在手订单整体情况良好，下游中石油炼化、天然气化工和核电将继续保持良好景气度，光伏行业有望回归良性发展态势。

募投扩产进度顺延，静待新产能释放

根据公司年报，出于谨慎性原则，公司减缓了募投项目的实施进度，其中高端过程装备智能制造项目延期至2025年12月（原先计划投产时间为2024年8月）。具体进度来看，项目中的一车间先行进行建设，并于2024年1月开始试生产；规划的二车间则进度放缓，目前正处于职业卫生评价、前期设计阶段。待项目建设完成，公司将能有效解决产能瓶颈问题，满足订单增长需求，为业绩快速增长提供保障。

风险提示：核电机组开工并网进度不及预期；新燃料、乏燃料运输容器国产替代不及预期；公司订单交付及产能增长不及预期。

【轻工：晨光股份(603899.SH)】2023 业绩符合预期，线下渠道拓展持续下零售大店成长可期——公司信息更新报告-20240401

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002 | 周嘉乐（分析师）证书编号：S0790522030002 | 骆扬（联系人）证书编号：S0790122120029

2023 年营收业绩符合预期，零售大店成长可期，维持“买入”评级

公司 2023 年实现营收 233.5 亿元（同比+16.8%，下同），实现归母净利润 15.3 亿元（+19.1%）。2023Q4 单季度实现营收 74.9 亿元（+19.5%），实现归母净利润 4.3 亿元（+24.6%）。2023 年营收业绩保持稳健增长，主要系公司传统核心业务通过不断推进高端化和渠道转型稳步扩张，零售大店业务收入和利润创新高，公司第二增长点逐步打开。考虑到公司新业务相关投入持续，我们下调 2024-2025 盈利预测，新增 2026 年盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润为 18.3/21.1/24.3 亿元（2024-2025 原值为 20.0/23.7 亿元），对应 EPS 为 1.98/2.28/2.63 元，当前股价对应 PE 为 19.0/16.5/14.4 倍，我们继续看好公司新五年战略稳步发展，传统主业持续增长，盈利能力持续改善，维持“买入”评级。

收入拆分：2023 年办公直供业务稳定增长，九木杂物社首次实现盈利

（1）传统核心业务：2023 年收入 91.4 亿元（+7.6%）其中晨光科技收入 8.6 亿元（+31.2%），2023 年推进拼多多、抖音、快手等新渠道业务，我们预计随着大众、精品文创、儿童美术、办公四大品类产品力提升，未来维持稳定增速。（2）晨光科力普：2023 年收入 133.1 亿元（+21.8%），2023 成功拓展包括中国一汽、兴业银行、南方电网、航天科技集团等涵盖汽车、能源、金融等多个领域的客户，成功实现稳定增长，毛利率 7.2%（-1.2pct），有所承压；随着与央、国企等大客户合作深入，我们预计公司份额有望进一步提升，未来维持较高增速。（3）零售大店：2023 年实现收入 13.4 亿元（+51.0%），其中，九木杂物社 2023 年收入 12.4 亿元（+52.6%），净利润 0.26 亿元，首次实现扭亏为盈，截止 2023 年末，九木杂物社门店数量合计达到 618 家（直营 417 家，加盟 201 家），全年净开 129 家，随着线下渠道持续拓展，开店速度恢复，我们预计未来零售大店业务快速增长，成长可期。

盈利能力：2023 年降本增效控费持续，净利率回升

（1）毛利率端，2023 年公司毛利率为 18.9%（-0.5pct），其中 2023Q4 公司毛利率 15.6%（-0.9pct），毛利率下滑主要系晨光科力普业务毛利率下降。（2）费用率端，公司期间费用率为 10.7%（-0.8pct），其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 6.6%/3.5%/0.8%/-0.2%，费用率下滑主要系公司降本增效控费持续以及收入端稳步提升。（3）净利率端，2023 年公司归母净利率同比提升 0.1pct 至 6.5%，其中 2023Q4 归母净利率同比提升 0.2pct 至 5.8%。

风险提示：新品类及新业务拓展不及预期风险，行业竞争加剧风险。

【地产建筑：城建设计(01599.HK)】收入微降盈利能力提升，全力推动回 A 上市——公司信息更新报告-20240401

齐东（分析师）证书编号：S0790522010002 | 胡耀文（联系人）证书编号：S0790122080101

收入微降盈利能力提升，轨交设计行业地位领先，维持“买入”评级

城建设计发布 2023 年全年业绩。公司作为城市轨道交通设计咨询领域的引领者，坚持做大设计咨询、积极拓展新业务，将长期受益于城轨发展的红利。受工程承包规模收缩影响，我们下调 2024-2025 年并新增 2026 年盈利预测，预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 9.41、10.71、11.17 亿元（2024-2025 年原值 13.73、16.67 亿元），对应 EPS 为 0.70、0.79、0.83 元，当前股价对应 PE 估值分别为 2.5、2.2、2.1 倍，公司充足在手合同金额助力业绩持续释放，维持“买入”评级。

营收微降盈利能力提升，少数股东损益有所增加

公司 2023 年实现营收 103.62 亿元，同比-0.7%；实现净利润 9.10 亿元，同比+1.3%；实现股东应占净利润 8.73 亿元，同比-9.0%；实现经营性净现金流 3.29 亿元，毛利率和净利率分别提升 0.65 和 0.18pct 至 18.21%和 8.79%，每股盈利 0.65 元，拟派发末期股息每股 0.1724 元。公司收入下降主要由于工程承包板块开工量减少，归母净利润

下滑主要由于少数股东利润同比增加。

勘察设计咨询收入盈利双增，轨交设计行业地位领先

公司 2023 年设计、勘察及咨询业务收入 48.67 亿元，同比+9.1%，收入占比提升 4.21pct 至 47.0%，其中城市轨交板块、工民建及市财政板块收入分别+9.14%、8.91%，毛利率同比提升 0.29pct 至 29.10%。公司年内中标北京、深圳、杭州等地共 6 条设计总体项目，中标数量行业第一，轨交设计行业地位领先。公司 2023 年工程承包业务收入 54.95 亿元，同比-8.0%，下降主要由于在手工程项目开工量减少，年内中标丽泽城市航站楼综合交通枢纽等项目。公司 2023 年中标项目金额大 61.68 亿元，设计、勘察及咨询业务和工程承包业务分别为 44.98、16.7 亿元，截至 2023 年末在手合同金额 266.62 亿元，可覆盖 2023 年营收约 2.6 倍。

积极拓展新业务，全力推动回 A 上市

公司计划聚焦特许经营新政趋势，开辟文旅轨道、科技产业、数字产品、客货铁路、城市更新、生态环境、新能源、新基建等投资方向，力争获得新投资项目落地。公司全力推动回 A 上市工作，已于 2023 年 12 月收到上交所受理单，并于 2024 年 1 月建议延长 A 股 IPO 股东大会决议有效期 12 个月。

风险提示：行业竞争加剧、新拓订单不及预期、回 A 上市进度不及预期。

【医药：海尔生物(688139.SH)】2023 全年业绩承压，股权激励激发增长动力——公司信息更新报告-20240401

余汝意（分析师）证书编号：S0790523070002 | 司乐致（分析师）证书编号：S0790523110003

2023 全年业绩承压，股权激励激发增长动力，维持“买入”评级

公司 2023 年实现营收 22.81 亿元（yoy-20.36%），剔除公共卫生防控类（同期 5.87 亿）核心业务收入略高于同期，归母净利润 4.06 亿元（yoy-32.41%），扣非归母净利润 3.31 亿元（yoy-37.83%），主营业务毛利率 50.61%（+2.53pct），经营活动现金流净额 2.49 亿元。产品拆分：非存储产品营收 8.67 亿，占总收入达 38%，yoy 超 30%；医疗创新（医院用药数智化、公卫疫苗网、血/浆站采供）营收 12.4 亿元（yoy-22.93%），生命科学营收 10.3 亿元（yoy-17.23%）；地区拆分：内销营收 14.9 亿元（yoy-18.44%），外销营收 7.8 亿元（yoy-6.09%），海外占比提升至 34%以上。考虑到公司非存储业务拓展持续加速，并购公司协同效应愈加明显，但存储业务需求仍处恢复期，我们下调 2024-2025 年并新增 2026 年盈利预测（原值 7.14/9.02 亿元），预计 2024-2026 年归母净利润分别为 5.12/6.43/8.07 亿元，EPS 分别为 1.61/2.02/2.54 元，当前股价对应 P/E 分别为 18.0/14.4/11.4 倍，维持“买入”评级。

公司发布新一轮股权激励，激励目标明确且增速目标较快

2024-2026 年股权激励目标分别为：以 2023 年收入 22.81 亿为基数，2024-2026 年营收分别不低于 29.65 亿元、38.54 亿元、50.18 亿元可完全解锁，三年 CAGR30%，50%解锁三年 CAGR15%。股权激励有助于公司吸引和留住核心人才，明确了对未来发展前景的信心和内在价值的认可，并激发员工工作积极性推动公司高速增长。

生命科学板块新品类加速放量，创新医疗板块用药自动化高增

生命科学板块：针对制药用户，公司把握趋势，通过细胞基因治疗（CGT）自动化细胞制备和小/中试、QC 质控、生产等制药场景方案切入生物制药工艺环节；针对科研高校，紧抓样本库、实验室建设等机会，积极推进自动化、智能化、物联化升级。医疗创新板块：针对医院用户，积极参与医疗新基建，加快用药全场景方案创新；针对公卫用户，致力于推动数字化升级，场景方案复制与创新并行，智慧化疫苗接种点已累计 5000 多家；针对血/浆站用户，紧抓疫后复苏机会，加快场景方案复制。“内生+外延”双增长引擎，外延发展以高质量并购为基础，实现战略布局加速拓展和业务协同互补。海尔血技（原“重庆三大伟业制药有限公司”）2023 年相对并购前规模翻倍、海尔生物医疗科技（苏州）（原“苏州市厚宏智能科技有限公司”）新增订单增长 50%，海尔生物医疗科技（成都）（原“四川海盛杰低温科技有限公司”）CAGR30%。

风险提示：产品推广不及预期；政策落地不及预期。

【地产建筑：张江高科(600895.SH)】业绩稳健增长，孵投联动加快产业培育力度——公司信息更新报告-20240401

齐东（分析师）证书编号：S0790522010002 | 胡耀文（联系人）证书编号：S0790122080101

业绩稳健增长，孵投联动加快产业培育力度，维持“买入”评级

张江高科发布 2023 年年报，公司收入利润平稳增长，租赁业务保持稳健，产业投资力度持续提升。受益于公司较大的物业体量和较快的开发节奏，我们上调 2024-2025 并新增 2026 年盈利预测，预计公司 2024-2026 年归母净利润为 11.25、13.34、14.61 亿元（2024-2025 年原值 9.46、10.98 亿元），对应 EPS 为 0.73、0.86、0.94 元，当前股价对应 PE 为 27.8、23.5、21.4 倍，维持“买入”评级。

租赁收入带动营收增长，归母净利润有所提升

公司 2023 年实现营收 20.26 亿元，同比+6.24%；实现归母净利润 9.48 亿元，同比+15.29%；实现经营性现金流净额-27.85 亿元，同比-511.19%。公司营收增长主要由于房产租赁收入同比+25.78%（2022 年同期存在租金减免影响）；归母净利润增长得益于（1）公司完成部分项目的土地增值税清算而冲减了以前年度多提的土地增值税，营业税金及附加减少 2.2 亿元；（2）公司持有的金融资产公允价值上升金额同比增加；现金流减少主要由于园区开发及存货投入大幅增加。

项目建设持续推进，出租收入保持提升

公司 2023 年处于大体量、快节奏载体开发周期，主要开发建设项目 19 个，总建筑面积 324 万方，计划总投资额 504 亿元，当年完成投资 60 亿元，总完工面积约 32 万方。张江科学之门外立面幕墙全部完工，整体项目进度超过 70%，预计于 2025 年整体竣工交付。公司全年实现房地产租金收入 10.5 亿元，同比+25.78%，截至年末出租房地产总面积为 135.3 万方。公司 2023 年实现销售面积 3.06 万方，销售金额 9.55 亿元，同比-9.2%，销售结转收入主要来自办公和车位业态。

产业培育力度加快，创新孵化卓有成效

公司坚持以通过“直投+基金+孵化”的方式，聚合市场资源助推产业发展，2023 年实现投资收益 2.06 亿元，同比+72.52%，主要由于公司股权处置和金融资产的投资收益同比增加。公司全年直投项目 52 个，投资总额 38.60 亿元，已完成基金认缴 11.3 亿元，募集设立燧烽二期基金。公司投资企业发展迅速，蓝箭科技、智己汽车发展取得突破，南芯、慧智微、华勤科技、格兰康希年内完成上市。

风险提示：地产行业销售下行风险、政策调整导致经营风险、产业投资风险。

【纺织服装：伟星股份(002003.SZ)】辅料龙头产能叠加品类扩张，国际份额提升可期——公司首次覆盖报告-20240401

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

辅料龙头产能叠加品类扩张，国际份额提升可期，首覆给予“买入”评级

公司深耕辅料 40 余年，是国内综合规模最大、品类最齐全的辅料龙头。短期来看，下游去库接近尾声，接单趋势持续向好，公司恢复态势优于同行；长期来看，随着公司基于自身竞争优势，持续布局海外产能并加强产品质量标准化，我们认为公司有望复刻 YKK 成功路径并抢占 YKK 份额，未来业绩有望稳步增长，我们预计 2023-2025 年归母净利润为 5.54/6.46/7.28 亿元，对应 EPS 为 0.47/0.55/0.62 元，当前股价对应 PE 为 22.1/19.0/16.8 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

辅料行业：市场空间较大，本土龙头有望抢占全球份额

辅料行业市场空间较大，经过测算 2023 年全球/中国辅料市场规模约为 2455/1080 亿元，其中中国拉链/纽扣市场规模约为 560/287 亿元，我国为拉链/纽扣出口大国，占全球出口额比重的 68%/64.7%，出口景气度较好。从竞争格局来看，中高端头部供应商占据优势地位，低端市场同质化低价竞争激烈，我们认为具备扩张势能、盈利能力稳定的本土龙头有望持续抢占全球中高端市场份额，伟星股份拉链/纽扣 2018-2022 年市占率稳步提升 0.7pct/1.2pct。

他山之石：从 YKK 看辅料龙头成功路径，全球化扩张可期

(1) 复盘 YKK：龙头 YKK 拉链规模约 200 亿，全球份额占据 21%，YKK 凭借自制设备一体化生产以及全球产能布局，以标准化、高质量、创新性产品快速抢占市场份额，成为全球拉链行业龙头；未来 YKK 将加强成本竞争力，从客户需求出发加强商品企划和开发，持续拓展客户。(2) 伟星股份：伟星股份凭借“产品+服务”的差异化战略打开市场，保持高水平研发投入和新品开发，并投入数字化智造赋能需求实现。未来将通过全球产能布局和多品类扩张，持续抢占客户份额。(3) 对标 YKK：未来伟星股份将基于自身竞争优势，通过海外产能布局复刻 YKK 扩张路径，数字化智造支撑规模扩张，我们认为伟星股份有望复刻 YKK 成功路径并抢占 YKK 份额。

风险提示：产能爬坡不及预期，下游客户需求疲软风险、原材料价格大幅上涨。

【化工：黑猫股份(002068.SZ)】Q4 炭黑价差环比继续扩大，公司业绩环比扭亏为盈——公司信息更新报告-20240401

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 张晓锋（分析师）证书编号：S0790522080003 | 宋梓荣（联系人）证书编号：S0790123070025

2024 年 Q4 炭黑景气度环比上行，公司业绩环比扭亏，维持“买入”评级

根据公司年报，2023 年公司实现营业收入 94.51 亿元，调整后同比-4.47%；实现归母净利润-2.43 亿元，同比转亏。对应 Q4 单季度，公司实现营业收入 26.58 亿元，环比+12.14%；实现归母净利润 2,033.07 万元，环比扭亏为盈。2023 年 Q4，炭黑平均价格环比上涨、平均价差环比扩大，大幅提振公司业绩。考虑 2024 年炭黑新增产能较多，我们下调公司 2024-2025 年以及新增 2026 年盈利预测，预计将分别实现归母净利 2.03 (-1.68)、2.87 (-1.88)、4.13 亿元，对应 EPS 分别为 0.27 (-0.23)、0.39 (-0.25)、0.56 元，当前股价对应 PE 分别为 35.0、24.7、17.2 倍。公司锂电级导电炭黑产品已给个别客户小批量供货，我们预计未来有望为公司带来新的业绩增量，维持公司“买入”评级。

2023 年 Q4 炭黑价差环比扩大，公司单季度扭亏为盈

根据 Wind、百川盈孚数据，成本端，2023 年 Q4，煤焦油市场均价为 4,418 元/吨，环比+2.72%。炭黑方面，2023 年 10 月，炭黑企业亏损已久，挺价意愿坚挺，下游轮胎按需采购，炭黑价差环比上涨、价差环比扩大。虽然 11 月、12 月为炭黑的传统淡季，价格逐月环比下跌，但整体 Q4 炭黑的平均价差仍高于 Q3。根据百川盈孚数据及我们测算，炭黑平均价差由 Q3 的 2,397 元/吨扩大至 Q4 的 2,839 元/吨。截至 2023 年底，公司拥有炭黑产能 116.2 万吨，业绩弹性较大，受益于炭黑价差环比扩大，公司 Q4 单季度扭亏为盈。

公司锂电级导电炭黑产品已有小批量出货，有望打开未来成长空间

公司锂电级导电炭黑产品已给个别客户小批量供货，随着锂电级导电炭黑产品逐渐放量，有望为公司贡献新的业绩增量。随着 2023 年 Q4 以来，诸如极氪 001、极氪 007、小米 SU7 等 800V 大热车型陆续发布、上市，快充电池渗透率有望持续提升。公司逐步丰富导电炭黑产品序列，已开发出应用于快充电池的产品，有望明显受益于 800V 快充车型的渗透率提升。

风险提示：项目建设进度不及预期、产品价格大幅下跌、宏观经济下行等。

【食品饮料：煌上煌(002695.SZ)】短期行业承压，稳步拓店静待恢复——公司信息更新报告-20240401

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003 | 陈钟山（联系人）证书编号：S0790120070045

外部环境影响，静待底部恢复，维持“增持”评级

公司发布 2023 年度报告，全年实现收入 19.2 亿元，同比下滑 1.7%，实现归母净利润 0.7 亿元，同比增长 129.0%，其中 2023Q4 实现收入 3.4 亿元，同比增长 1.2%，归母净利润亏损 0.3 亿元，同比减亏 43.56%。行业短期经营承压，我们下调 2024-2025 年，新增 2026 年盈利预测，预计分别实现归母净利润 1.0 (-0.4)、1.3 (-0.4)、1.7 亿元，同比增长 44.7%、22.6%、37.5%，当前股价对应 PE 为 45.7、37.3、27.1 倍，公司作为卤制品头部品牌，未来有望收益行业集中度提升，维持“增持”评级。

同店经营承压，保持稳健开店

公司 2023Q4 收入比增长 1.2%，增速较低，主因宏观经济环境影响卤制品线下门店经营。分品类看，公司 2023 年鲜货产品实现收入 14.1 亿元，同比下滑 0.9%，卤制品业务同店仍有压力，至 2023 年底，公司门店 4497 家，净增长 572 家；米制品 2023 年实现收入 3.6 亿元，同比增长 5.3%，受益于渠道拓展。展望 2024 年，公司计划新开 2000 家门店，发力江西、广东等老市场的深耕和陕西、重庆等新基地周边新市场。

毛利率明显回复，净利润端明显减亏

公司 2023Q4 毛利率为 30.7%，同比提升 6.4pct，毛利率明显提升主因公司深化门店建设，卤制品老店门店收入有所回复，业务收入下滑趋势收窄，叠加原材料价格下降及基数较低，毛利率改善明显。销售费用率同比下降 1.4pct，主因收入促销宣传、租赁费用等有所下降。管理费用率同比下降 0.5pct，表现相对平稳。公司 2023Q4 减亏幅度 43.56%，归母净利率为-8.9%，同比提升 7.1pct，呈现恢复趋势。2024 年公司计划完成营业收入 23.5 亿元，净利润 1.4 亿元，通过在门店业态、产品创新、服务能力、组织架构、数字转型、品牌提升等多个方面发力，公司力争在 2024 年实现收入和利润双增长。

风险提示：食品安全风险，原材料涨价风险，外部环境影响同店恢复风险。

【家电：海信视像(600060.SH)】2023Q4 营收增长稳健，彩电全球份额稳步提升——公司信息更新报告-20240401

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

2023Q4 营收稳健，全球份额稳步提升，维持“买入”评级

2023 年公司营收 536 亿元（同比+17.22%，下同），归母净利润 20.96 亿元（+24.82%），扣非归母净利润 17.33 亿元（+21.19%）。2023Q4 营收 143.89 亿元（+8.8%），归母净利润 4.68 亿元（-18.3%），扣非归母净利润 3.75 亿元（-35.26%）。短期大型赛事有望催化需求回暖，长期看好竞争力延续/全球份额提升，我们上调 2024-2025 年盈利预测，并新增 2026 年盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润 24.06/27.99/31.93 亿元（2024-2025 年原值为 23.59/27.59 亿元），对应 EPS 为 1.84/2.14/2.45 元，当前股价对应 PE 为 12.8/11.0/9.7 倍，维持“买入”评级。

2023H2 新显示业务加速/智慧显示终端稳健增长，智慧显示全球份额提升

2023 年公司主营业务收入 484 亿元（+19.34%），具体拆分看：（1）2023/2023H2 智慧显示终端营收 412.57 亿元（+17.01%）/223.05 亿元（+14.91%）。2023 年智慧显示终端销量 2654 万台（+5.2%），均价 1555 元（+11.2%），量价双升。大尺寸/高端化持续引领行业，2023 年公司 ULEDX/ULED 电视销量 157 万台（+54%），销额同比+66%；2023 年 75 寸及以上产品全球/中国境内销售量占比 13.2%/29.8%，销售额占比 30.5%（+9.4pct）/54.2%（+15.8pct）。

（2）2023/2023H1 新显示业务营收同比分别+40.6%/+25.85%，2023H2 新显示业务增速环比提升明显。细分看 2023 年商用激光投影销量同比+59.7%，商用显示境外收入同比+41%。（3）2023/2023H1 境内营收同比分别+18.2%/+16.8%，境外营收同比分别+20.45%/+22.22%，2023H2 境内外营收增长稳健。智慧显示海外份额稳步提升，2023 年海信品牌于美国/德国/意大利/英国/法国/西班牙份额同比分别+1.1/+3.1/+4.4/+3.3/+1.0/+2.0pct（美国为零售

额份额)，日本份额稳步提升。

短期毛利率受合并乾照光电及成本扰动，费用率维持稳定

2023 年公司毛利率 16.94% (-1.29pct)，2023Q4 毛利率 16.8% (-2.56pct)，其中 2023 年智慧显示/新显示业务毛利率同比分别-1.36/-6.54pct，短期毛利率受合并乾照光电+面板成本压力上升扰动。费用端，2023 年公司销售/管理/研发/财务费用率同比分别-0.9/+0.2/-0.1/+0.1pct，2023Q4 同比分别-0.76/+0.3/+0.2/+0.13pct，销售费用率管控效果良好，管理费用/财务费用同比提升主要系合并乾照光电等影响。综合影响下 2023 年公司净利率 3.9% (+0.24pct)，扣非净利率 3.2% (+0.11pct)。2023Q4 净利率/扣非净利率分别为 3.25% (-1.08pct) /2.6% (-1.77pct)。

风险提示：面板价格上涨超预期；海外需求快速回落；海外拓展不及预期等。

【地产建筑：中国能建(601868.SH)】业绩同比稳健增长，新能源业务发展强劲——公司信息更新报告-20240401

齐东（分析师）证书编号：S0790522010002 | 胡耀文（联系人）证书编号：S0790122080101

业绩同比稳健增长，新能源业务发展强劲，维持“买入”评级

中国能建发布 2023 年年报，公司收入和利润均保持平稳增长，新能源投建进展迅速。考虑基建投资增速放缓、房地产开工进度不及预期等情况，我们下调 2024-2025 并新增 2026 年盈利预测，预计公司 2024-2026 年归母净利润为 90.5、106.0、123.3 亿元（2024-2025 年原值 124.3、152.6 亿元），对应 EPS 为 0.22、0.25、0.30 元，当前股价对应 PE 为 9.8、8.3、7.2 倍。公司新签订单保持增长，我们看好公司未来市占率持续提升，维持“买入”评级。

营收规模提升迅速，归母净利润实现增长

公司 2023 年实现营业收入 4060.3 亿元，同比+10.8%；归母净利润 79.9 亿元，同比+2.1%；经营性现金流 94.9 亿元，同比+19.5%；毛利率和净利率分别为 12.64%和 2.77%（2022 年 12.42%和 2.84%），其中勘测设计及咨询、工程建设、工业制造、投资运营业务毛利率分别为 39.41% (-2.11pct)、7.85% (+0.20pct)、16.93% (-0.77pct)、35.26% (+9.93pct)。公司净利率微降主要由于信用减值损失由 10.4 亿元提升至 23.3 亿元，研发费率提升 0.35pct 至 3.2%。

新签订单高速增长，国内海外均衡发展

公司 2023 年完成新签合同额 12837.3 亿元，同比增长 22.4%，连续三年超过万亿且保持增长。境内境外新签合同额分别增长 23.9%、17.1%，传统能源、新能源、城市建设、勘测设计及咨询、工业制造业务分别同比增长分别为 7.5%、26.1%、31.1%、50.0%、44.7%。其中“一带一路”沿线市场新签合同额 2673.8 亿元，同比增长 62.0%，签约额位居央企前列。

新能源项目加速领跑，新能源业务发展强劲

公司 2023 年新能源业务新签合同额同比增长 14.5%，营业收入同比增长 38.41%，新增风光新能源开发指标 2009.7 万千瓦，获取新型储能、氢能项目 50 余个，总装机规模超过 550 万千瓦，截至 2023 年末累计控股新能源装机容量 951.1 万千瓦，较 2022 年底翻近一倍，其中风电 274.2 万千瓦、太阳能 667 万千瓦，新型储能 10 万千瓦。新能源建设和运营业务整体收入占比分别提升 39.4%和 58.8%。

风险提示：新能源投资增速不及预期、多元化业务运营不及预期。

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