



## 月度市场策略：以守待攻

- **市场预期仍待修复，股指或短期维持震荡态势。**近期，国内政策面积积极信号增多，去年年底的中央经济工作会议对财政和货币政策的表述较积极，随后新增国债陆续发行，PSL 贷款时隔一年再度重启，带动市场情绪有所改善。然而，近期公布的美国就业数据较强劲，美联储还未提及降息的时点，市场对今年大幅降息的预期有所降温，使得海外风险偏好有所降低。所以，我们认为短期市场或维持震荡态势，仍需更多数据实证和持续的政策刺激来修复市场预期和市场情绪。接下来，若海外不确定性减少，国内经济复苏动能加强，投资者或将重新关注基本面和盈利，从而提升市场反弹的可持续性。
- **盈利预期下调明显缓和，估值仍较吸引。**相对全球主要股票市场，中国股市估值修复空间较大，盈利增速更强劲。目前，MSCI 中国指数、恒指、沪深 300 指数的前瞻市盈率分别为 8.9 倍、7.8 倍、10.1 倍，分别低于其过去五年均值 1.4、2.0、1.5 个标准差。近期，盈利预期下调趋势明显缓和，卖方分析师小幅下调 MSCI 中国指数 2024 年盈利增速至 15.2%（2023 年 11 月底：15.9%），微幅上调 2025 年盈利增速至 15.3%（2023 年 11 月底：15.1%）。
- **国内增量资金大幅增加，但外资仍录得净流出。**根据 EPFR，截至 12 月 27 日，在“国家队”入场提振下，过去一个月共有 83 亿美元的国内资金净流入中国股票市场，扭转 10-11 月净流出的态势。12 月共有 24.9 亿美元资金净流出中国股市，其中，主动基金净流出 36.0 亿美元，被动基金净流入 11.1 亿美元。12 月，南向资金净流入规模有所减少（79 亿港元），但北向资金净流出有所增加（人民币 129 亿元）。
- **短期大盘价值风格或占优。**过去一个月，虽然投资者风险偏好有所提升，但仍偏好防御性更强的价值股，大盘股微幅跑赢小盘股。虽然投资者信心和市场情绪持续改善，但由于海内外风险仍存，所以我们判断短期价值股仍将受到投资者的青睐。但需留意风格切换，根据我们此前的分析，成长股和十年期美债利率呈高度负相关关系，若美债利率进入下行通道，有望利好成长股的表现，届时市场风格或会由价值股切换至成长股。
- **短期投资交易策略建议以守待攻。**关注：1) **成长性高息股：**海内外不确定性仍存，我们筛选出 18 个基本面稳健、估值合理、现金流充裕、具有成长性的高息股，有助于提升投资组合的稳定性。2) 18 个由行业分析师自下而上精选出来的有望受益于降息预期升温的股票。
- **浦银国际重点关注股票组合：加入珀莱雅，移出李宁。**自上次更新至今，组合微幅上涨 0.01%，跑赢 MSCI 中国指数和恒生科技指数，但略跑输中概股指数。期间，华虹半导体和比亚迪电子表现较好，但时代电气较疲软。目前，组合包含比亚迪股份、滔搏、拼多多等 9 只股票。
- **投资风险：**政策刺激不及预期，地方债务负担加剧，地缘政治紧张局势升级，美国经济衰退超预期，人民币大幅贬值，流动性趋紧。

赖焯焯

首席策略分析师

Melody\_lai@spdbi.com  
(852) 2808 0411

2024 年 1 月 8 日

相关报告：

[2024 年中国市场策略展望：穿越周期，焕新成长](#)（2023-12-07）[浦银国际策略观点：中央经济工作会议对市场有什么启示？](#)（2023-12-13）[浦银国际月度市场策略：关注风格切换](#)（2023-11-09）[浦银国际月度资金流：增量资金入场，或有助于中国市场情绪修复](#)（2023-11-01）

扫码关注浦银国际研究

# 目录

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| 焦点图表 .....                      | 4  |
| 月度中国市场回顾与展望 .....               | 6  |
| 估值仍较为吸引 .....                   | 9  |
| 盈利增长预期有所好转 .....                | 11 |
| 资金流向：国内增量资金流入加大，但外资仍录得净流出 ..... | 13 |
| 行业配置、轮动与风格切换 .....              | 16 |
| 短期投资交易策略 .....                  | 20 |
| 浦银国际重点关注股票组合更新 .....            | 23 |

## 图表目录

|   |    |
|---|----|
| 图表 1：18 个兼具防御性和成长性的优质高息股 .....                                | 4  |
| 图表 2：18 个有望受益于美联储降息预期升温的个股 .....                              | 5  |
| 图表 3：2023 年底中国股票指数明显反弹，但今年年初有所回调 .....                        | 7  |
| 图表 4：MSCI 中国指数中，公用事业和能源板块涨幅领先，医疗健康板块受估值下修拖累跌幅较大 .....         | 7  |
| 图表 5：恒生综合指数中，能源和综合企业板块涨幅领先，医疗健康、信息技术板块下跌较为明显 .....            | 8  |
| 图表 6：沪深 300 指数中，除能源和公用事业板块外，其余板块均有所回调，其中医疗健康和信息技术板块跌幅较大 ..... | 8  |
| 图表 7：相对于全球主要市场，中国股票指数盈利增速更强，估值水平更吸引 .....                     | 9  |
| 图表 8：目前主要中国股票指数的估值水平仍较为吸引 .....                               | 10 |
| 图表 9：MSCI 中国指数前瞻市盈率 .....                                     | 10 |
| 图表 10：恒生指数前瞻市盈率 .....   | 10 |
| 图表 11：沪深 300 指数前瞻市盈率 .....                                    | 10 |
| 图表 12：近期 AH 溢价有所收缩 .....                                      | 10 |
| 图表 13：主要中国股票指数 2024 年/2025 年盈利增长预期：中概股领先 .....                | 11 |
| 图表 14：MSCI 中国 2024/25 年的 EPS 增长一致预期：下调幅度有所缓和 .....            | 12 |
| 图表 15：恒生指数 2024/25 年的 EPS 增长一致预期：下调幅度同样有所缓和 .....             | 12 |
| 图表 16：沪深 300 指数 2024/25 年的 EPS 增长一致预期：下调幅度同样有所缓和 .....        | 12 |
| 图表 17：MSCI 中国指数各行业季度盈利同比增长 .....                              | 12 |
| 图表 18：根据 EPFR，12 月国内增量资金净流入较强劲 .....                          | 14 |

|  |    |
|--|----|
| 图表 19: 根据 EPFR, 12 月主动型基金净流出中国股票市场, 被动型基金转为净流入.....  | 14 |
| 图表 20: 12 月, 南向资金净流入规模有所减小, 北向资金净流出规模小幅扩大.....   | 15 |
| 图表 21: 根据 EPFR, 截至 11 月底, 除电信服务和可选消费板块外, 专注中国的主动型基金相对<br>(追踪指数的) 被动型基金对大部分板块都是低配 .....           | 15 |
| 图表 22: MSCI 中国各板块: 电信服务、医疗健康和材料板块 2024 年 EPS 增速较为领先, 医疗健<br>康、公用事业和房地产板块 2025 年 EPS 增速较为领先 ..... | 17 |
| 图表 23: 近一月, 除材料和工业板块外, MSCI 中国各大板块盈利预期均有下调, 日常消费板块下<br>调幅度较大 .....                               | 17 |
| 图表 24: MSCI 中国指数行业中, 房地产、材料和可选消费板块兼具高成长和低估值.....   | 18 |
| 图表 25: 恒生综合指数轮动热力图 .....   | 18 |
| 图表 26: 沪深 300 指数轮动热力图 .....  | 19 |
| 图表 27: 截至 1 月 4 日, 过去一个月价值股略跑赢成长股.....   | 19 |
| 图表 28: ..... 大盘股微幅跑赢小盘股.....   | 19 |
| 图表 29: 18 个兼具防御性和成长性的优质高息股 .....   | 21 |
| 图表 30: 18 个有望受益于美联储降息预期升温的个股 .....   | 22 |
| 图表 31: 浦银国际重点关注股票组合: 反映我们自上而下中长期看好新经济行业的观点 .....   | 24 |
| 图表 32: 浦银国际重点关注股票组合: 个股投资逻辑 .....  | 25 |

## 焦点图表

图表 1: 18 个兼具防御性和成长性的优质高息股

| 股票代码      | 公司名称 | Wind<br>行业名称 | 市值<br>(亿元) | 成交额<br>(亿元) | 2024 EPS<br>同比增速 | 前瞻市盈率<br>(倍) | 近 3 年<br>平均 ROE | 2024 年<br>股息率 | 过去 5 年股<br>息率均值 | 评级机构<br>家数 |
|-----------|------|--------------|------------|-------------|------------------|--------------|-----------------|---------------|-----------------|------------|
| 601601.SH | 中国太保 | 保险           | 2443       | 7.2         | 20%              | 7            | 12              | 5.1%          | 4.1%            | 38         |
| 600887.SH | 伊利股份 | 食品、饮料与烟草     | 1696       | 8.0         | 13%              | 14           | 21              | 5.0%          | 3.1%            | 44         |
| 601211.SH | 国泰君安 | 多元金融         | 1324       | 2.9         | 16%              | 9            | 9               | 4.7%          | 3.2%            | 18         |
| 600919.SH | 江苏银行 | 银行           | 1239       | 7.5         | 17%              | 3            | 15              | 9.9%          | 5.3%            | 26         |
| 600039.SH | 四川路桥 | 资本货物         | 675        | 1.6         | 21%              | 4            | 30              | 10.9%         | 4.5%            | 9          |
| 0836.HK   | 华润电力 | 公用事业         | 659        | 1.1         | 18%              | 5            | 7               | 7.5%          | 3.2%            | 28         |
| 600926.SH | 杭州银行 | 银行           | 610        | 1.6         | 21%              | 4            | 14              | 6.5%          | 3.2%            | 25         |
| 601838.SH | 成都银行 | 银行           | 456        | 2.2         | 16%              | 3            | 19              | 9.1%          | 4.3%            | 28         |
| 002601.SZ | 龙佰集团 | 材料           | 421        | 1.9         | 35%              | 10           | 19              | 6.7%          | 5.3%            | 21         |
| 002532.SZ | 天山铝业 | 材料           | 284        | 1.4         | 19%              | 8            | 13              | 7.1%          | 3.1%            | 10         |
| 600863.SH | 内蒙华电 | 公用事业         | 242        | 2.5         | 19%              | 9            | 10              | 8.3%          | 3.4%            | 9          |
| 002966.SZ | 苏州银行 | 银行           | 236        | 1.5         | 18%              | 4            | 11              | 6.8%          | 3.3%            | 23         |
| 600143.SH | 金发科技 | 材料           | 207        | 1.1         | 72%              | 11           | 11              | 3.6%          | 3.1%            | 8          |
| 603444.SH | 吉比特  | 软件与服务        | 204        | 3.3         | 23%              | 11           | 33              | 6.3%          | 4.0%            | 32         |
| 601636.SH | 旗滨集团 | 材料           | 204        | 1.9         | 31%              | 7            | 19              | 6.2%          | 5.0%            | 20         |
| 600325.SH | 华发股份 | 房地产          | 203        | 1.9         | 13%              | 5            | 19              | 7.0%          | 4.9%            | 19         |
| 002572.SZ | 索菲亚  | 耐用消费品与服装     | 154        | 1.3         | 14%              | 9            | 14              | 5.2%          | 3.2%            | 34         |
| 600755.SH | 厦门国贸 | 资本货物         | 154        | 1.2         | 25%              | 5            | 17              | 12.9%         | 6.1%            | 7          |

注: 数据截至 2024 年 1 月 5 日, 市值为近 3 个月日均平均市值, 成交额为近 3 个月日均平均成交额, 计价货币为人民币。

资料来源: Wind, Bloomberg, 浦银国际

图表 2: 18 个有望受益于美联储降息预期升温的个股

| 公司名称         | 股票代码      | 市值<br>(亿元) | 成交额<br>(亿元) | 2024 年<br>营收增速 | 2024 年<br>净利润增速 | 前瞻市盈率<br>(倍) | 目标价<br>(LC) | 潜在上升<br>空间 |
|--------------|-----------|------------|-------------|----------------|-----------------|--------------|-------------|------------|
| <b>医疗健康</b>  |           |            |             |                |                 |              |             |            |
| 药明康德         | 603259.SH | 2418       | 14.7        | 22.3%          | 24.3%           | 20.6         | 110.60      | 62%        |
| 康方生物         | 9926.HK   | 336        | 1.8         | -44.0%         | N/A             | N/A          | 65.00       | 49%        |
| 微创脑科学        | 2172.HK   | 65         | 0.1         | 32.2%          | 35.8%           | 32.3         | 17.60       | 84%        |
| <b>消费</b>    |           |            |             |                |                 |              |             |            |
| 安踏体育         | 2020.HK   | 2125       | 5.1         | 11.7%          | 13.1%           | 19.3         | 110.50      | 58%        |
| 蒙牛乳业         | 2319.HK   | 851        | 2.4         | 7.5%           | 21.3%           | 13.5         | 32.20       | 64%        |
| 特海国际         | 9658.HK   | 69         | 0.1         | 15.6%          | 73.4%           | 18.6         | 21.10       | 130%       |
| <b>互联网</b>   |           |            |             |                |                 |              |             |            |
| 阿里巴巴         | 9988.HK   | 14259      | 30.5        | 10.7%          | 71.8%           | 11.9         | 97.00       | 35%        |
| 拼多多          | PDD.US    | 11697      | 69.3        | 48.9%          | 21.8%           | 25.0         | 173.00      | 18%        |
| 美团           | 3690.HK   | 5674       | 30.1        | 18.2%          | 56.8%           | 24.6         | 125.00      | 61%        |
| <b>科技</b>    |           |            |             |                |                 |              |             |            |
| 中芯国际         | 0981.HK   | 1540       | 7.4         | 11.4%          | -18.3%          | 25.5         | 21.60       | 17%        |
| 比亚迪电子        | 285.HK    | 728        | 1.9         | 31.0%          | 31.0%           | 13.8         | 44.50       | 28%        |
| 舜宇光学科技       | 2382.HK   | 672        | 5.4         | 17.9%          | 58.6%           | 28.2         | 80.80       | 28%        |
| 华虹半导体        | 1347.HK   | 290        | 1.5         | -10.9%         | -63.6%          | 25.9         | 22.70       | 23%        |
| <b>新能源汽车</b> |           |            |             |                |                 |              |             |            |
| 特斯拉          | TSLA.US   | 53523      | 2006.6      | 25.0%          | 56.0%           | 61.0         | 275.10      | 16%        |
| 理想汽车         | 2015.HK   | 2735       | 9.1         | 44.0%          | 61.1%           | 22.3         | 179.9       | 33%        |
| 小鹏汽车         | 9868.HK   | 1012       | 6.6         | 85.5%          | N/A             | N/A          | 79.50       | 51%        |
| 蔚来           | 9866.HK   | 944        | 0.8         | 43.4%          | N/A             | N/A          | 73.90       | 16%        |
| 零跑汽车         | 9863.HK   | 402        | 2.5         | 93.7%          | N/A             | N/A          | 47.50       | 43%        |

注: 数据截至 2024 年 1 月 5 日。成交额混合市值均为过去 3 个月日均值, 货币为人民币。

资料来源: Wind, Bloomberg, 浦银国际预测

## 月度中国市场回顾与展望

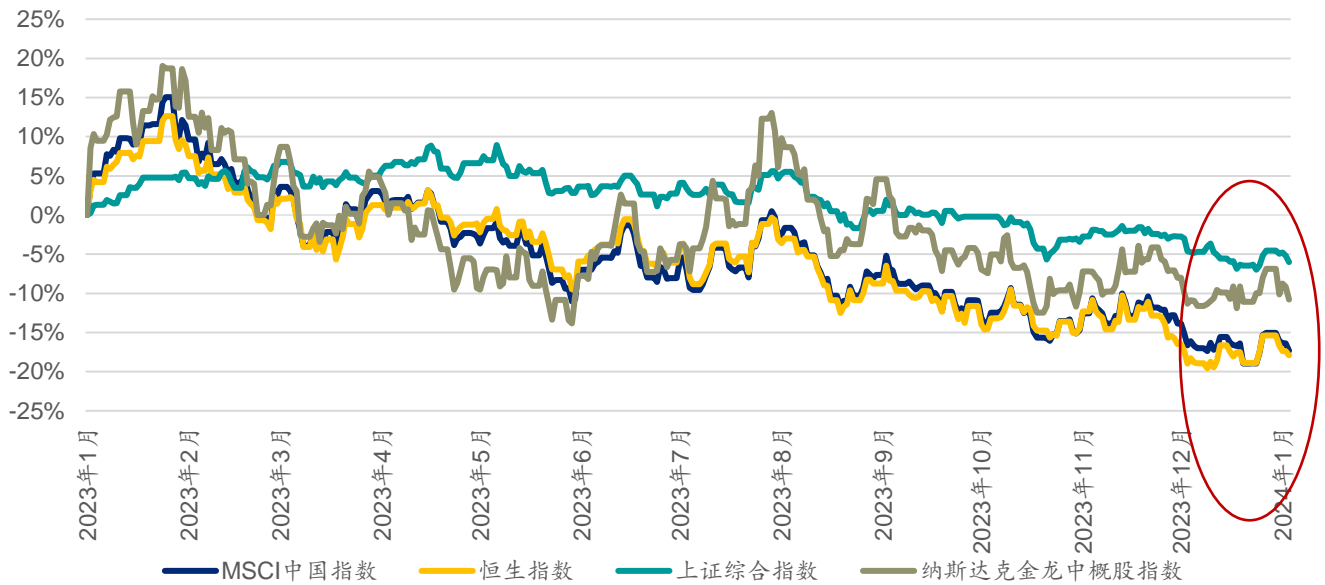
**2023 年底主要中国股票指数明显反弹，但今年年初有所回调。**12 月，除恒指和中概股指数小幅上涨外，其余中国主要股指均有所下调。截至 12 月 31 日，12 月 MSCI 中国指数下跌 2.6%，上证综合指数下跌 1.8%，恒生指数小幅上涨 0.03%，中概股指数小幅上涨 0.2%。截至 1 月 5 日，今年以来 MSCI 中国指数下跌 2.7%，上证综合指数下跌 1.5%，恒生指数下跌 3.0%，中概股指数下跌 4.2%。

**市场预期仍待修复，股指或短期维持震荡态势。**近期，国内政策面积极信号增多，去年年底的中央经济工作会议对财政和货币政策的表述较积极，随后新增国债陆续发行，PSL 贷款时隔一年再度重启，带动市场情绪有所改善。然而，近期公布的美国就业数据较强劲，美联储仍未提及降息的时点，市场对今年大幅降息的预期有所降温，使得海外风险偏好有所降低。所以，我们认为短期市场或维持震荡态势，仍需更多数据实证和持续的政策刺激来修复市场预期和市场情绪。接下来，若海外不确定性减少，国内经济复苏动能加强，投资者或将重新关注基本面和盈利，从而提升市场反弹的可持续性。

**估值扩张驱动下，能源和公用事业板块录得正回报，**但其他板块受盈利预期下调和估值收缩影响录得下跌。过去一个月，MSCI 中国指数中，能源和公用事业录得正回报，医疗健康、电信服务和必选消费板块受到估值下修拖累跌幅较大，而房地产板块受到盈利预期增速下调跌幅较大，表现较为落后。沪深 300 指数和恒生指数的板块表现也显示出类似的趋势（图表 4-6）。

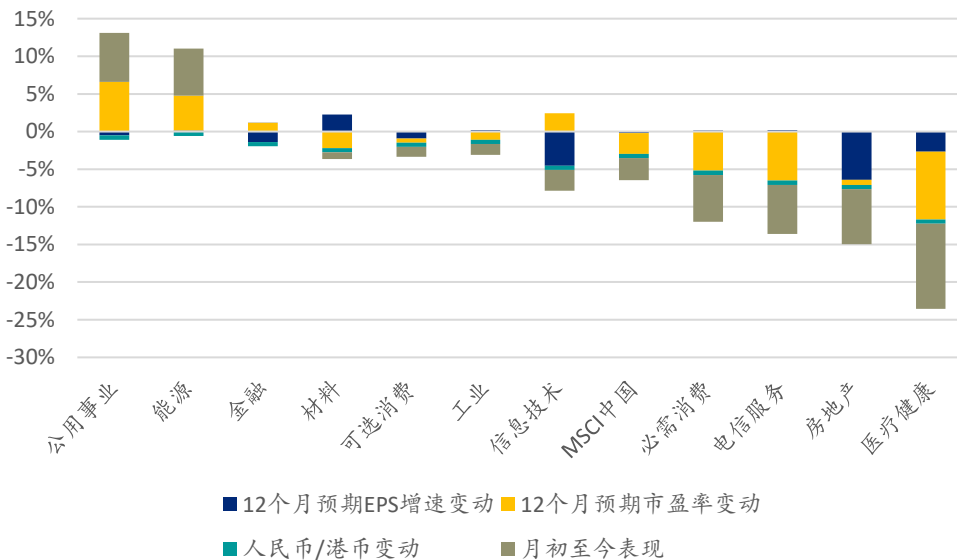
**展望未来，**虽然短期海内外风险仍存，我们预期政策仍有进一步加码的空间。更多刺激政策有望持续出台落地，有利于改善市场情绪，盈利增长有望成为市场向上的核心驱动力，市场反弹的可持续性有望提升。**建议短期关注：**  
**1) 成长性高息股，进可攻，退可守；2) 有望受益于降息预期升温的股票**（图表 1-2）。

图表 3: 2023 年底中国股票指数明显反弹, 但今年年初有所回调



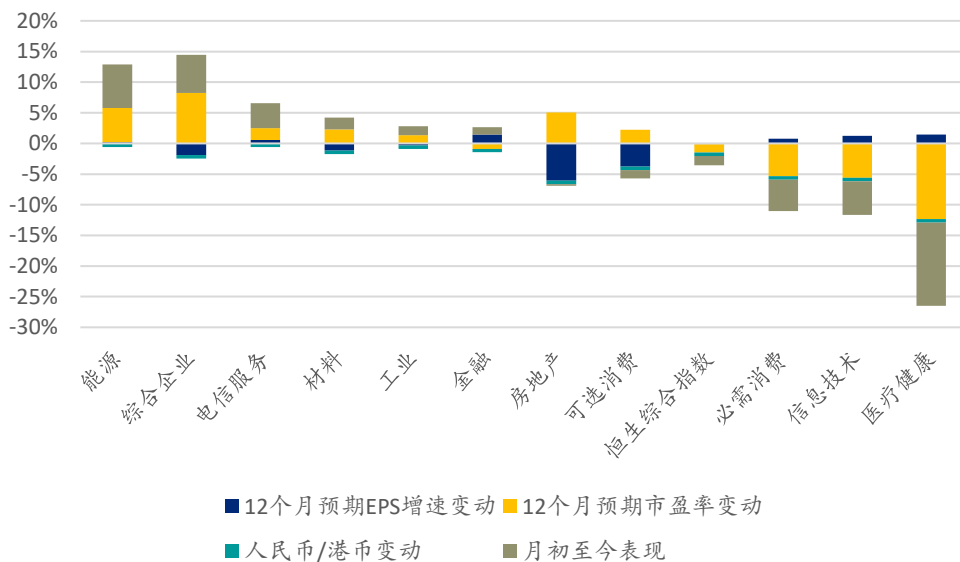
注: 数据截至 2024 年 1 月 5 日。  
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 4: MSCI 中国指数中, 公用事业和能源板块涨幅领先, 医疗健康板块受估值下修拖累跌幅较大



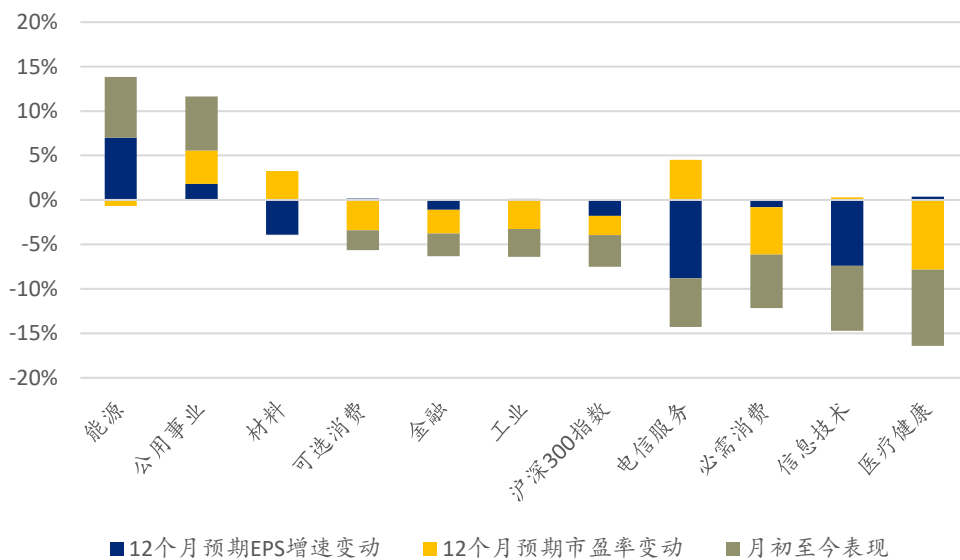
注: 数据截至 2024 年 1 月 4 日。  
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

**图表 5: 恒生综合指数中，能源和综合企业板块涨幅领先，医疗健康、信息技术板块下跌较为明显**



注：数据截至 2024 年 1 月 4 日。  
资料来源：Bloomberg，浦银国际

**图表 6: 沪深 300 指数中，除能源和公用事业板块外，其余板块均有所回调，其中医疗健康和信息技术板块跌幅较大**



注：数据截至 2024 年 1 月 4 日。  
资料来源：Bloomberg，浦银国际



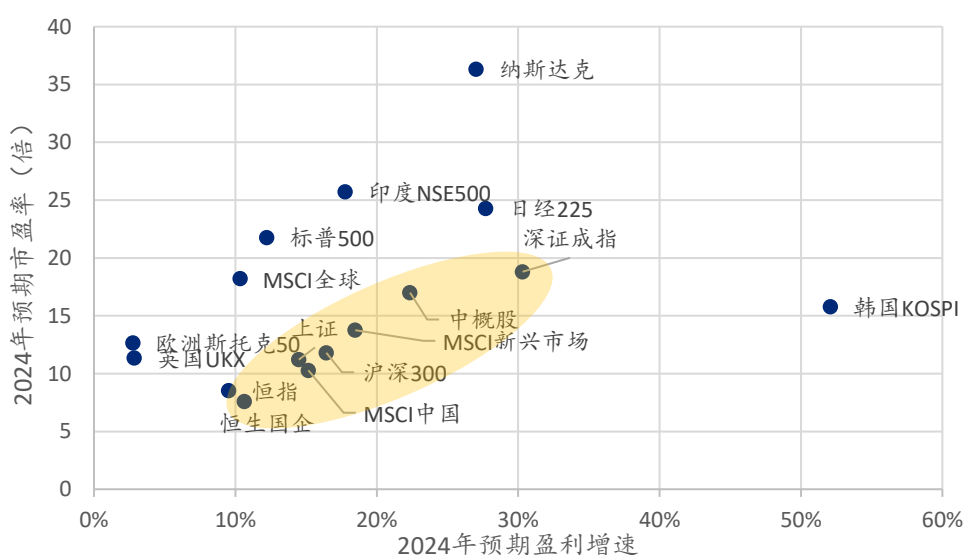
## 估值仍较为吸引

中国市场的估值水平仍较吸引。2023年，中国经济复苏的强度不如预期，而美国进入衰退的预期有所下降，所以对中国股票的估值有所压制。目前，相对于全球主要股票市场，中国市场相对优势较为明显，盈利增速更强劲，估值水平更吸引（图表7）。截至2024年1月4日，MSCI中国指数和恒生指数的前瞻市盈率分别为8.9和7.8倍，分别位于过去五年均值负1.4倍和负2标准差附近。沪深300指数前瞻市盈率在10.1倍，比过去五年均值低1.5倍标准差（图表9-11）。

美联储政策或将转向，中美利差有望收窄。年初至今，AH溢价持续扩大，目前位于47%的偏高水平，港股进一步凸显配置价值。由于港股受海外风险因素影响较大，中美利差扩大会对港股估值有所压制。预期今年美联储政策或将转向，地缘政治风险有所缓和，海外不确定性有望逐步降低，AH溢价将有所收缩（图表12）。

市场情绪持续改善，估值有望得到修复。近期，政策面的积极信号频繁释放，去年12月，中央经济会议召开，稳的基调不变，以进促稳，先立后破。如果后续相应的支持政策持续落地，将有助于增强市场对于中国今年经济稳步复苏的信心，提振市场投资情绪，估值有望得到修复。

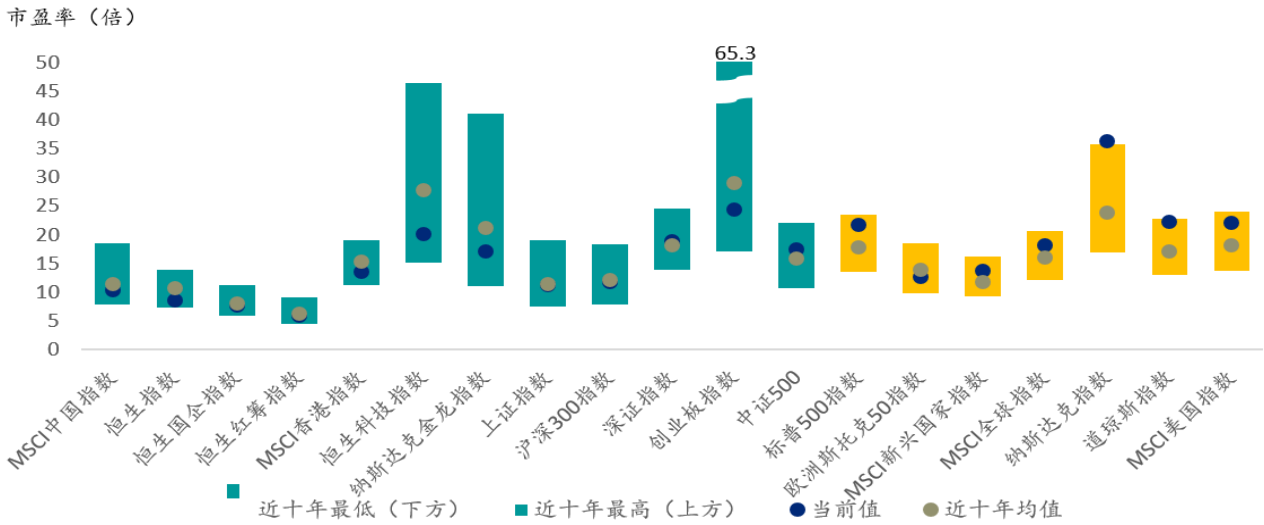
图表 7：相对于全球主要市场，中国股票指数盈利增速更强，估值水平更吸引



注：数据截至2024年1月4日。

资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 8：目前主要中国股票指数的估值水平仍较为吸引



注：数据截至 2024 年 1 月 4 日。资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 9：MSCI 中国指数前瞻市盈率



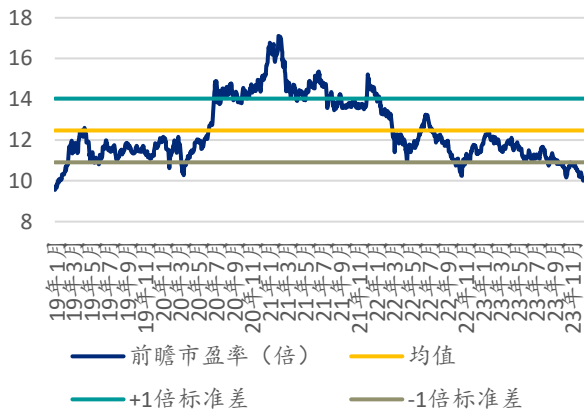
注：数据截至 2024 年 1 月 4 日。资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 10：恒生指数前瞻市盈率



注：数据截至 2024 年 1 月 4 日。资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 11：沪深 300 指数前瞻市盈率



注：数据截至 2024 年 1 月 4 日。  
资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 12：近期 AH 溢价有所收缩



注：数据截至 2024 年 1 月 4 日。  
资料来源：Bloomberg，浦银国际

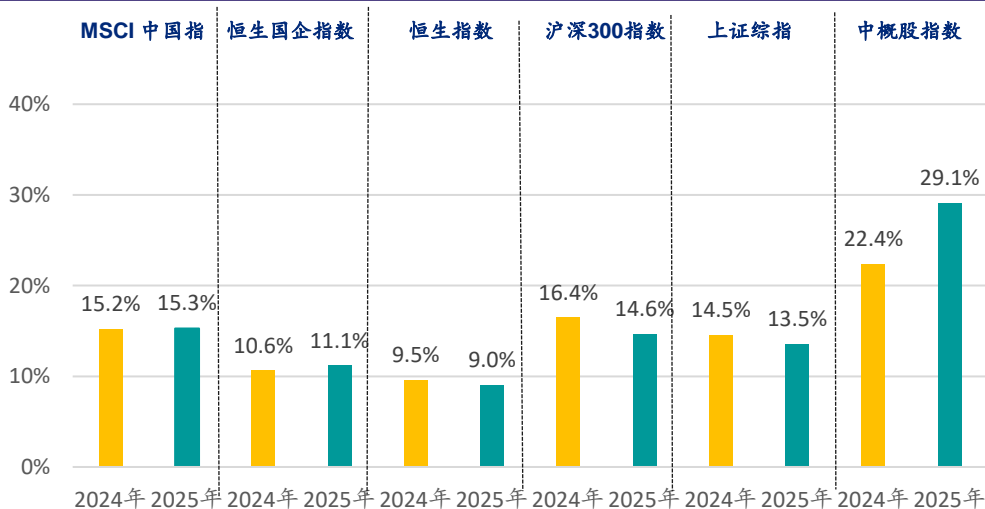
## 盈利增长预期有所好转

过去一月，今明两年盈利预期下调趋势有所缓和。根据彭博，卖方分析师小幅下调 MSCI 中国指数 2024 年盈利增速至 15.2%(2023 年 11 月底:15.9%)，微幅上调 2025 年预期盈利增速至 15.3% (2023 年 11 月底: 15.1%)。下调恒生指数 2024 年预期盈利增速至 9.5% (2023 年 11 月底: 11.2%)，2025 年预期盈利增速在 9.0% (2023 年 11 月底: 10.8%)。上证综合指数 2024 年预期盈利增速在 14.5% (2023 年 11 月底: 14.4%)，2025 年预期盈利增速在 13.5% (2023 年 11 月底: 13.3%)。追踪在美上市中概股的纳斯达克中国金龙指数预期盈利增速最强，2024 年在 22.4% (2023 年 11 月底: 32.9%)，2025 年预期盈利增速在 29.1% (2023 年 11 月底: 34.4%) (图表 13-16)。

大部分行业的预期盈利增速有望在今年一季度转正，材料、能源和公用事业的季度盈利增速有望领先。2023 年，MSCI 中国指数中，可选消费、医疗健康、电信服务、金融和公用事业已恢复正增长态势。A 股中，消费（如消费者服务、汽车、耐用消费品、食品、家庭与个人用品等）、金融（银行、多元金融等）和公用事业等板块已恢复正增长态势。今年一季度，除电信服务和信息技术在高基数下盈利负增长外，其他行业有望录得正增长，其中材料、能源和公用事业的季度盈利增长较强劲。(图表 17)。

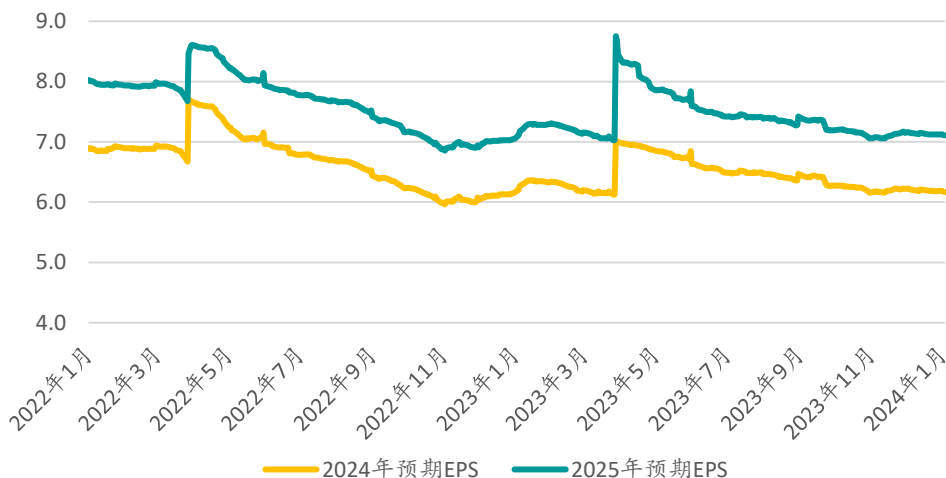
盈利下调的趋势或将于今年上半年扭转，盈利增长有望成为接下来市场关键的驱动力。虽然短期盈利预期还有下调风险，但 2024 年经济复苏预计会更全面，企业盈利下调的趋势有望在 2024 年上半年扭转。根据彭博盈利增长的一致预期，我们判断 2023 年四季度企业盈利增长或将进一步改善，2024 年盈利增长有望维持较快速度。我们预期 2024 年中国经济结构转型有望加速，驱动盈利增长重新成为市场向上的主导力量。

图表 13：主要中国股票指数 2024 年/2025 年盈利增长预期：中概股领先



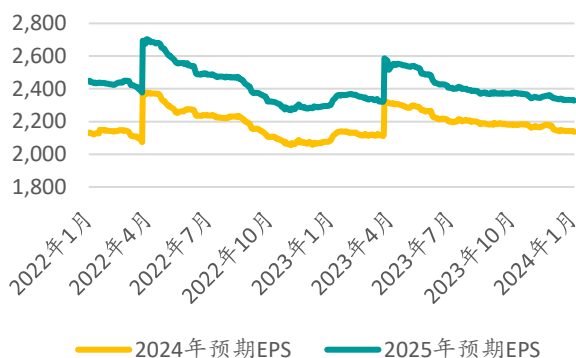
注：数据截至 2024 年 1 月 4 日。资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 14: MSCI 中国 2024/25 年的 EPS 增长一致预期: 下调幅度有所缓和



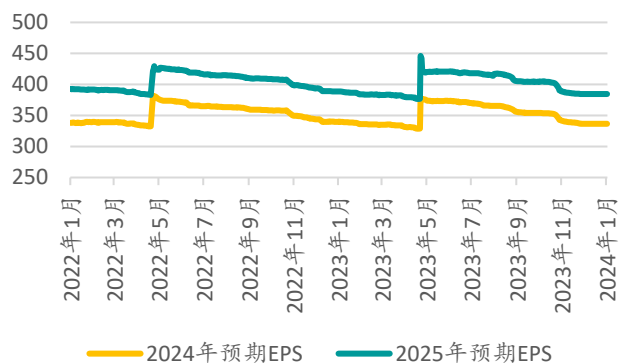
注: 数据截至 2024 年 1 月 4 日。资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 15: 恒生指数 2024/25 年的 EPS 增长一致预期: 下调幅度同样有所缓和



注: 数据截至 2024 年 1 月 4 日。资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 16: 沪深 300 指数 2024/25 年的 EPS 增长一致预期: 下调幅度同样有所缓和



注: 数据截至 2024 年 1 月 4 日。资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 17: MSCI 中国指数各行业季度盈利同比增长

| MSCI 中国行业 | 3Q21 | 4Q21 | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22 | 4Q22 | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23E | 1Q24E | 2Q24E | 3Q24E | 4Q24E |
|-----------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 必选消费      | 8%   | 9%   | -29% | -29% | -3%  | -6%  | 11%  | 32%  | -15% | -29%  | 50%   | 43%   | 15%   | 43%   |
| 可选消费      | 10%  | -43% | -59% | -24% | -23% | 39%  | 91%  | 57%  | 52%  | 26%   | 4%    | 52%   | 16%   | 25%   |
| 能源        | 397% | 18%  | 410% | 60%  | 75%  | 17%  | -30% | -8%  | -39% | -18%  | 80%   | -15%  | 7%    | 18%   |
| 金融        | 25%  | 25%  | 17%  | 0%   | 4%   | -21% | -25% | 2%   | 3%   | 22%   | 32%   | -20%  | 8%    | 1%    |
| 医疗健康      | 11%  | 9%   | -31% | -2%  | -39% | -38% | 91%  | 13%  | 3%   | -11%  | 4%    | 26%   | 27%   | 47%   |
| 工业        | 53%  | 52%  | 10%  | 28%  | 11%  | 11%  | -18% | -24% | -32% | -27%  | 15%   | 9%    | 14%   | 12%   |
| 信息技术      | -7%  | 23%  | -12% | -10% | -15% | -22% | 10%  | 9%   | -17% | -3%   | -27%  | -15%  | 12%   | 16%   |
| 材料        | 56%  | 12%  | 13%  | 23%  | -23% | -39% | -50% | -49% | -53% | 16%   | 120%  | 90%   | 155%  | 52%   |
| 电信服务      | -26% | -28% | -38% | -13% | -9%  | -12% | 237% | 24%  | 36%  | 50%   | -50%  | 31%   | 27%   | 22%   |
| 公共事业      | 56%  | 51%  | -85% | -86% | -46% | -46% | 346% | 604% | 29%  | 24%   | 74%   | 124%  | 6%    | 17%   |
| 房地产       | -14% | -14% | -62% | -63% | -59% | -59% | -54% | -52% | -84% | -44%  | 9%    | 9%    | 429%  | 54%   |

注: 4Q23-4Q24 为彭博一致预期的增速。

资料来源: Bloomberg, 浦银国际

## 资金流向：国内增量资金流入加大，但外资仍录得净流出

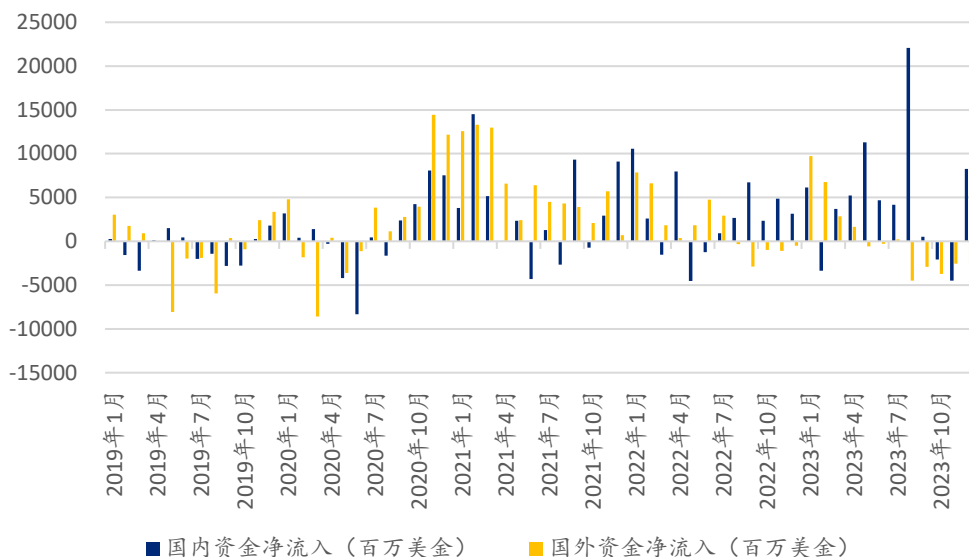
“国家队”继续入场，国内增量资金净流入较强劲。根据 EPFR，截至 12 月 27 日，12 月共有 83 亿美元的国内增量资金净流入中国股票市场，扭转了 10 月和 11 月净流出的态势（图表 18）。12 月 1 日，中国国新控股发布公告称，旗下国新投资增持中证国新央企科技类指数基金，并将在未来继续增持。我们认为“国家队”对指数基金的增持，有利于改善市场信心和市场预期，吸引更多增量资金入场，例如以社保基金、养老保险基金为代表的配置型长线资金。近期，多个引导保险资金等长期配置型资金入市举措陆续推出，例如国家金融监管总局调降保险资金投资部分股票的风险因子、财政部对国有保险公司实施 3 年长周期考核等。

12 月，外资主动型基金净流出中国市场，但被动型基金转为净流入。根据 EPFR，截至 12 月 27 日，12 月共有 24.9 亿美元资金净流出中国市场，较 11 月净流出 25.4 亿美元小幅减少，其中主动基金净流出 36.0 亿美元（11 月净流出 32.2 亿美元），被动基金净流入 11.1 亿元（11 月净流入 6.8 亿美元）。值得注意的是，12 月 7 日至 12 月 13 日，被动型基金录得周度净流入 15.4 亿美元，创下 2023 年下半年以来单周净流入最大值（图表 19）。

北向资金净流出规模小幅扩大，南向资金净流入规模有所减小。截至 12 月 31 日，12 月北向资金录得净流出人民币 129 亿元，与 11 月相比净流出规模明显扩大（11 月净流出 18 亿元）。2023 年，北向资金累计共录得净流入人民币 251 亿元（2022 年：净流入 1059 亿元）。南向资金 12 月净流入 79 亿港元，较 11 月净流入 185 亿港元有一定缩小，但净流入势头仍强劲，显示国内投资者对港股的兴趣依然浓厚。2023 年，南向资金累计共录得净流入 3188 亿港元（2022 年：净流入 3863 亿元）（图表 20）。

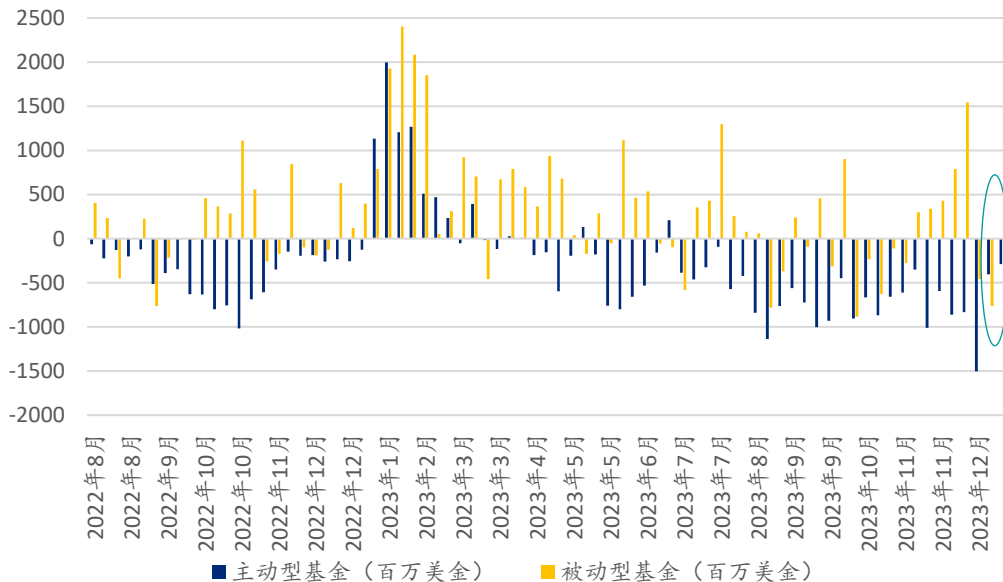
继续关注低配行业重回标配的结构性机会。根据 EPFR，截至 11 月底，专注中国的主动型基金相对（追踪指数的）被动型基金超配了电信服务和可选消费，低配原材料、公用事业、金融、必选消费、医疗健康、工业、能源和信息科技板块（图表 21）。

图表 18: 根据 EPFR, 12 月国内增量资金净流入较强劲



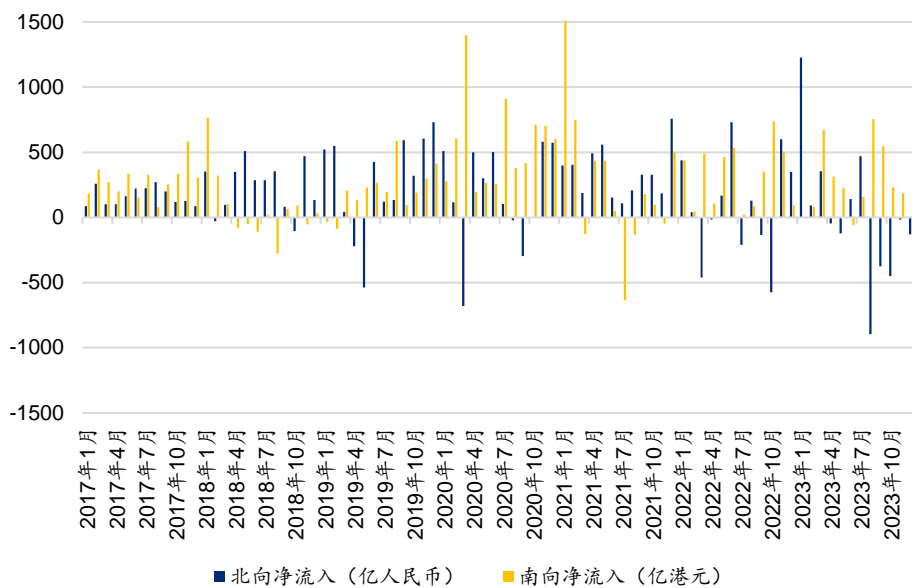
注: 数据截至 2023 年 12 月 27 日  
资料来源: EPFR, 浦银国际

图表 19: 根据 EPFR, 12 月主动型基金净流出中国股票市场, 被动型基金转为净流入



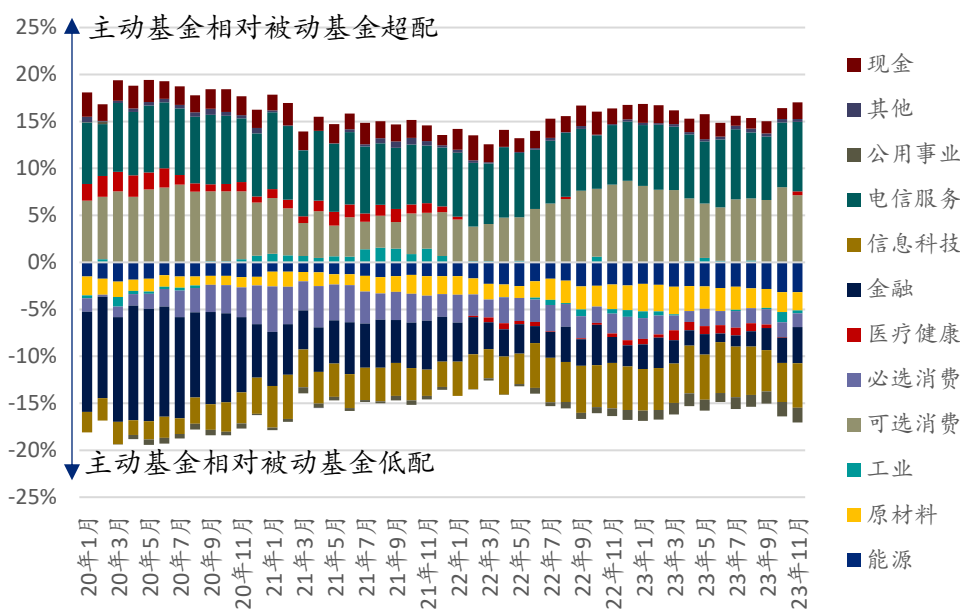
注: 数据截至 2024 年 1 月 3 日  
资料来源: EPFR, 浦银国际

图表 20: 12月, 南向资金净流入规模有所减小, 北向资金净流出规模小幅扩大



注: 数据截至 2023 年 12 月 31 日  
资料来源: 港交所, Bloomberg, 浦银国际

图表 21: 根据 EPFR, 截至 11 月底, 除电信服务和可选消费板块外, 专注中国的主动型基金相对 (追踪指数的) 被动型基金对大部分板块都是低配



注: 数据截至 2023 年 11 月 30 日。  
资料来源: EPFR, 浦银国际

## 行业配置、轮动与风格切换

在缺乏趋势性行情的情况下，电信服务和能源板块有望提供较稳定的回报。在政策刺激下中国经济的增长有望稳中向好，但在缺乏趋势性行情的情况下，电信服务和能源行业有望提供较稳定的回报（图表 22-24）。中长期建议关注驱动中国未来经济增长的行业，如高端和先进制造业、人工智能、新能源和可再生能源、新兴消费和服务消费等。

电信行业的基本盘业务稳固，资本开支维持谨慎，利润和现金流水平表现稳健。人工智能高速发展和企业数字化的趋势不变，提供基础设施和相关服务的电信运营商将受益于行业结构性增长。在国企改革和高股息的加成下，估值重构逻辑或持续演绎。此外，虽然经济边际改善，但市场预期还未完全扭转，电信服务板块具有低估值、高成长性和高分红，具有较强的配置价值。

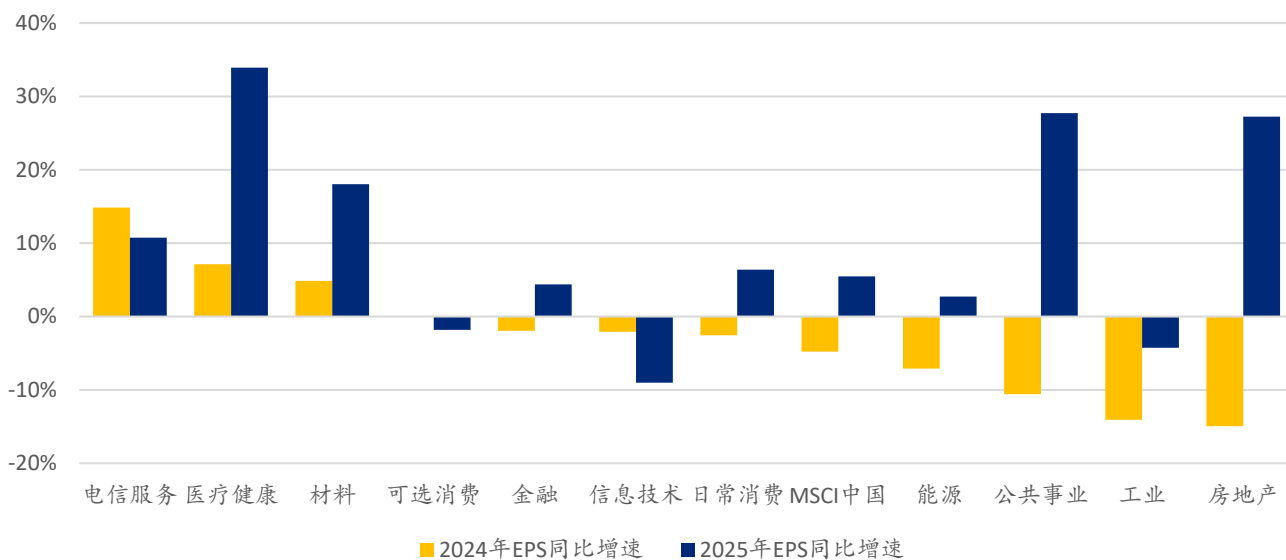
对于能源行业，虽然全球主要经济体均面临一定的经济下行压力，可能会影响原油需求。但以沙特为首的石油输出国组织与非欧佩克产油国（“欧佩克+”）可能继续减产，美国增产速度放缓，地缘政治风险仍存，可能使得原油保持供需平衡的状态，对原油价格有一定的支撑。另外，预期煤炭供给增速或将进一步回落，但需求的韧性仍较强。

近期行业轮动仍然较快，公用事业和医疗健康行业的动能较强。我们使用相对旋转图（Relative Rotation Graph, RRG）来直观地显示板块轮动。X轴代表相对强度（RS-Ratio），而Y轴衡量该相对强度的势头（RS-Momentum）。RRG图利用这两个指标界定出四象限，领先、转弱、落后和改善。恒生综合指数中，公用事业、医疗健康、电信和金融板块的动能较强，综合企业、工业和房地产板块上行的动能有所改善，材料和能源的动能正在减弱，可选消费、必选消费和信息技术板块较为落后（图表 25）。沪深 300 指数中，公用事业、医疗健康、能源、必选消费和信息技术的动能较强势，电信服务、材料和可选消费板块动能较为落后（图表 26）。

短期大盘价值股或占优。过去一个月，虽然投资者风险偏好有所提升，但仍偏好防御性更强的价值股，大盘股微幅跑赢小盘股（图表 27-28）。虽然投资者信心和市场情绪持续改善，但由于海内外风险仍存，所以市场情绪仍未完全扭转，我们判断短期价值股仍将受到投资者的青睐。但需留意风格切换，根据我们此前的分析，成长股和十年期美债利率呈高度负相关关系，若美债利率进入下行通道，有望利好成长股的表现，届时市场风格或会由价值股切换至成长股。

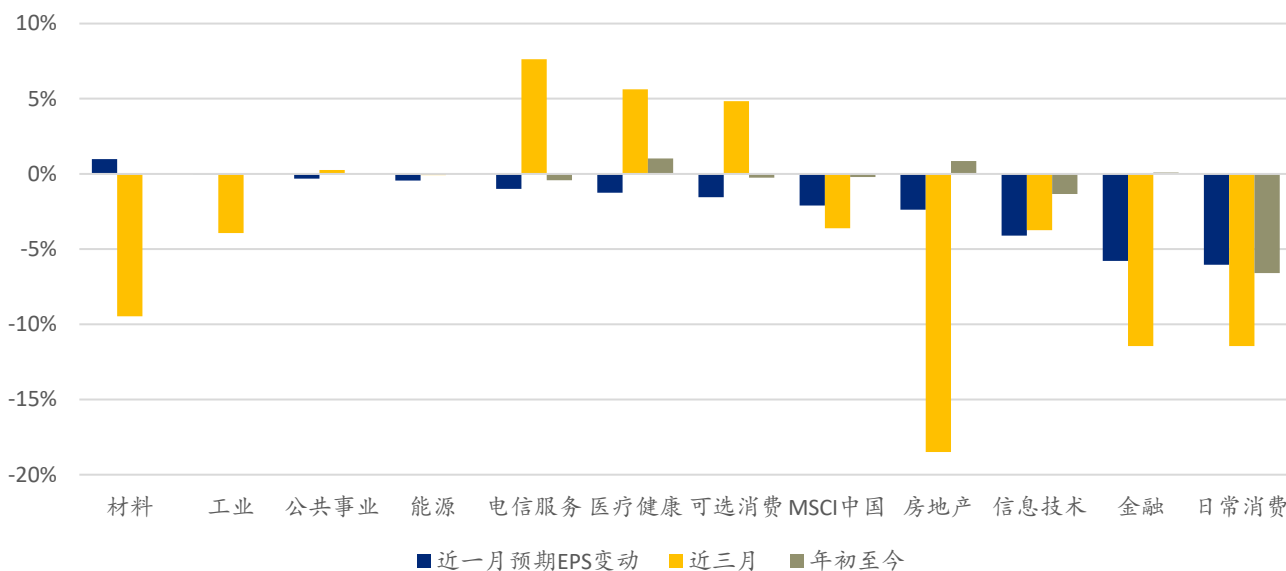


**图表 22: MSCI 中国各板块: 电信服务、医疗健康和材料板块 2024 年 EPS 增速较为领先, 医疗健康、公用事业和房地产板块 2025 年 EPS 增速较为领先**



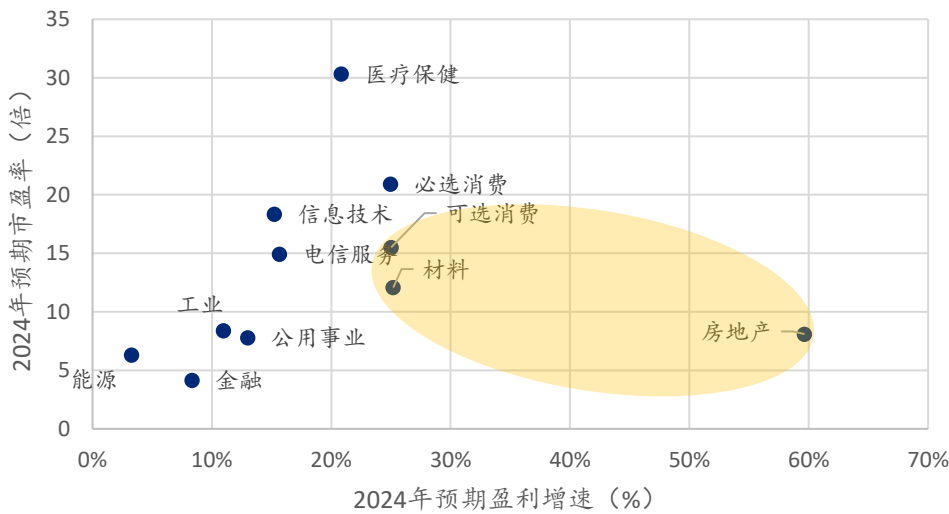
注: 数据截至 2024 年 1 月 4 日。  
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

**图表 23: 近一月, 除材料和工业板块外, MSCI 中国各大板块盈利预期均有下调, 日常消费板块下调幅度较大**



注: 数据截至 2024 年 1 月 4 日。  
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

**图表 24: MSCI 中国指数行业中，房地产、材料和可选消费板块兼具高成长和低估**

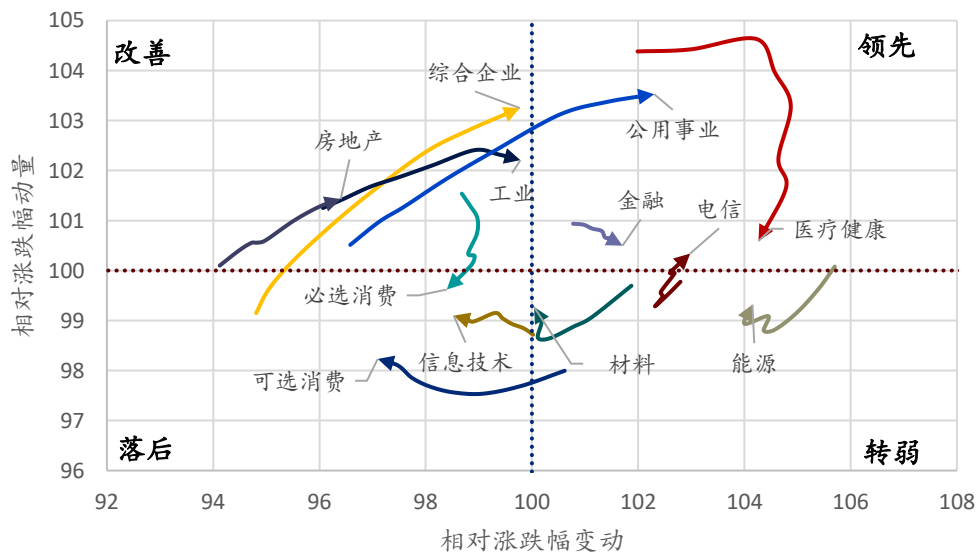


注：数据截至2024年1月4日。  
资料来源：Bloomberg，浦银国际

**行业轮动热力图**

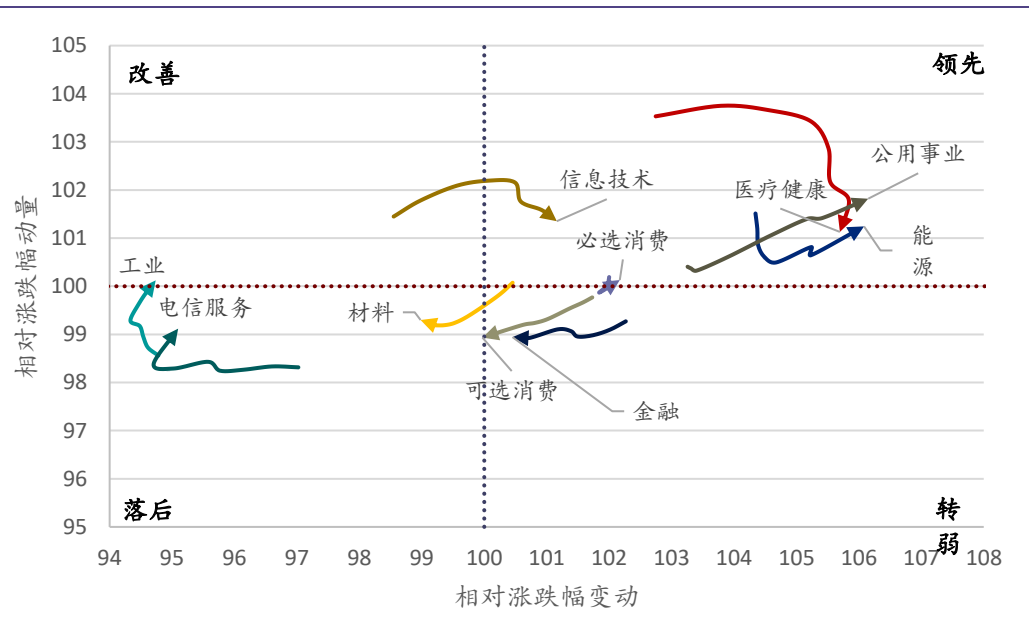
我们使用相对旋转图 (Relative Rotation Graph - RRG) 来跟踪行业轮动。其中 X 轴代表相对强度 (RS-Ratio)，而 Y 轴衡量该相对强度的势头 (RS-Momentum)。行业所处的位置取决于其相对于基准指数的强度和动量，各行业在图上一一般按照顺时针方向移动。相对旋转图分为四个象限，领先 (右上象限)、转弱 (右下象限)、落后 (左下象限)、改善 (左上象限)。由于行业轮动较快，我们主要观察过去 8 周的短期趋势。

**图表 25: 恒生综合指数轮动热力图**



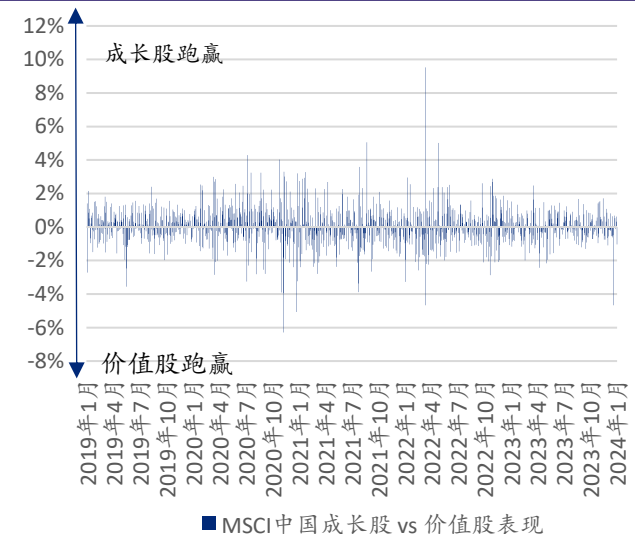
注：数据截至2024年1月4日。资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 26：沪深 300 指数轮动热力图



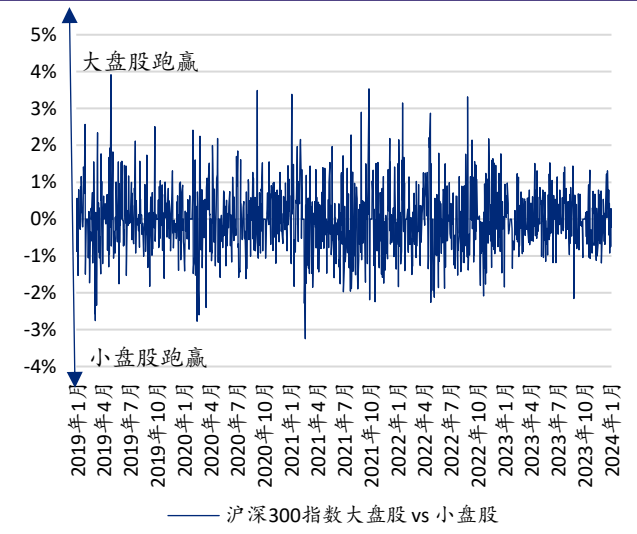
注：数据截至 2024 年 1 月 4 日。  
资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 27：截至 1 月 4 日，过去一个月价值股略跑赢成长股.....



注：数据截至 2024 年 1 月 4 日。  
资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 28：.....大盘股微幅跑赢小盘股



注：数据截至 2024 年 1 月 4 日。  
资料来源：Bloomberg，浦银国际

# 短期投资交易策略

短期投资策略，建议关注：

## 1. 18 个成长性高息股，进可攻，退可守。

短期来看，海内外风险仍未完全消除，我们预期中国股票市场或将维持波动向上的态势。配置基本面稳健、估值合理、现金流充裕、具有高成长性和高分红属性的股票，有望提升投资组合的稳定性以及回报。

我们预计，在全球不确定性日益增加的当下，资金对于高质量、稳定的股息投资兴趣将逐步走高；对于长期投资者而言，当下是进行高息股投资不错的时间点。短期来看，海内外风险仍未完全消除，我们预期中国股票市场或将维持波动向上的态势。海外市场方面，地缘政治风险仍存，市场对美国经济是否能避免衰退以及何时降息的时点仍有较大分歧，叠加美国总统大选可能会增加市场波动性，这些因素或会降低市场风险偏好。中国市场方面，虽然多个重磅政策密集出台，但市场预期和市场情绪仍未完全扭转，这导致投资者观望情绪较浓厚。

从历史表现看，优质的高息股在波动市场中通常回撤较小，呈现出较好的防御性，能为投资者提供相对稳定的现金流回报，从而减轻市场波动对投资组合的影响。我们认为优质的高息股除了股息率高以外，还需具备一定能力实现盈利增长，支持分红的可持续性，从而在中长期为投资者提供更高的回报。近年来，中国上市公司的盈利水平稳步增长，2018 年至 2022 年，沪深 300 成分股净利润年复合增速约 10%，公司的分红能力和余地有所提升。我们中长期看好中国经济发展趋势向好，有助于上市企业的盈利增长，有望为投资者提供稳定的股息回报和股价上涨带来的资本收益。

我们建议可逢低买入基本面稳健、估值合理、现金流充裕、具有高成长性和高分红属性的股票，以提升投资组合的稳定性，获得超额收益。我们筛选出 18 个业绩确定性较高的优质高息股，它们基本面稳健，盈利能力较强，股息率较高，流动性较好，估值合理。

筛选标准如下：

- 过去五年每股盈利年复合增长率大于 0%。
- 2024 年和 2025 年预期盈利增速皆大于 10%。
- 过去 3 年平均 ROE 大于 5。
- 过去 5 年平均股息率大于 3%。
- 2024 年股息率大于 3%。
- 前瞻市盈率低于过去 5 年平均值。
- 近 3 个月日均市值 100 亿元以上。
- 近 3 个月日均成交额 1 亿元以上。
- 有 2 位或以上分析师覆盖，并获中性或以上评价。

图表 29：18 个兼具防御性和成长性的优质高息股

| 股票代码      | 公司名称 | Wind<br>行业名称 | 市值<br>(亿元) | 成交额<br>(亿元) | 2024 EPS<br>同比增速 | 前瞻市盈率<br>(倍) | 近 3 年<br>平均 ROE | 2024 年<br>股息率 | 过去 5 年<br>股息率均值 | 评级机构<br>家数 |
|-----------|------|--------------|------------|-------------|------------------|--------------|-----------------|---------------|-----------------|------------|
| 601601.SH | 中国太保 | 保险           | 2443       | 7.2         | 20%              | 7            | 12              | 5.1%          | 4.1%            | 38         |
| 600887.SH | 伊利股份 | 食品、饮料与烟草     | 1696       | 8.0         | 13%              | 14           | 21              | 5.0%          | 3.1%            | 44         |
| 601211.SH | 国泰君安 | 多元金融         | 1324       | 2.9         | 16%              | 9            | 9               | 4.7%          | 3.2%            | 18         |
| 600919.SH | 江苏银行 | 银行           | 1239       | 7.5         | 17%              | 3            | 15              | 9.9%          | 5.3%            | 26         |
| 600039.SH | 四川路桥 | 资本货物         | 675        | 1.6         | 21%              | 4            | 30              | 10.9%         | 4.5%            | 9          |
| 0836.HK   | 华润电力 | 公用事业         | 659        | 1.1         | 18%              | 5            | 7               | 7.5%          | 3.2%            | 28         |
| 600926.SH | 杭州银行 | 银行           | 610        | 1.6         | 21%              | 4            | 14              | 6.5%          | 3.2%            | 25         |
| 601838.SH | 成都银行 | 银行           | 456        | 2.2         | 16%              | 3            | 19              | 9.1%          | 4.3%            | 28         |
| 002601.SZ | 龙佰集团 | 材料           | 421        | 1.9         | 35%              | 10           | 19              | 6.7%          | 5.3%            | 21         |
| 002532.SZ | 天山铝业 | 材料           | 284        | 1.4         | 19%              | 8            | 13              | 7.1%          | 3.1%            | 10         |
| 600863.SH | 内蒙华电 | 公用事业         | 242        | 2.5         | 19%              | 9            | 10              | 8.3%          | 3.4%            | 9          |
| 002966.SZ | 苏州银行 | 银行           | 236        | 1.5         | 18%              | 4            | 11              | 6.8%          | 3.3%            | 23         |
| 600143.SH | 金发科技 | 材料           | 207        | 1.1         | 72%              | 11           | 11              | 3.6%          | 3.1%            | 8          |
| 603444.SH | 吉比特  | 软件与服务        | 204        | 3.3         | 23%              | 11           | 33              | 6.3%          | 4.0%            | 32         |
| 601636.SH | 旗滨集团 | 材料           | 204        | 1.9         | 31%              | 7            | 19              | 6.2%          | 5.0%            | 20         |
| 600325.SH | 华发股份 | 房地产          | 203        | 1.9         | 13%              | 5            | 19              | 7.0%          | 4.9%            | 19         |
| 002572.SZ | 索菲亚  | 耐用消费品与服装     | 154        | 1.3         | 14%              | 9            | 14              | 5.2%          | 3.2%            | 34         |
| 600755.SH | 厦门国贸 | 资本货物         | 154        | 1.2         | 25%              | 5            | 17              | 12.9%         | 6.1%            | 7          |

注：数据截至 2024 年 1 月 5 日，市值为近 3 个月日均平均市值，成交额为近 3 个月日均平均成交额，计价货币为人民币。

资料来源：Wind, Bloomberg, 浦银国际

## 2. 18 个有望受益于美联储降息预期升温的个股。

降息前，降息预期上升有利于改善市场情绪，驱动全球股指走高，成长股表现亮眼。降息预期上升有助于带动估值修复行情，在历次加息结束降息前，美债利率见顶回落，无风险利率下降有利于缓解估值压力，期间全球主要股指均录得上涨，海外中资股弹性较大，医疗健康、科技等板块估值修复明显，成长股表现较佳。成长股的现金流一般集中发生在未来，受到折让的影响较大，若无风险利率下行，会让这部分现金的估值提升，市场风格或切换为成长股。

降息后，美元走低使得新兴市场的吸引力上升，持有外汇资产负债的企业或直接受益。降息周期若开启，预示着经济增速可能有放缓，全球股指表现转弱，但新兴市场表现相对较佳。当前外资在中国股市的仓位仍偏低，若中美经济周期扭转、人民币进入升值通道，有望吸引外资回流中国股市，可能对海外中资股的流动性构成直接支撑。从基本面看，降息将有助减轻企业的利息负担和融资成本，资产负债率较高的行业及持有外汇资产负债的企业或较受益。根据 Wind 的数据，目前存量中资美元债较多的行业为金融、房地产和工业，这些行业的资产负债率也偏高。我们也列出了 18 个有望受益于美联储降息预期升温的个股以供参考。

图表 30: 18 个有望受益于美联储降息预期升温的个股

| 公司名称         | 股票代码      | 市值<br>(亿元) | 成交额<br>(亿元) | 2024 年<br>营收增速 | 2024 年<br>净利润增速 | 前瞻市盈率<br>(倍) | 目标价<br>(LC) | 潜在上升<br>空间 |
|--------------|-----------|------------|-------------|----------------|-----------------|--------------|-------------|------------|
| <b>医疗健康</b>  |           |            |             |                |                 |              |             |            |
| 药明康德         | 603259.SH | 2418       | 14.7        | 22.3%          | 24.3%           | 20.6         | 110.60      | 62%        |
| 康方生物         | 9926.HK   | 336        | 1.8         | -44.0%         | N/A             | N/A          | 65.00       | 49%        |
| 微创脑科学        | 2172.HK   | 65         | 0.1         | 32.2%          | 35.8%           | 32.3         | 17.60       | 84%        |
| <b>消费</b>    |           |            |             |                |                 |              |             |            |
| 安踏体育         | 2020.HK   | 2125       | 5.1         | 11.7%          | 13.1%           | 19.3         | 110.50      | 58%        |
| 蒙牛乳业         | 2319.HK   | 851        | 2.4         | 7.5%           | 21.3%           | 13.5         | 32.20       | 64%        |
| 特海国际         | 9658.HK   | 69         | 0.1         | 15.6%          | 73.4%           | 18.6         | 21.10       | 130%       |
| <b>互联网</b>   |           |            |             |                |                 |              |             |            |
| 阿里巴巴         | 9988.HK   | 14259      | 30.5        | 10.7%          | 71.8%           | 11.9         | 97.00       | 35%        |
| 拼多多          | PDD.US    | 11697      | 69.3        | 48.9%          | 21.8%           | 25.0         | 173.00      | 18%        |
| 美团           | 3690.HK   | 5674       | 30.1        | 18.2%          | 56.8%           | 24.6         | 125.00      | 61%        |
| <b>科技</b>    |           |            |             |                |                 |              |             |            |
| 中芯国际         | 0981.HK   | 1540       | 7.4         | 11.4%          | -18.3%          | 25.5         | 21.60       | 17%        |
| 比亚迪电子        | 285.HK    | 728        | 1.9         | 31.0%          | 31.0%           | 13.8         | 44.50       | 28%        |
| 舜宇光学科技       | 2382.HK   | 672        | 5.4         | 17.9%          | 58.6%           | 28.2         | 80.80       | 28%        |
| 华虹半导体        | 1347.HK   | 290        | 1.5         | -10.9%         | -63.6%          | 25.9         | 22.70       | 23%        |
| <b>新能源汽车</b> |           |            |             |                |                 |              |             |            |
| 特斯拉          | TSLA.US   | 53523      | 2006.6      | 25.0%          | 56.0%           | 61.0         | 275.10      | 16%        |
| 理想汽车         | 2015.HK   | 2735       | 9.1         | 44.0%          | 61.1%           | 22.3         | 179.9       | 33%        |
| 小鹏汽车         | 9868.HK   | 1012       | 6.6         | 85.5%          | N/A             | N/A          | 79.50       | 51%        |
| 蔚来           | 9866.HK   | 944        | 0.8         | 43.4%          | N/A             | N/A          | 73.90       | 16%        |
| 零跑汽车         | 9863.HK   | 402        | 2.5         | 93.7%          | N/A             | N/A          | 47.50       | 43%        |

注: 数据截至 2024 年 1 月 5 日。成交额混合市值均为过去 3 个月日均值, 货币为人民币。

资料来源: Wind, Bloomberg, 浦银国际预测

## 浦银国际重点关注股票组合更新

**组合表现回顾与更新。**自上次更新至今，浦银国际重点关注股票组合录得小幅上涨 0.01%，表现优于 MSCI 中国指数和恒生科技指数，但略跑输中概股指数。其中，华虹半导体和比亚迪电子表现较好，但时代电气表现相对较弱。**本月，组合加入珀莱雅 (603605.CH)**，主要考虑其收入稳健、业绩确定性较强，为估值恢复提供保障；**移出李宁 (2331.HK)**，因短期或缺乏新的催化剂，但不改变我们长期看好的观点。目前，**重点关注新经济股票组合包含比亚迪股份、滔搏、拼多多 9 只股票**（图表 31-32）。

**重点关注股票组合体现了我们自上而下的策略观点**，中长期持续增加对新经济股票的**关注**。同时，**结合行业分析师自下而上的分析**，我们精选出基本面稳健、盈利增长确定性较高、估值合理且流动性良好的行业领先公司。我们的行业分析师预计这些公司有望在未来 6 至 12 个月内获得较强的相对表现。组合里面的个股为浦银国际的行业分析师覆盖，并获得“买入”评级。

**我们建议关注兼具稳健增长、高收益率和合理估值的股票：**1) 具有竞争优势、议价能力和行业整合能力的行业领导者；2) 政策支持和宽松的受益者；3) 在外部存在不确定的环境下具有防御性的公司，或者受政治地缘紧张局势影响较小的公司。

图表 31：浦银国际重点关注股票组合：反映我们自上而下中长期看好新经济行业的观点

| 公司名称          | 股票代码         | GICS 一级行业 | 收盘价 (LC) | 目标价 (LC) | 潜在上升空间 | 市值 (亿港元) | 成交额 (百万港元) | 自上次更新表现      |
|---------------|--------------|-----------|----------|----------|--------|----------|------------|--------------|
| <b>维持</b>     |              |           |          |          |        |          |            |              |
| 比亚迪股份         | 1211.HK      | 可选消费      | 208.20   | 280.4    | 35%    | 6,631    | 1,599      | 0.2%         |
| 滔搏            | 6110.HK      | 可选消费      | 5.96     | 8.4      | 41%    | 384      | 31         | -2.3%        |
| 华虹半导体         | 1347.HK      | 信息技术      | 18.50    | 22.7     | 23%    | 319      | 168        | 7.6%         |
| 比亚迪电子         | 0285.HK      | 信息技术      | 34.75    | 44.5     | 28%    | 801      | 210        | 7.9%         |
| 药明康德          | 603259.CH    | 医疗保健      | 68.11    | 110.6    | 62%    | 2,659    | 1,608      | -8.8%        |
| 时代电气          | 3898.HK      | 工业        | 20.85    | 38.7     | 86%    | 342      | 49         | -13.7%       |
| 舜宇光学科技        | 2382.HK      | 信息技术      | 62.95    | 80.8     | 28%    | 739      | 595        | -3.5%        |
| 拼多多           | PDD.US       | 可选消费      | 146.53   | 173.0    | 18%    | 12,863   | 7,655      | 2.1%         |
| <b>移出</b>     |              |           |          |          |        |          |            |              |
| 李宁            | 2331.HK      | 可选消费      | 18.84    | 26.9     | 46%    | 643      | 696        | -11.3%       |
| <b>平均表现</b>   |              |           |          |          |        |          |            | <b>-2.4%</b> |
| <b>市值加权表现</b> |              |           |          |          |        |          |            | <b>0.01%</b> |
| <b>加入</b>     |              |           |          |          |        |          |            |              |
| 珀莱雅           | 603605.CH    | 日常消费      | 93.42    | 125.9    | 35%    | 441      | 206        | N/A          |
| <b>基准指数表现</b> |              |           |          |          |        |          |            |              |
| MSCI 中国指数     | MXCN Index   |           | 54.46    |          |        |          |            | -0.8%        |
| 恒生科技指数        | HSTECH Index |           | 3592.33  |          |        |          |            | -2.5%        |
| 纳斯达克金龙指数      | HXC Index    |           | 6,204.41 |          |        |          |            | 0.6%         |

注：收盘价截至1月5日；市值为过去3个月日均市值，成交额为过去3个月的日均成交额。

资料来源：Bloomberg, Wind, 浦银国际



图表 32：浦银国际重点关注股票组合：个股投资逻辑

| 股票                  | 投资概要  |
|---------------------|---|
| 比亚迪股份<br>(1211.HK)  | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 顺利完成 2023 年的销量目标后，比亚迪 2024 年起的新能源车销量有望在接下来两年向 400 万辆/年冲击，高端化车型和出海将是重要的销量亮点。</li> <li>- 稳健的单车盈利能力为公司提供更加强劲的抵御需求波动的能力，且公司高端品牌和出口的销量增长，有望进一步带动毛利率及盈利能力趋势向上。</li> <li>- 比亚迪在中国新能源车市场的份额总体呈稳步提升趋势，去年高点时超过 40%，预计 2024 年将维持 30%以上的高位，有助于其未来形成一定的定价权。</li> </ul>  |
| 拼多多<br>(PDD.US)     | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 性价比优势凸显，受益于消费分级趋势，消费频次提升有望继续抢占国内市场份额。</li> <li>- 海外 Temu 业务维持爆发式增长，打造第二增长曲线。</li> <li>- 销售费率持续优化，公司运营效率表现优异。</li> </ul>  |
| 珀莱雅<br>(603605.CH)  | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 在行业线上平台收入增长受阻期间，线上渠道的多平台布局以及较高的自播比例均赋能公司线上收入较快地增长。</li> <li>- 旗下多品牌策略相较同业更为成熟，子品牌“彩棠”的收入占比快速提升，为公司提供第二增长曲线。</li> <li>- 当前珀莱雅的估值处于历史低位，我们认为公司稳健的盈利能力稳健且较强的 2023 年业绩确定性均是珀莱雅估值得以恢复的动力。</li> </ul>  |
| 比亚迪电子<br>(0285.HK)  | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 公司 2023 年产能利用率提升、海外客户份额扩大帮助其消费电子业务逆周期实现利润增长。</li> <li>- 汽车电子业务推动公司，成为越来越重要的利润增长点。</li> <li>- Jabil 相关资产的收购在 2023 年 12 月 29 日公告完成交割，有望为公司带来确定性较高的 2024 年和 2025 年利润增量，同时打开长期大客户业务空间。</li> </ul>  |
| 滔搏<br>(6110.HK)     | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Nike 在中国市场 2023 年销售收入反弹在行业中具有极强的确定性，并将助力滔搏收入增长。</li> <li>- 行业中领先的库存新鲜度管理将确保 FY24 零售折扣的同比好转，帮助毛利率同比提升。</li> <li>- 滔搏卓越的运营资金管理确保了公司经营现金流始终优于净利润表现，从而帮助公司维持较高的派息率。</li> </ul>   |
| 华虹半导体<br>(1347.HK)  | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 当前晶圆代工产业处于基本面的低点，在 2023 年大体完成收入同比增速的筑底后，有望在 4Q23 至 1Q24 完成利润筑底，2024 年有望迎来产能利用率和价格的双重提升。同时行业估值虽已抬头，但仍处于偏底部位置，周期推动的估值上行空间仍然可观。</li> <li>- 华虹的收入增速和毛利率有望在 4Q23 和 1Q24 触底及缓和抬升，同时公司估值也在周期底部徘徊，且由于其周期处于偏后的位置，更加接近底部，上行空间大。我们预期明年公司的基本面和估值面都有较大提升空间。</li> <li>- 公司分立器件、工业及汽车等依然维持较强成长动能，有望受益于半导体制造中晶圆代工的国产需求，获得持续的收入体量增长。</li> </ul> |
| 药明康德<br>(603259.CH) | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 利空出清，市场已对全球医药健康投融资遇冷有充分认识，估值中也已充分反映，我们看好未来全球投融资回暖后公司业绩复苏的弹性。</li> <li>- TIDES 等新兴业务受 GLP-1 订单拉动，今明两年增速预计均将维持&gt;60%。</li> <li>- 公司作为行业龙头，CRDMO 模式仍具规模及效率优势，我们认为行业市占率将继续向 CXO 龙头聚集。</li> </ul>  |
| 时代电气<br>(3898.HK)   | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 公司的汽车主驱 IGBT 模块交付已经在国内新能源汽车处于较前的位置。随着二期、三期产能释放，公司的功率半导体业务板块成长动能较强。</li> <li>- 公司今年传统的轨交业务回暖向上，主要受益于今年高铁等出行需求突破历史新高带动动车组等业务持续放量。高铁列车大修、海外等轨交需求也将提供增长动能。</li> <li>- 公司其他新兴业务保持良好的增长势头，提供长期增长空间。</li> </ul>   |
| 舜宇光学科技<br>(2382.HK) | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 部分国产厂商高端机型斩获较高用户需求，智能手机行业需求边际复苏，且中高端机型占比提升，共同作用带动手机摄像头模组需求改善。</li> <li>- 手机摄像头行业重回升规升配的路径，潜望式摄像头有望在高阶旗舰机型中采用，提升单机摄像头模组价值量。</li> <li>- 公司在新能源汽车领域的布局具备优势，车载镜头和模组已成为重要利润来源，且有望在未来几年保持较高的成长动能，支撑公司扩大收入规模、改善利润水平。</li> </ul>   |

资料来源：浦银国际

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

### 美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

### 英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

### 权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

## 评级定义

### 证券评级定义:

- “买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数
- “持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平
- “卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

### 行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

- “超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上
- “标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%
- “低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

## 分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

### 浦银国际证券机构销售团队

#### 周文硕

tallan\_zhou@spdbi.com  
852-2808 6476

### 浦银国际证券财富管理团队

#### 王玥

emily\_wang@spdbi.com  
852-2808 6468

### 浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited  
网站: [www.spdbi.com](http://www.spdbi.com)  
地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

