



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

中国第 1 季经济增速明显回升

2023 年 4 月 18 日



## 目录

|                         |    |
|-------------------------|----|
| 中国第 1 季经济增速明显回升 .....   | 3  |
| 中国出口行业亮点：汽车出口景气度高 ..... | 6  |
| 银行业 .....               | 13 |
| 房地产业 .....              | 14 |
| 互联网媒体与消费商务业 .....       | 14 |
| 电信业 .....               | 15 |
| 消费业 .....               | 15 |
| 权益披露 .....              | 17 |



## 中国第 1 季经济增速明显回升

经济师姚少华博士

受益于防疫措施显着优化后消费以及服务业的大幅反弹，中国 2023 年第 1 季 GDP 同比上升 4.5%<sup>1</sup>，不仅优于市场预期的 4.0% 增速，亦明显高于 2022 年第 4 季 2.9% 的增速（图 1）。按季增长看，2023 年第 1 季中国 GDP 增长 2.2%，亦较 2022 年第 4 季 0.6% 的增速明显回升。分产业看，2023 年第 1 季第一产业增加值同比增长 3.7%，第二产业增加值增长 3.3%，第三产业增加值增长 5.4%，显示第三产业对第 1 季 GDP 增长的拉动较大。此外，根据统计局新闻发布会，2023 年第 1 季最终消费支出对经济增长贡献率达到 66.6%，可推出第 1 季 4.5% 的经济增速中消费支出贡献了 3.0 个百分点。

图 1: 中国 GDP 增长 (%)



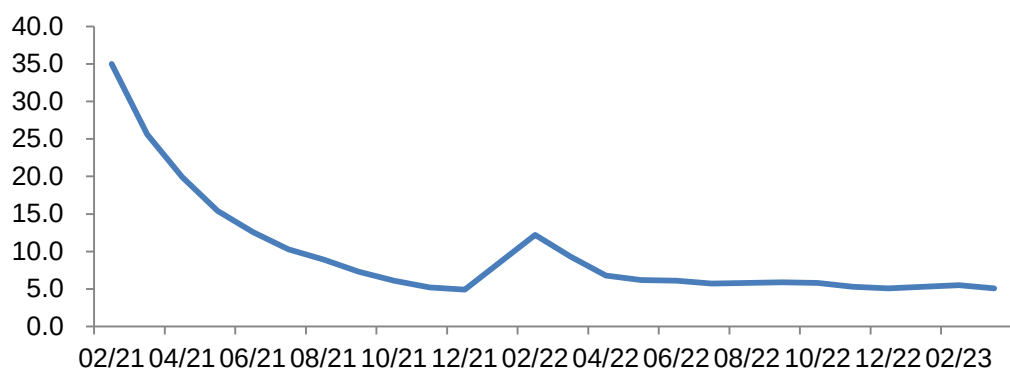
来源: 国家统计局, 农银国际证券

2023 年第 1 季城镇固定资产投资同比增长 5.1%，低于市场预期的 5.7% 的增速，亦低于首两个月 5.5% 的增速（图 2）。分领域看，第 1 季基建投资增长 8.8%，制造业投资增长 7.0%，但房地产开发投资下降 5.8%。第 1 季零售销售同比增长 5.8%，而去年第 4 季下降 2.7%。3 月份零售销售总额同比增长 10.6%，比首 2 个月加快 7.1 个百分点，亦大幅高于市场预期的 7.5% 增速（图 3）。第 1 季工业增加值同比增长 3.0%，比 2022 年第 4 季加快 0.3 个百分点。3 月份工业增加值同比增长 3.9%，比首两个月加快 1.5 个百分点，但低于市场预期的 4.4%（图 4）。

<sup>1</sup>除另有指明外，本报告列示的变动比率均为按年变化

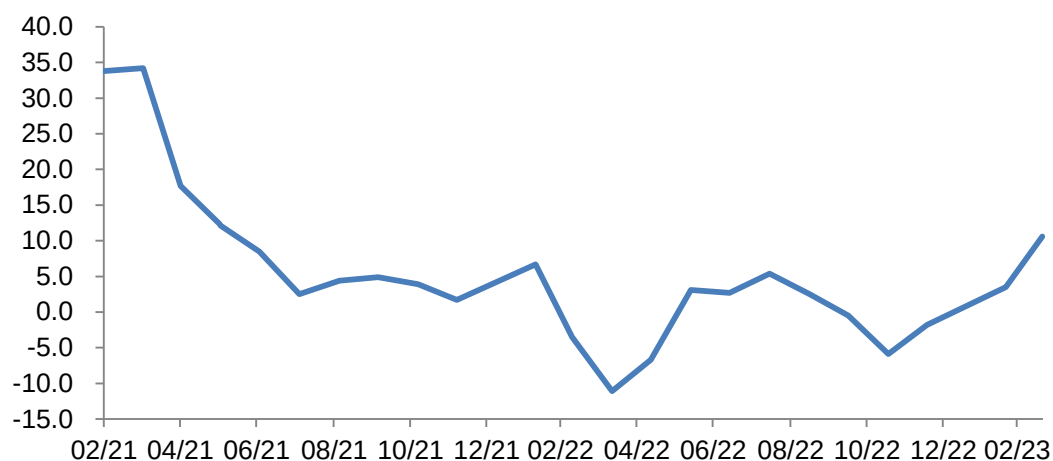


图 2：中国城镇固定资产投资年初至今增长（%）



来源：国家统计局，农银国际证券

图 3：中国零售销售增长（%）



来源：国家统计局，农银国际证券

图 4：中国工业增加值实质增长 (%)



来源：国家统计局，农银国际证券



3 月单月的宏观数据有以下方面值得关注。首先，得益于防疫措施显着优化，3 月份整体消费在餐饮及可选消费带动下显着回升。3 月份餐饮收入增长 26.3%，而首 2 个月餐饮收入增长 9.2%。3 月份可选消费大幅反弹，金银珠宝类、体育娱乐用品类以及汽车类零售销售分别上涨 37.4%、15.8%及 11.5%，而首 2 个月上述零售销售分别上涨 5.9%、1.0%及-9.4%。此外，3 月份网上零售销售亦大幅上升，增速由首 2 个月的 6.2%上扬至 16.6%。

其次，房地产行业表现分化。根据我们的测算，3 月单月房地产投资下跌 5.9%，较首 2 个月 5.7%的跌幅进一步扩大。然而，3 月份房地产销售明显反弹，销售面积及金额分别上升 0.1%和 8.8%，而首 2 个月房地产销售面积及金额分别下跌 3.6%及 0.1%。此外，3 月房地产的施工面积、新开工面积跌幅相较首 2 个月进一步加深，但 3 月份房地产竣工面积升幅相较首 2 个月大幅上扬。

第三，汽车行业 3 月份明显改善。3 月份汽车行业工业增加值增长 13.5%，产量增长 11.2%，零售销售增长 11.5%，而首 2 个月汽车行业工业增加值下跌 1.0%，产量下跌 14.0%，零售销售下跌 9.4%。新能源汽车产量亦显着增加，3 月份新能源汽车产量增长 33.3%，较首 2 个月 16.3%的增幅大幅上升。

第四，就业方面，第 1 季全国城镇调查失业率平均值为 5.5%，比 2022 年第 4 季下降 0.1 个百分点。受益于农民工春节后返程务工，3 月份全国城镇调查失业率为 5.3%，比 2 月下降 0.3 个百分点，亦低于市场预期的 5.5%。3 月份 31 个大城市城镇调查失业率为 5.5%，较 2 月下降 0.2 个百分点。但值得指出的是，3 月份 16-24 岁人口调查失业率为 19.4%，较 2 月份上升 1.3 个百分点，反映年轻人尤其是大学生就业状况转差。

整体来说，3 月份及第 1 季的宏观数据显示中国经济明显复苏，尤其是消费以及服务业显着回升，出口及房地产行业亦有所改善。展望未来，我们相信第 2 季中国经济增速将明显反弹，主要因为去年同期较低的基数效应。2022 年第 2 季因上海等主要城市防疫静默管理，GDP 仅增长 0.4%。然而，宏观数据亦显示中国经济的整体复苏不太均衡。民间投资比较疲弱，第 1 季民间投资仅增长 0.6%，3 月单月的民间投资仅增长 0.4%。房地产投资以及制造业投资在 3 月均放缓。集成电路、微型计算机等高科技行业的生产比较疲弱。青年人的失业率亦创纪录新高。人民银行第 1 季度货币政策委员会例会表示虽然国内经济呈现恢复向好态势，但恢复的基础尚不牢固。我们预期未来一段时间宏观政策上仍以稳增长为政策重点，着力支持扩大内需，为实体经济提供更有力的支持。



## 中国出口行业亮点：汽车出口景气度高

研究部主管陈宋恩

中国汽车出口是出口板块的亮点，一季度出口额增长 82%。2023 年一季度，中国出口总值同比增长 0.5%至 8,218.3 亿美元；但是，汽车出口正处于快速增长阶段。2023 年一季度，中国汽车出口量同比增长 58%至 106.9 万辆；汽车出口额同比增长 82%至 213.76 亿美元；汽车平均出口价格同比增长 15%至 2 万美元。虽然一季度汽车制造业 PPI 为 -0.7%，汽车出口均价上升表明出口汽车的附加值更高，是产业供应链升级的信号。按首季出口表现，今年汽车出口量可达 4-4.5 百万辆。同比升近 20-35%。

图 1: 汽车出口数量（万辆）

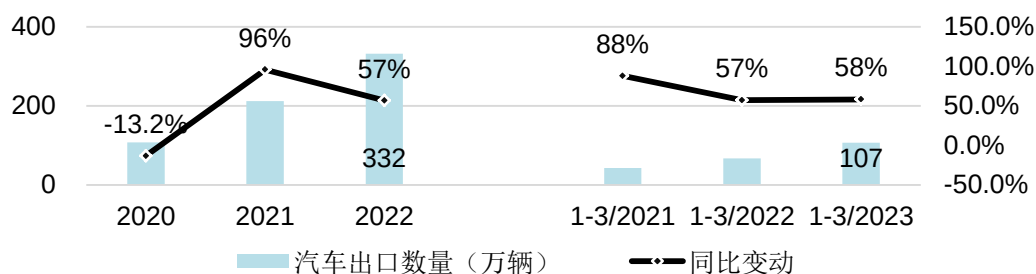


图 2: 汽车出口金额（百万美元）

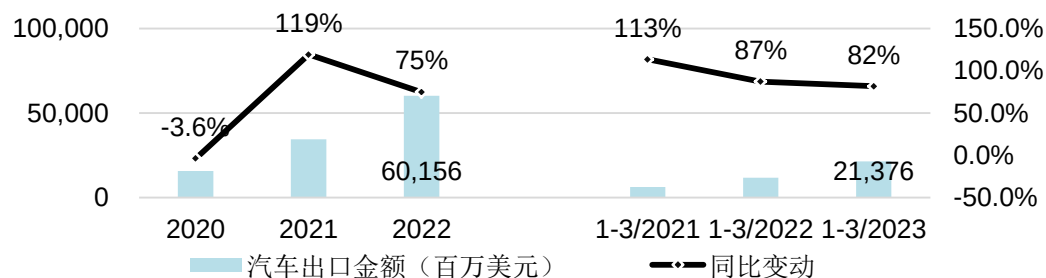
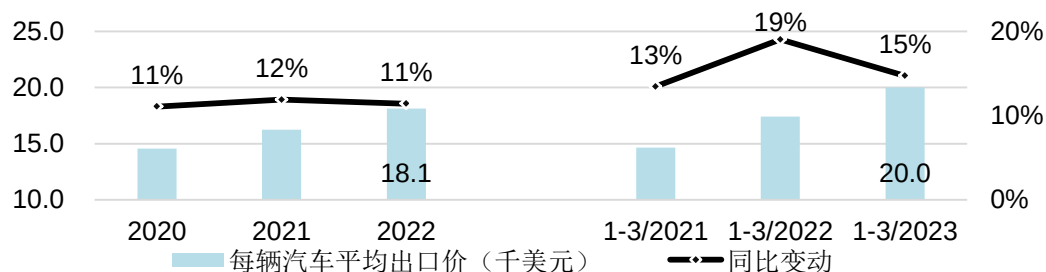


图 3: 每辆汽车平均出口价（千美元）



来源(图 1-3): 中国海关、农银国际证券



乘用车和商用车出口均处于快速增长阶段。2023 年前两个月，乘用车出口额增长 63% 至 105.28 亿美元；出口量同比增长 44% 至 56.8 万辆；平均出口价格同比增长 13% 至 1.85 万美元。乘用车出口额占汽车出口总额的 75%。乘用车出口均价虽然上涨，但绝对均价不到 2 万美元，反映乘用车出口主要是中低价位汽车和目标为价格敏感的海外购车者。2023 年前两个月，商用车出口额增长 47% 至 34.96 亿美元；出口量同比增长 41% 至 11.4 万辆；平均出口价格上涨 4% 至 3.07 万美元。商用车出口主要是 10 座以上客车和货车。10 座以上客车出口均价约 6 万美元，货车出口均价约 2 万美元。出口均价反映出口客车主要是中小型客车，出口货车主要是小货车。

图 4: 乘用车出口数量（万辆）

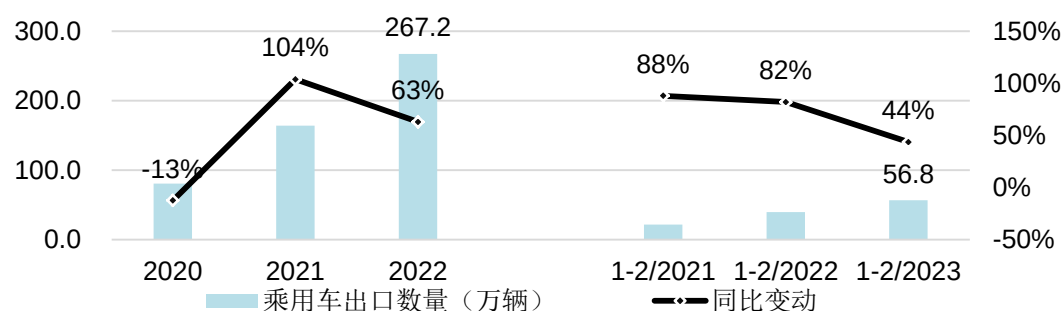


图 5: 乘用车出口金额（百万美元）

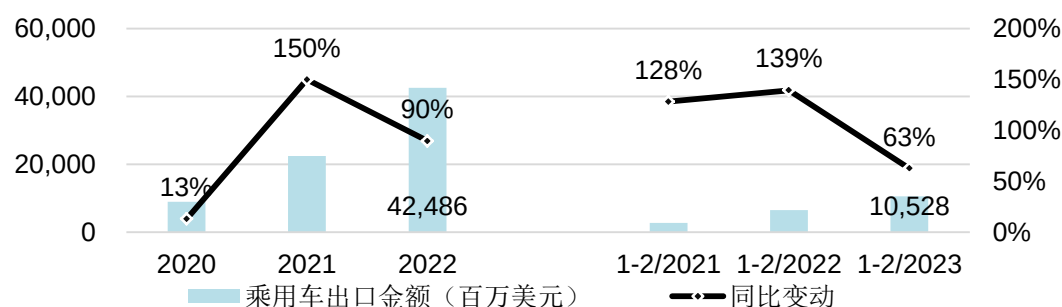
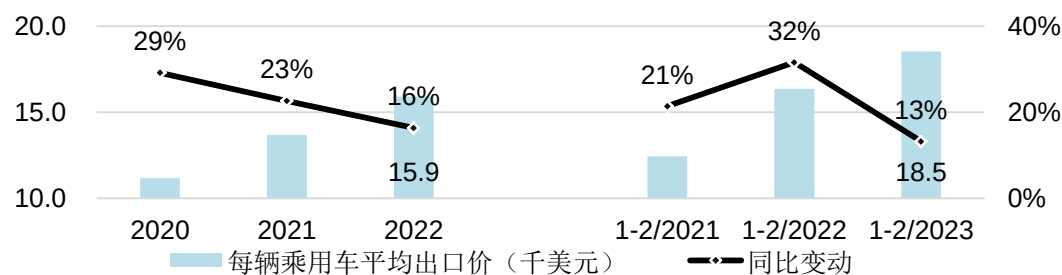
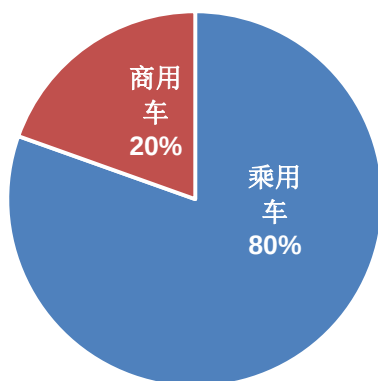


图 6: 每辆乘用车平均出口价（千美元）



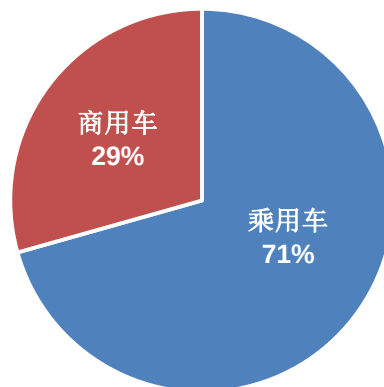
来源(图 4-6): 中国海关、农银国际证券

图 7: 2022 年汽车出口数量组成



来源：中国海关、农银国际证券

图 8: 2022 年汽车出口金额组成



来源：中国海关、农银国际证券

图 9: 主要车企汽车出口量

|                           | 1-3/2023 |       | 1-3/2023 |
|---------------------------|----------|-------|----------|
| 车企                        | 出口量      | 同比增长  | 出口量/总销量  |
| 上汽 (600104)               | 257,053  | 49.6% | 28.8%    |
| 长安汽车 (000625)             | 60,494   | 77.3% | 10.0%    |
| 吉利汽车 (175 HK)             | 52,752   | 67.3% | 16.4%    |
| 长城汽车 (601633 CH, 2333 HK) | 51,975   | 77.3% | 23.6%    |
| 江淮汽车 (600418)             | 46,162   | 97.1% | 33.4%    |
| 比亚迪 (002594 CH, 1211 HK)  | 38,723   | N/A   | 7.0%     |

注：上述六家汽车企业首季度出口量占汽车出口总量约 74%。

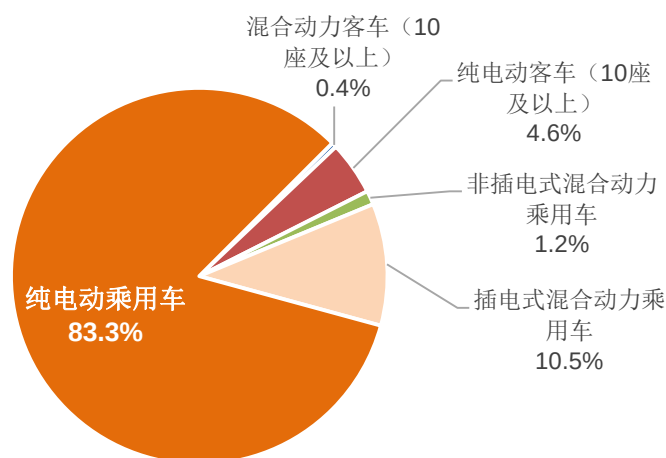
来源：公司公告、农银国际证券

电动载人汽车出口成为中国汽车出口增长新动能。2022 年和 2023 年前两个月，电动载人汽车出口额分别同比增长 122%和 93%至 241.26 亿美元和 45.77 亿美元。2022 年和 2023 年前两个月，电动载人汽车出口分别占汽车出口总值的 40.1%和 47.4%。2022 年电动乘用车（包括纯电动汽车、插电式混合动力汽车和混合动力汽车）出口额占电动载人汽车总出口额的 95%。其中纯电动汽车 2022 年和 2023 年前两个月的出口额分别占电动载人汽车总出口额的 83.3%和 88.8%。



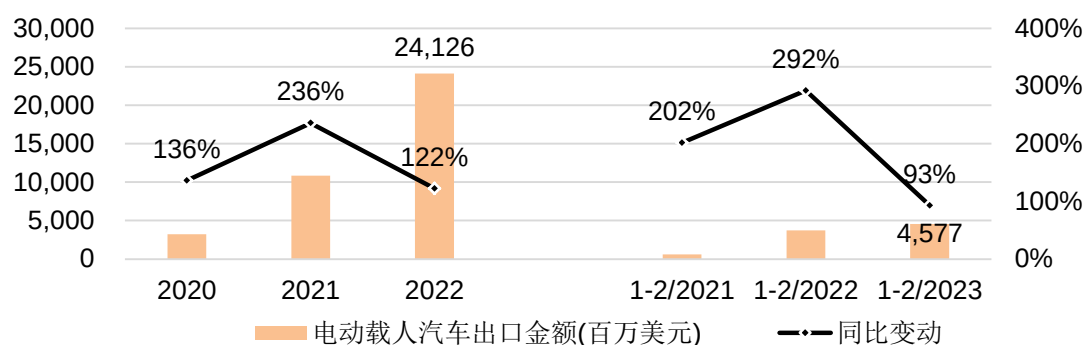


图 10: 2022 年电动载人汽车出口金额(US\$241.3 亿元, +122%)



来源: 中国海关、农银国际证券

图 11: 电动载人汽车出口金额



来源: 中国海关、农银国际证券

纯电动汽车出口的强劲增长彰显了中国新能源汽车供应链在全球汽车市场的竞争力。2022 年和 2023 年前两个月，纯电动汽车出口额分别同比增长 134%和 94%至 200.89 亿美元和 40.64 亿美元；出口量分别同比增长 89%和 59%至 94.5 万辆和 23.0 万辆。平均出口均价从 2020 年的 8100 美元增加到 2021 年的 1.72 万美元，2022 年的 2.13 万美元和 2023 年前两个月的 1.77 万美元。出口均价的上涨表明纯电动汽车的质量有所提高，纯电动汽车供应链升级。



图 12: 纯电动乘用车出口数量(万辆)

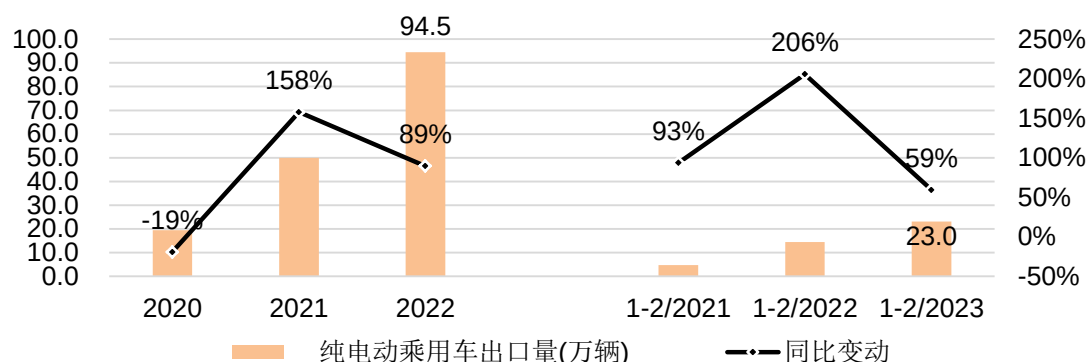


图 13: 纯电动乘用车出口金额(百万美元)

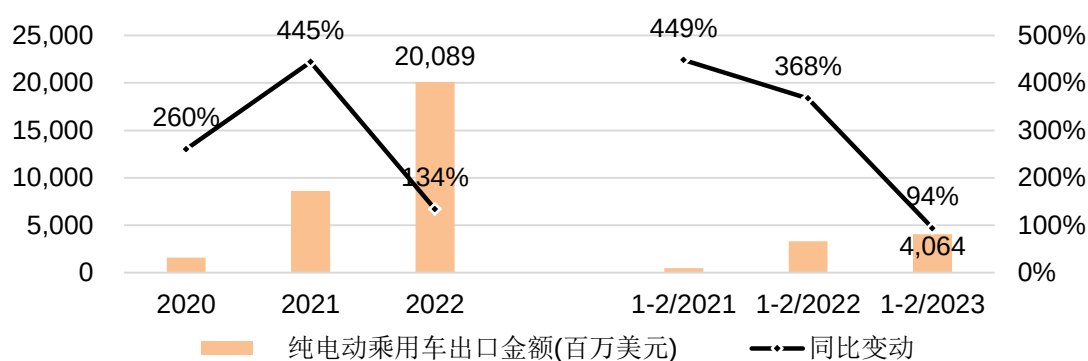
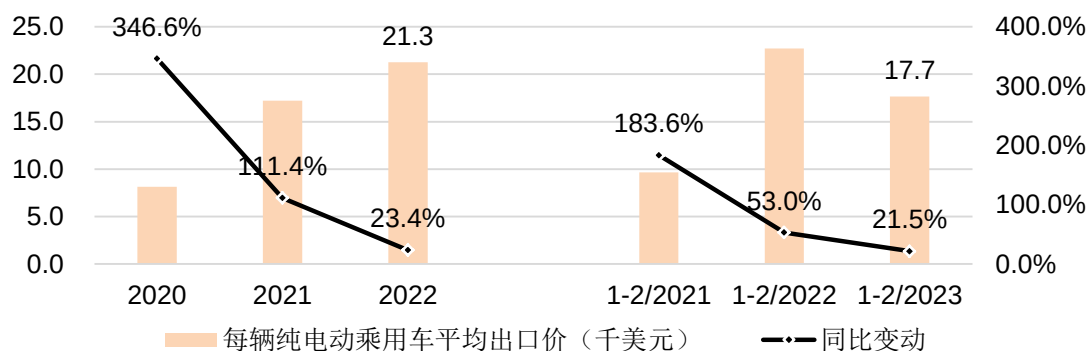


图 14: 每辆纯电动乘用车平均出口价(千美元)



来源(图 12-14): 中国海关、农银国际证券



尽管整体新能源汽车出口市场看好，但从汽车制造商的角度来看，并非所有新能源汽车制造商都成功地提升了总销量。从 A 股和港股汽车上市公司公告来看，一季度销量分化较大。业绩喜忧参半意味着新能源汽车行业的竞争格局正在发生变化。目前的竞争格局有利于比亚迪、广汽集团、长安汽车、吉利汽车和理想汽车。上汽集团、东风汽车、江淮汽车和长城汽车等大型汽车制造商在第一季度正在失去新能源汽车市场的市场份额。

图 15: 新能源汽车第一季度销量

| 新能源汽车销量                   | 2023 年第一季度<br>(辆) | 同比<br>变化 | 同比增减<br>(辆) |
|---------------------------|-------------------|----------|-------------|
| 比亚迪 (002594 CH, 1211 HK)  | 552,076           | 92.8%    | 265,747     |
| 上汽 (600104 CH)            | 142,095           | -26.0%   | (49,917)    |
| 广汽集团 (601238 CH, 2238 HK) | 86,951            | 64.6%    | 34,132      |
| 其中，广汽埃安新能源汽车              | 78,317            | 74.5%    | 33,443      |
| 长安汽车 (000625 CH)          | 84,539            | 105.4%   | 43,381      |
| 吉利汽车 (175 HK)             | 62,407            | 34.8%    | 16,107      |
| 其中，吉利极氪                   | 15,234            | 84.9%    | 6,993       |
| 理想 (LI US, 2015 HK)       | 52,584            | 65.8%    | 20,868      |
| 东风集团 (489 HK)             | 45,211            | -21.9%   | (12,710)    |
| 其中，岚图汽车                   | 5,682             | 53.9%    | 1,989       |
| 蔚来 (NIO US, 9866 HK)      | 31,041            | 20.5%    | 5,273       |
| 江淮汽车 (600418 CH)          | 29,026            | -27.5%   | (11,025)    |
| 长城汽车 (601633 CH, 2333 HK) | 27,808            | -21.5%   | (7,595)     |
| 赛力斯集团 (601127 CH)         | 19,973            | 40.7%    | 5,773       |
| 其中，赛力斯 (AITO 问界)          | 11,674            | 131.4%   | 6,630       |
| 小鹏 (XPEV US, 9868 HK)     | 18,230            | -47.3%   | (16,331)    |
| 北汽蓝谷 (600733 CH)          | 15,114            | 65.7%    | 5,994       |
| 零跑汽车 (9863 HK)            | 10,509            | -51.3%   | (11,070)    |

来源：公司公告、农银国际证券

竞争力建立在前几年的研发投入之上。我们认为，中国汽车制造商出色的出口增长得益于前几年汽车制造业的密集研发活动。据国家统计局统计，2016-2021年，在30个主要制造业中，汽车制造业的研发费用位居第三，仅次于计算机和通信设备行业和电机行业。汽车制造业的研发费用从 2016 年的 1,049 亿元人民币增至 2021 年的1,415亿元人民币；研发强度从 2016 年的 1.29%增至 2021 年的1.61%。2016-21 年汽车制造业总研发费用为 7,593 亿元人民币。汽车制造业2021年研发强度高于制造业整体研发强度0.15个百分点。

汽车零部件出口是另一个亮点。国内汽车制造供应链的发展，不仅推动了汽车的出口，也推动了汽车零部件如汽车耗材、轮胎等的出口。2022 年和 2023 年第一季度，汽车零部件出口额分别同比增长 7.4% 和 11.3% 至 811 亿美元和 209 亿美元。



图 16:汽车行业宏观指标

|                    | 2022 年   | 2023 年 1-3 月份 | 评论         |
|--------------------|----------|---------------|------------|
| 汽车制造业产能利用率         | 72.7%    | 72.0%         | 相对稳定       |
|                    | 2022 年   | 2023 年 1-3 月份 |            |
|                    | 同比涨跌幅(%) | 同比涨跌幅(%)      |            |
| 汽车制造业固定资产投资        | 12.6%    | 19.0%         | 表明企业看好后市   |
| 汽车制造业增加值           | 6.3%     | 4.4%          | 利润率短期承压    |
| 汽车（万辆）             | 3.4%     | -5.1%         | 企业需加快供给侧改革 |
| 其中：轿车（万辆）          | 6.7%     | -6.1%         | 燃油车市场被侵蚀   |
| SUV（万辆）            | 8.0%     | -6.1%         | 燃油车市场被侵蚀   |
| 其中：新能源汽车（万辆）       | 97.5%    | 22.5%         | 需求高增长但放缓   |
| 汽车类消费品零售           | 0.7%     | -2.3%         | 燃油车需求下降    |
| 汽车制造业 PPI          | -0.5%    | -0.7%         | 汽车价格战效应    |
| 交通工具 CPI           | -1.8%    | -2.3%         | 汽车价格战效应    |
| 交通工具用燃料 CPI        | 5.5%     | -0.4%         |            |
| 交通工具使用和维修 CPI      | 2.6%     | 1.3%          |            |
| 汽车出口数量             | 56.8%    | 58.3%         | 行业亮点       |
| 汽车进口数量             | -6.5%    | -27.4%        | 进口替代       |
| 汽车出口金额，美元          | 74.7%    | 81.6%         | 行业亮点       |
| 汽车进口金额，美元          | -1.2%    | -22.4%        | 进口替代       |
| 汽车零配件出口金额，美元       | 7.4%     | 11.3%         | 行业亮点       |
| 汽车零配件进口金额，美元       | -16.9%   | -23.9%        | 进口替代       |
| 规模以上汽车制造业企业主要财务指标： | 2022 年   | 2023 年 1-2 月份 |            |
| 营业收入               | 6.8%     | -6.2%         | 企业需加快供给侧改革 |
| 营业成本               | 7.4%     | -4.5%         |            |
| 利润总额               | 0.6%     | -41.7%        |            |

来源：国家统计局，中国海关，农银国际证券



## 银行业

分析师欧宇恒

国统局数据显示，整体经济运行动力在**2023年1季度**较**2022年4季度**明显有所改善，反映宏观经济正在加速恢复。情况与早前央行召开的一季度货币政策委员会例会基本一致，当央行例会对国内宏观经济形势的判断明显转趋乐观，尽管会议强调目前宏观经济恢复基础尚不牢固，但国内经济呈现恢复向好态势。对于银行来说，宏观经济加速恢复属正面因素，特别有利于保持资产质量平稳及控制未来拨备规模。**2023年首3个月**新增贷款总量为**10.6万亿元**，占我部全年预期**23万亿元**的**46.1%**，数字较去年同期的**39.1%**为高，主要受政策引导银行靠前发力放贷所带动。然而，随着央行一季度货币政策委员会例会基调从要求银行保持信贷总量有效增长调整至保持要求银行信贷合理增长、节奏平稳，估计二季度开始新增贷款规模将有所回落。截至**3月末**人民币新增贷款同比增速为**11.8%**，较**2月末**的**11.6%**略有加快，值得注意的是，银行贷款对经济的实际影响需时反映，因此一季度新增贷款将在往后季度的经济数据中逐渐反映。另一方面，一季度社融增量中，银行贷款占比为**73.6%**，反映银行贷款仍然是目前支持实体经济回复的资金源主力，这预示着银行未来的资本充足率及流动性消耗或会持续加快。贷款投向方面，预期未来银行贷款将继续集中在制造业中长期贷款、普惠金融、绿色发展、科技创新、基础设施建设等重点领域和薄弱环节。整体而言，贷款增速提升有望部份抵消行业净息差收窄的压力，但平均贷款利率下行及存款由活期迁移至定期仍然对银行净息差带来挑战。我们预计**2023年4季度**行业平均净息差将同比下降**8-15个基点**至**1.76%-1.83%**。

展望银行板块**2023年**一季度业绩，个别银行的净息差及资产质量将是市场焦点，业绩差异很大程度将取决于银行资产负债表增速和管理能力，以及对风险的态度及不良贷款处置力度。预期投资者将仍然偏好风险抵补能力较强及盈利增速较快的银行。由于目前投资者已充分将宏观经济，净息差收窄，资产质量恶化等不利因素已反映在估值之中，如果未来宏观经济基调及银行基本面数据优于市场预期，将推动银行业出现下一轮估值修复。面对当前较复杂的内外部因素，我们维持偏好大型银行相对稳定的基本面及股息收益率，并开始留意基本面优于同业的股份制银行。



## 房地产业

分析师董耀基

2023 年 1-3 月商品房销售额同比上升 4.1%至 3.05 万亿人民币，扭转 1-2 月同比下跌趋势；商品房销售面积则同比下跌 1.8%至 2.99 亿平米，较 1-2 月份跌幅收窄。我们测算 3 月份单月商品房销售额同比升 8.8%至 1.51 万亿人民币，比 1-2 月份同比下跌 0.1%明显好转；3 月份单月商品房销售面积同比升 0.1%至 1.48 亿平米，比 1-2 月份同比下跌 3.6%有所改善。3 月份销售录得明显增长，显示政策放松产生正面影响。房价方面，3 月 70 个大中城市中商品住宅销售价格上涨城市个数增加，各线城市商品住宅销售价格环比上涨。具体来看，3 月 70 个大中城市中，新建商品住宅和二手住宅销售价格环比上涨城市分别有 64 个和 57 个，比上月分别增加 9 个和 17 个。与此同时，一线城市新建商品住宅销售价格环比上涨 0.3%，涨幅比上月扩大 0.1 个百分点；二手住宅销售价格环比上涨 0.5%；二线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格环比分别上涨 0.6%和 0.3%，涨幅比上月均扩大 0.2 个百分点。三线城市新建商品住宅销售价格环比上涨 0.3%，涨幅与上月相同；二手住宅销售价格环比由上月持平转为上涨 0.2%。从数据上可以看出，房价环比上升城市继续增多，购房者对房价下跌预期已经改变，房价上升有望继续带动销售额好转。虽然整体房价反弹持续，但销售额增长在房企之间继续分化。特别是民营开发商去年开始放慢土地收购，影响其今年新开工面积及可售资源水平；龙头国企则维持稳定的购地节奏，因可售资源增加有望提升其市场占有率。另外民营企业债务危机未见曙光，部分买家对其开发楼盘存疑，龙头国企销售表现优于民企这趋势将在今年维持。

## 互联网媒体与消费商业

分析师周秀成

2023 年 1-3 月全国网上零售额 32863 亿元，同比增长 8.6%。其中，实物商品网上零售额 27,835 亿元，增长 7.3%，占社会消费品零售总额的比重为 24.2%。实物商品网上零售额在 2023 年 1-3 月增速比 2023 年 1-2 月的 5.3% 有所改善，也较 2022 年全年增速 6.2%高，反映网上消费在疫情后续渐复苏。在实物商品网上零售额中，吃类商品在 2023 年 1-3 月增长 7.3%，和整体实物商品网上零售额增幅相若，但和以往吃类商品增幅高于整体增幅的趋势不同，反映随着疫情放缓，消费者生活复常外出增加 (2023 年 1-3 月零售餐饮收入大幅增长 13.9%)，食品相关的网上销售回复常态。在吃类商品之外，用类商品在 2023





年 1-3 月增长 6.9%，比 2023 年 1-2 月的 5.7%高，而穿类商品在 2023 年 1-3 月增长 8.6%，比 2023 年 1-2 月的 4.0%高。

从渗透率的角度看，2023 年 1-3 月网络购物渗透率为 24.2%，较 2023 年 1-2 月的 22.7%高。网络购物渗透率从 2022 年的 27.2%下降至 2023 年 1-2 月的 22.7%，但在 2023 年 3 月回复上升趋势，反映消费者购物行为继续从线下到线上转移。

## 电信业

分析师黎柏坚

2023 年 1-3 月计算机、通信和其他电子设备制造业固定资产投资同比增长 14.5%，好于整体的 5.1%增长，因受惠于电信运营商发展 5G 网络、工业互联网和数据中心。中国首季手机产出 239.2 百万台，同比下跌 13.8%。2023 年电信运营商受惠于新兴业务的高增长，因“东数西算”策略的推出及国内发展数字经济。人工智能的应用日渐普及，对数据中心的需求上升，2023 年将对计算机、通信和其他电子设备制造业固定资产投资成为增长动力。随着 5G 用户渗透率上升、物联网及人工智能等新兴领域市场的不断扩大，对电信业发展的有利。我们预计 2023 年国内 5G 基站总数将达到 280 万个，整体移动基站总数将达到 1350 万个，可以支撑基站设备商的业务。此外，电信运营商正在将其 5G 电信网络升级为独立标准，以提高网络质量，从而支持电信设备提供商的发展。中国 2023 年将加强新型基础设施建设，并积极推进新型信息基础设施，对数据中心及移动基站的需求上升，持续发展通信设备行业。

## 消费业

分析师潘泓兴

3 月份全国零售销售同比增长 10.6%，比之前 1-2 月份的 3.5%显著上升。在 1 季度，全国零售销售同比增长则为 5.8%；网上零售销售同比增速达到 8.6%，比首两个月的 6.2%有所加快。3 月份部分消费类别增速明显提升；限额以上单位餐饮收入同比增长 37.2%，“金银珠宝类”零售销售同比增长 37.4%，是增长最高的消费类别；此外，“服装、鞋帽、针纺织品类”“体育、娱乐用品类”“中西药品类”“汽车类”的零售销售增长也超过 10%。然而，在所有的产品类别



**農銀國際**

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

中，仍有 4 个类别出现下降，分别是“饮料类”“家用电器和音像器材类”“文化办公用品类”“建筑及装潢材料类”。

我们认为，本次零售销售数据显示：1）从 3 月份的数据来看，疫情后消费市场复苏持续；2）消费者信心在疫情过后提升对消费市场有积极推动作用；3）居民人均收入增速提升也是推动消费市场复苏的主要因素，在今年 1 季度，全国居民人均可支配收入同比名义增长 5.1%，比去年 4 季度的 4.2%有所提升；4）部分消费品的销售下跌显示消费市场并未完全复苏，但我们预期随着宏观环境改善，消费市场在未来几个月内将会出现持续复苏的状态。



## 权益披露

分析员陈宋恩、姚少华、欧宇恒、周秀成、董耀基、潘泓兴、黎柏坚作为本研究报告全部或部分撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点，均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

农银国际证券有限公司及/或与其联属公司，曾在过去12个月内，与本报告提及的零跑汽车有投资银行业务关系。

## 评级的定义

| 评级 | 定义                                        |
|----|-------------------------------------------|
| 买入 | 股票投资回报 $\geq$ 市场回报(约 9%)                  |
| 持有 | 负市场回报 (约-9%) $\leq$ 股票投资回报 $<$ 市场回报(约 9%) |
| 卖出 | 股票投资回报 $<$ 负市场回报(约-9%)                    |

注：股票收益率=未来 12 个月股票价格预期百分比变化+总股息收益率

市场回报率=自 2006 年以来的平均市场回报率（恒指总回报指数于 2006-22 年间平均增长率为 8.4%）

股票评级可能与所述框架有所偏离，原因包括但不限于：公司治理、市值、相对于相应基准指数的历史价格波动率、相对于股票市值的平均每日成交量、公司于相应行业的竞争优势等。

## 免责声明

该报告只为客户使用，并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体使用者的投资目标，财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠，准确，完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上，我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动，以及由于使用不同的假设和标准，造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员(们)负责报告的准备，为市场信息采集、整合或诠释，或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制，阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者(不包括投资银行)决定。分析员薪酬不取决于投行的收入，但或会与农银国际证券有限公司的整体收入(包括投行和销售部)有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动，历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询，请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理，都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2023 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发

办公地址：香港中环红棉路 8 号东昌大厦 13 楼农银国际证券有限公司

电话:(852)21478863