

## 季度策略报告

# “盈利底”将至，夯实“市场底”

## ——23年中报业绩速览

方正证券研究所证券研究报告

### 分析师

曹柳龙

登记编号：S1220523060003

联系人 徐嘉奇

### 相关研究

《外资在“做空中国”吗？——策略周末谈（8月第4期）》2023.08.26

《“调结构”先破后立，“大安全”主线回归——“大安全当立”系列报告（六）》2023.08.22

## 报告摘要：

（备注：本文中涉及的收入/利润同比增速，均指季度累计收入/利润同比增速；本文的利润均为归母公司股东净利润。）

- **A股中报收入/利润同比增速继续回落。**A股整体中报收入同比增速2.45%（一季报3.64%）；A股剔除金融中报收入同比增速2.45%（一季报3.06%）。A股整体中报利润同比增速-3.91%（一季报1.61%）；A股剔除金融中报利润同比增速-9.07%（一季报-5.58%）。

- **盈利底将在三季报出现，预估A股非金融全年盈利增速1.5%。**我们估计23Q3迎来盈利底，23Q4盈利回升。中性假设下预测23Q3、23Q4 A股非金融累计净利润同比增速分别为-10.1%、1.5%。

724政治局会议确立“政策底”，A股的“市场底”一般滞后于“政策底”，但会领先于“盈利底”，我们判断：23Q3A股“盈利底”将至，能够进一步确立并夯实“市场底”！

- **ROE小幅回落：“再加杠杆”端倪初现。**A股剔除金融23中报ROE（TTM）为7.07%，相对于23一季报的7.11%下行0.04pct。在杜邦三因素中，销售利润率拖累ROE回落，资产负债率和周转率有所抬升：A股正处于“新扩表黎明”早周期，费用率提升导致销售利润率回落，杠杆率和周转率进入上行区间，“再加杠杆”端倪初现。
- **科创板业绩改善，创业板业绩回落。**科创板中报收入同比增速3.71%（一季报-5.23%）；科创板中报利润同比增速-39.59%（一季报-45.79%）。创业板中报收入同比增速9.76%（一季报10.39%）；创业板中报利润同比增速为-2.58%（一季报4.84%）。
- **细分行业：可选消费景气持续改善，资源和材料景气持续恶化。**（1）大类板块的收入：可选消费收入增速明显改善，资源收入增速转负，中游材料持续恶化。利润：可选消费增速提高，中游材料和资源类剔除油气开采进一步恶化。ROE：资源、金融服务、制造、必需消费等维持高位韧劲，中游材料回落。（2）中报景气度最高（利润增速30%以上）的行业集中在制造（航海装备）、消费（商用车、专业连锁、酒店餐饮）、传媒（影视院线）等细分领域。（3）中报收入增速加速的行业是社会服务、汽车、国防军工、家用电器、传媒、公用事业等。（4）中报利润增速加速的行业是社会服务、汽车、交通运输、传媒、房地产、家用电器等。
- **风险提示：**策略观点不代表行业、宏观经济下行压力超预期、盈利环境发生超预期波动等。

## 正文目录

1 A股中报收入/利润同比增速继续回落.....	4
2 预测A股非金融全年盈利增速1.5%.....	5
3 ROE小幅回落：“再加杠杆”端倪初现.....	6
4 科创板业绩改善，创业板业绩回落.....	7
5 细分行业：可选消费景气持续改善，资源和材料景气持续恶化.....	7

图表目录

图表 1: A 股季度累计营业收入同比增速 ..... 4

图表 2: A 股季度累计净利润同比增速 ..... 4

图表 3: A 股二季度单季净利润环比增速转负 ..... 4

图表 4: A 股非金融二季度单季净利润环比增速低于季节性 ..... 4

图表 5: 2023 年 A 股盈利预测 ..... 5

图表 6: 季度累计净利润增速 ..... 6

图表 7: A 股剔除金融 ROE 杜邦拆解 (TTM): 2023 年中报 ..... 6

图表 8: 科创板的收入与利润同比增速 ..... 7

图表 9: 创业板的收入与利润同比增速 ..... 7

图表 10: 大类板块收入增速的变化 ..... 7

图表 11: 大类板块盈利增速变化 ..... 8

图表 12: 大类板块 ROE 变化 ..... 8

图表 13: 2023 中报盈利增速在 30% 以上的细分行业 ..... 9

图表 14: 2023 年中报板块及一级行业收入增速 ..... 10

图表 15: 2023 年中报板块及一级行业盈利增速 ..... 11

## 1 A股中报收入/利润同比增速继续回落

中报收入同比增速小幅回落。A股整体中报收入同比增速 2.45%（一季报 3.64%）；A股剔除金融中报收入同比增速 2.45%（一季报 3.06%）。

中报利润同比增速小幅回落。A股整体中报利润同比增速-3.91%（一季报 1.61%）；A股剔除金融中报利润同比增速-9.07%（一季报-5.58%）。

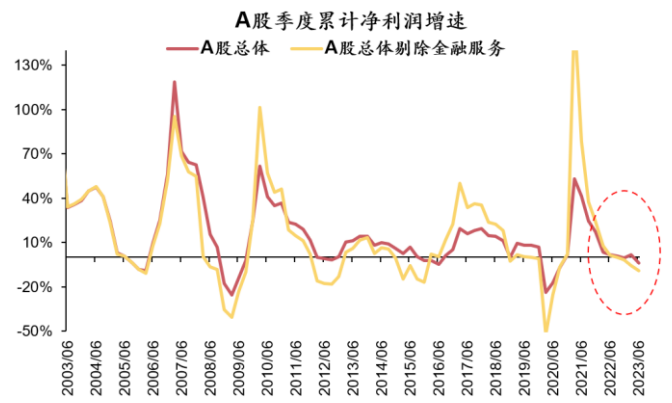
（注：利润同比增速是指“归母净利润同比增速”，下文同）。

图表1:A股季度累计营业收入同比增速



资料来源: Wind, 方正证券研究所

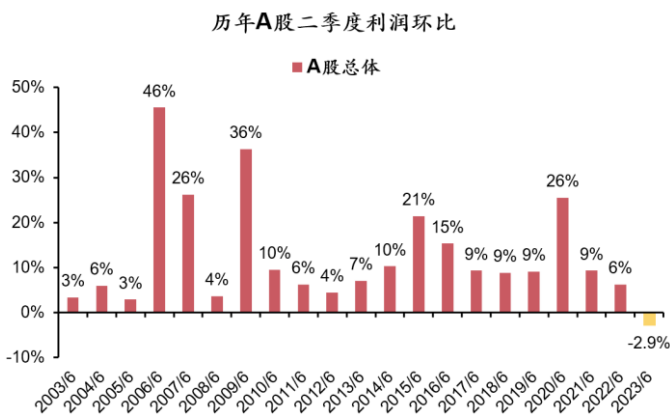
图表2:A股季度累计净利润同比增速



资料来源: Wind, 方正证券研究所

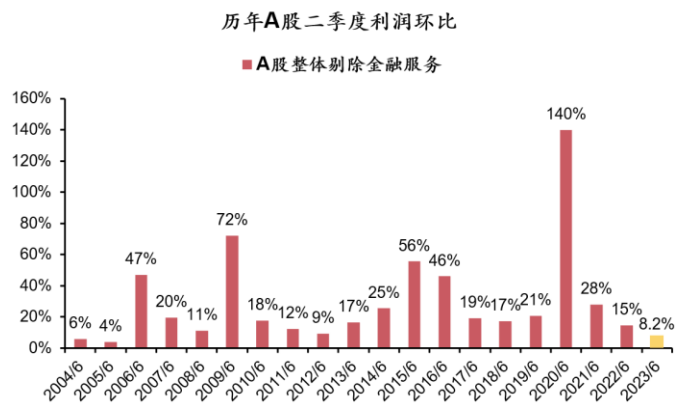
二季度单季净利润环比增速低于季节性。A股整体季度单季净利润环比增速-2.86%。A股剔除金融二季度单季净利润环比增速 8.23%，低于季节性。

图表3:A股二季度单季净利润环比增速转负



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表4:A股非金融二季度单季净利润环比增速低于季节性



资料来源: Wind, 方正证券研究所

## 2 预测 A 股非金融全年盈利增速 1.5%

预计三季度企业盈利继续承压，四季度盈利条件改善：**A 股非金融全年盈利增速 1.5%**。23Q2 A 股非金融净利润环比上升 8.23%，位于 2010 年以来最低值，企业盈利修复动能不足，724 中央政治局会议确立“政策底”。我们估计 23Q3 迎来盈利底，23Q4 盈利回升。我们预测全年盈利增速方法如下——

(1) 环比净利润外推计算 23Q3：今年政策底-盈利底的过程可类比于 18Q4。18.10.19 政策底，18Q4 环比增速位于 2003 年以来四季度历史均值-1 倍标准差下方，由于二季度基数较低，锚定三季度历史均值-1 倍标准差下方，在乐观/中性/悲观情形下，Q3 预测环比增速分别为-12%/-18%/-24%。中性假设下预测 23Q3 累计净利润同比-10.1%。

(2) 环比净利润外推计算 23Q4：盈利底之后的修复过程可类比于 19Q1。19Q1 环比增速位于 2003 年以来一季度历史均值附近，锚定四季度历史均值，在乐观/中性/悲观情形下，Q4 预测环比增速分别为-19%/-23%/-27.5%，中性假设下预测全年累计净利润同比+1.5%。

图表5:2023 年 A 股盈利预测

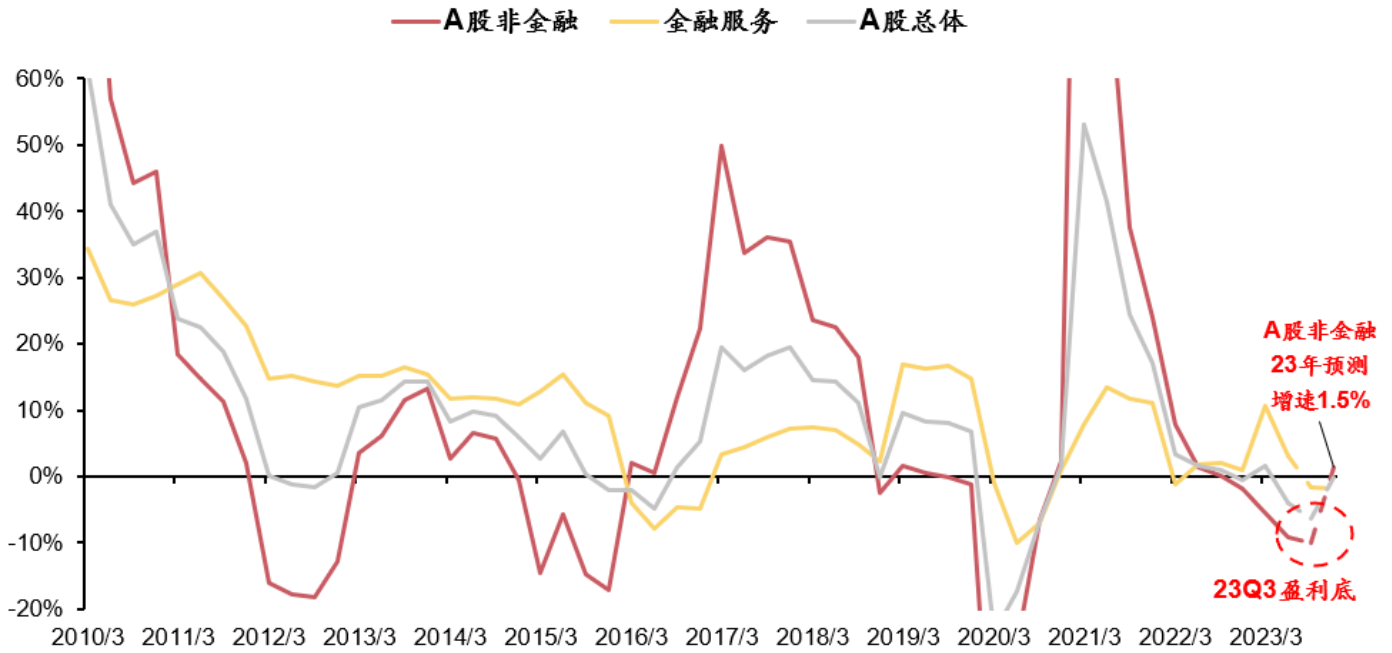
A 股非金融	单季环比增速			累计同比增速			Q2 累计利润占全年比		
	23Q2A	23Q3E	23Q4E	23Q2A	23Q3E	23Q4E	23Q2 实际累计净利润 (亿元)	预测 Q2 累计占比	预测全年增速
乐观	8.2%	-12.0%	-19.0%	-9.1%	-8.1%	<b>5.7%</b>	15922	55%	<b>5.7%</b>
中性		-18.0%	-23.0%		-10.1%	<b>1.5%</b>		57%	<b>1.5%</b>
悲观		-24.0%	-27.5%		-12.0%	<b>-2.8%</b>		60%	<b>-2.8%</b>
判断逻辑	Q3 环比			Q4 环比			Q2 累计占比		
历史均值	-3.5%			-30.5%			52%		
历史标准差	12.9%			34.6%			7%		
相似时期	18Q4			19Q1			2018 年		
	位于 Q4 均值-1 倍标准差附近			位于历史均值附近			58%		

资料来源：Wind，方正证券研究所

今年金融行业前三季度盈利承压，通过环比外推与 Q2 累计利润占全年比倒推两种方法，计算得金融服务全年利润增速-1.72%，结合 A 股非金融盈利预测，计算得 A 股总体全年增速-0.04%。

**724 政治局会议确立“政策底”，预计三季度 A 股非金融与 A 股总体同时迎来“盈利底”。A 股的“市场底”一般滞后于“政策底”，但会领先于“盈利底”，我们判断：23Q3A 股“盈利底”将至，能够进一步确立并夯实“市场底”！**

图表6: 季度累计净利润增速



季度累计净利润同比增速	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3E	23Q4E
A股非金融	-1.86%	-5.58%	-9.07%	-10.06%	1.46%
金融服务	1.07%	10.60%	3.12%	-1.61%	-1.72%
A股总体	-0.44%	1.61%	-3.91%	-6.41%	-0.04%

资料来源: Wind, 方正证券研究所

### 3 ROE 小幅回落: “再加杠杆”端倪初现

中报 ROE 和销售利润率均回落, 资产负债率和周转率有所抬升。A 股剔除金融 23 中报 ROE (TTM) 为 7.07%, 相对于 23 一季报的 7.11% 下行 0.04pct。在杜邦三因素中, 销售利润率拖累 ROE 回落, 资产负债率和周转率有所抬升: A 股正处于“新扩表黎明”早周期, 费用率提升导致销售利润率回落, 杠杆率和周转率进入上行区间, “再加杠杆”端倪初现。

图表7:A 股剔除金融 ROE 杜邦拆解 (TTM): 2023 年中报

	23一季报	23中报	变化幅度
毛利率	17.10%	17.07%	-0.03pct
管理费用率	3.09%	3.12%	0.03pct
销售费用率	3.02%	3.10%	0.08pct
财务费用率	0.91%	0.84%	-0.07pct
销售利润率	4.14%	4.06%	-0.08pct
资产负债率	58.68%	58.97%	0.3pct
资产周转率	61.47%	61.64%	0.17pct
<b>ROE</b>	<b>7.11%</b>	<b>7.07%</b>	<b>-0.04pct</b>

资料来源: Wind, 方正证券研究所

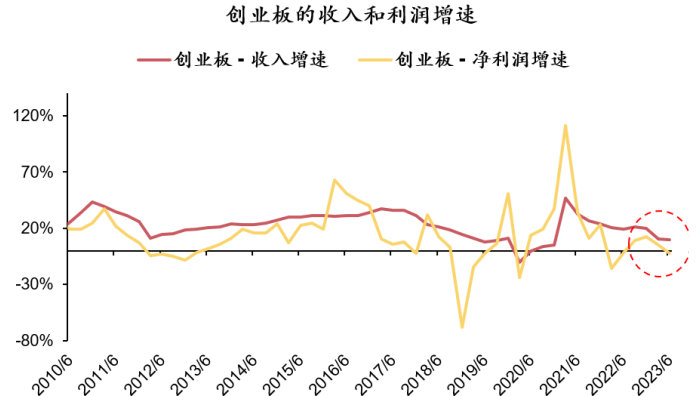
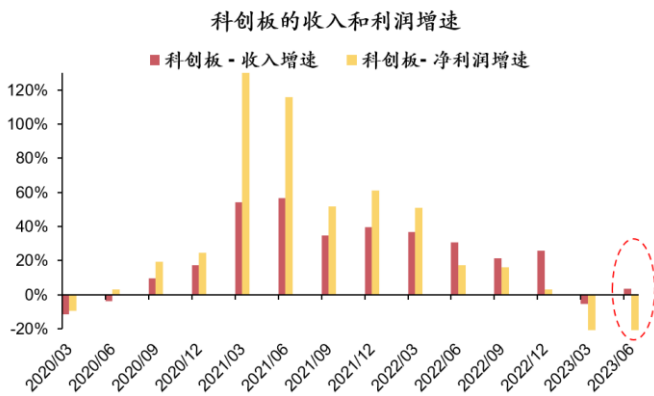
#### 4 科创板业绩改善，创业板业绩回落

科创板中报收入增速转正，利润同比负增速有所缓解。科创板中报收入同比增长 3.71%（一季报-5.23%）；科创板中报利润同比增速-39.59%（一季报-45.79%）。

创业板中报收入同比增速小幅回落，利润同比增速转负。创业板中报收入同比增长 9.76%（一季报 10.39%）；创业板中报利润同比增速为-2.58%（一季报 4.84%）。

图表8: 科创板的收入与利润同比增速

图表9: 创业板的收入与利润同比增速



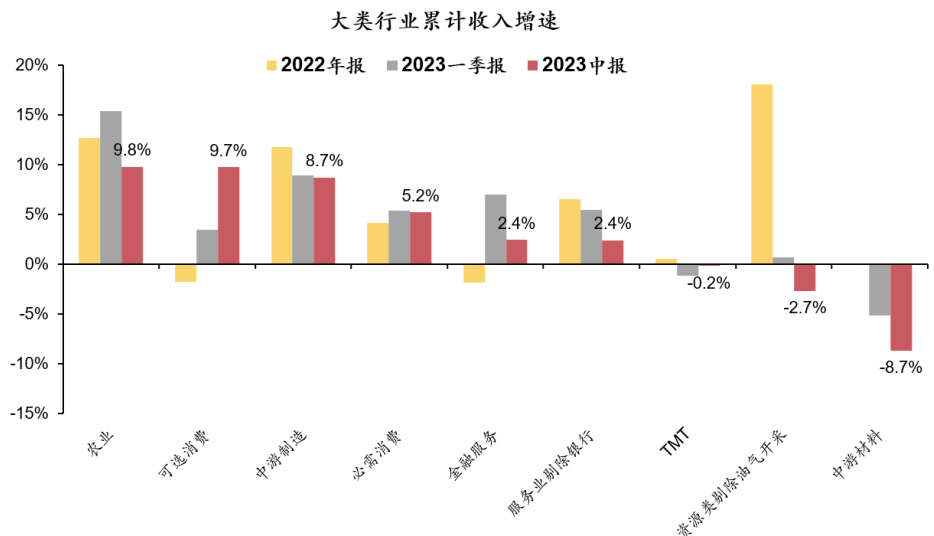
资料来源: Wind, 方正证券研究所整理 (备注: 利润同比增速是指归母净利润累计同比增速)

资料来源: Wind, 方正证券研究所 (备注: 利润同比增速是指归母净利润累计同比增速)

#### 5 细分行业: 可选消费景气持续改善, 资源和材料景气持续恶化

收入: 可选消费收入增速明显改善, TMT 收入增速由负转正, 资源收入增速转负, 中游材料持续恶化, 中游制造和必需消费维持高位韧劲。可选消费板块收入增速大幅上升, 必需消费和中游制造行业收入增速较一季报基本持平, 农业、中游材料、资源、金融和服务业剔除银行的中报收入增速回落。其中, 资源行业的收入增速转负 (-2.7%), 中游材料收入增速持续恶化 (-8.7%)。

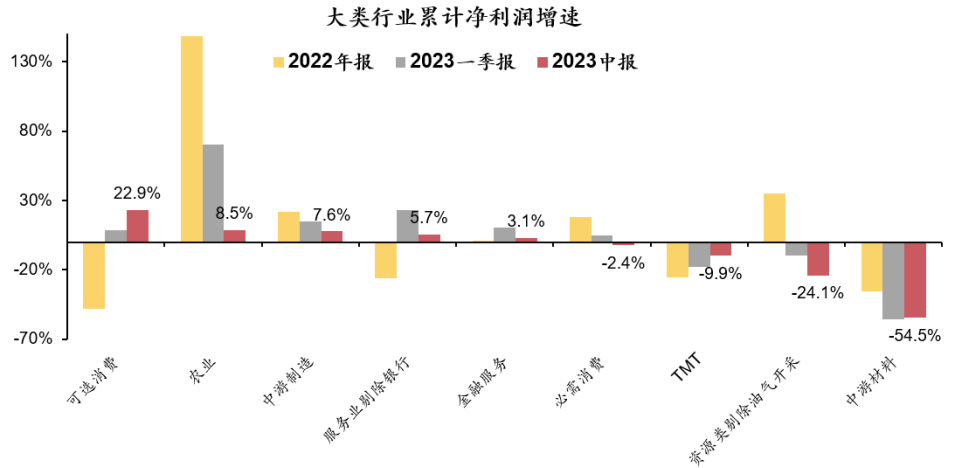
图表10: 大类板块收入增速的变化



资料来源: Wind, 方正证券研究所

利润：可选消费增速提高，中游材料和资源类剔除油气开采进一步恶化。中游制造、金融服务中报利润增速持续回落，资源类剔除油气开采中报盈利增速进一步恶化，服务业剔除银行中报盈利增速大幅下降，必需消费增速转负，TMT增速持续为负，但有所收敛。其中，可选消费增速持续提高，是中报利润增速改善幅度（14.4%）最大的板块

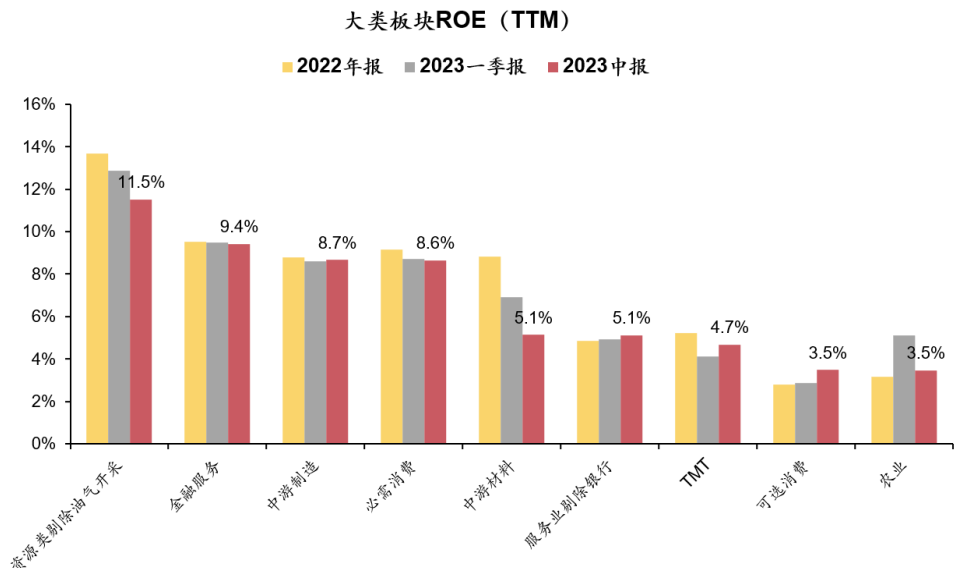
图表11: 大类板块盈利增速变化



资料来源：Wind，方正证券研究所

ROE：金融服务、制造、必需消费等维持高位韧劲，资源、中游材料回落。除中游制造、可选消费、TMT和服务业剔除银行板块 ROE (TTM) 小幅提高外，其余板块 ROE (TTM) 均下降。中游材料 ROE (TTM) 大幅回落，为中报 ROE (TTM) 下降幅度（-1.8%）最大的板块。

图表12: 大类板块 ROE 变化



资料来源：Wind，方正证券研究所



**细分行业利润增速：中报景气度最高（利润增速 30%以上）的行业集中在制造、消费和传媒等细分领域——**在 131 个二级行业中，我们筛选了中报利润增速在 30% 以上的高增长行业如下表，其中：航海装备、商用车、影视院线、专业连锁、酒店餐饮等行业中报利润增速最高。航海装备、商用车和影视院线等行业的中报利润增速相对于一季报显著加速。

图表13:2023 中报盈利增速在 30%以上的细分行业

行业	2022 年报	2023 一季报	2023 中报	2023 年中报相比 2023 年一季报加减速	2023 年中报相比 2022 年报加减速
航海装备 II	-182.89%	53.33%	1287.81%	1234.5%	1470.7%
商用车	-14.30%	237.55%	1142.68%	905.1%	1157.0%
影视院线	-364.67%	45.28%	737.09%	691.8%	1101.8%
专业连锁 II	-312.94%	642.78%	257.55%	-385.2%	570.5%
酒店餐饮	-2673.26%	133.73%	186.32%	52.6%	2859.6%
旅游及景区	-79.54%	128.63%	164.64%	36.0%	244.2%
教育	66.56%	110.97%	119.77%	8.8%	53.2%
其他电源设备 II	159.54%	56.72%	106.43%	49.7%	-53.1%
非金属材料 II	75.11%	54.22%	82.80%	28.6%	7.7%
航空机场	-272.41%	69.46%	80.33%	10.9%	352.7%
化妆品	-23.34%	39.44%	68.08%	28.6%	91.4%
铁路公路	-26.41%	53.31%	57.48%	4.2%	83.9%
房地产服务	27.90%	108.41%	49.86%	-58.6%	22.0%
中药 II	-42.31%	55.39%	45.90%	-9.5%	88.2%
装修装饰 II	51.08%	-104.15%	42.25%	146.4%	-8.8%
种植业	-17.79%	66.03%	40.43%	-25.6%	58.2%
光伏设备	137.25%	65.72%	38.43%	-27.3%	-98.8%
油服工程	164.09%	108.36%	37.66%	-70.7%	-126.4%
医疗美容	-55.30%	36.14%	37.43%	1.3%	92.7%
IT 服务 II	-50.60%	215.47%	36.64%	-178.8%	87.2%
专业服务	24.54%	21.44%	35.22%	13.8%	10.7%
电力	80.35%	41.90%	33.39%	-8.5%	-47.0%

资料来源：Wind，方正证券研究所

中报收入增长加速的行业——中报相比于一季报收入增速改善的行业有：社会服务、汽车、国防军工、家用电器、传媒、公用事业等；中报相比于一季报收入增速连续改善的行业为社会服务、汽车、国防军工、家用电器、传媒等。

图表14：2023年中报板块及一级行业收入增速

行业	2022年报	2023一季报	2023中报	2023年中报相比2023年一季报加减速	2023年中报相比2022年报加减速
<b>板块</b>					
创业板	19.8%	10.4%	9.8%	-0.6%	-10.0%
科创板	26.1%	-5.2%	3.7%	8.9%	-22.3%
A股总体剔除金融服务	7.6%	3.1%	2.5%	-0.6%	-5.2%
A股总体	6.2%	3.6%	2.5%	-1.2%	-3.7%
<b>一级行业</b>					
社会服务	-6.5%	18.9%	29.8%	11.0%	36.4%
电力设备	42.6%	22.9%	20.1%	-2.8%	-22.5%
汽车	3.7%	4.6%	18.2%	13.6%	14.5%
农林牧渔	12.7%	15.4%	9.8%	-5.7%	-2.9%
食品饮料	7.5%	10.7%	9.7%	-1.0%	2.2%
国防军工	4.0%	0.0%	7.0%	7.0%	3.0%
建筑装饰	7.4%	7.3%	6.7%	-0.6%	-0.7%
通信	8.1%	8.6%	6.3%	-2.3%	-1.8%
综合	0.4%	11.3%	5.7%	-5.6%	5.3%
非银金融	-5.5%	16.0%	5.6%	-10.4%	11.0%
美容护理	7.4%	5.6%	5.5%	-0.2%	-1.9%
家用电器	-0.5%	3.3%	5.5%	2.2%	5.9%
传媒	-6.0%	-0.8%	4.6%	5.4%	10.6%
公用事业	14.5%	3.7%	4.6%	1.0%	-9.8%
纺织服装	-3.4%	3.3%	4.3%	1.0%	7.7%
医药生物	9.6%	1.7%	3.8%	2.1%	-5.7%
机械设备	-2.8%	0.4%	3.5%	3.0%	6.3%
房地产	-8.2%	2.4%	2.1%	-0.3%	10.3%
环保	-2.5%	1.9%	1.9%	0.0%	4.5%
有色金属	14.4%	3.1%	1.4%	-1.8%	-13.0%
交通运输	7.9%	3.9%	0.9%	-3.0%	-7.0%
商贸零售	-10.6%	1.2%	0.8%	-0.4%	11.4%
银行	0.7%	1.4%	0.5%	-0.9%	-0.2%
计算机	1.0%	-1.1%	-0.6%	0.5%	-1.6%
建筑材料	-12.8%	0.1%	-2.9%	-2.9%	10.0%
石油石化	22.2%	0.3%	-3.2%	-3.5%	-25.4%
轻工制造	2.4%	-8.6%	-5.8%	2.7%	-8.2%
电子	-1.7%	-9.3%	-6.4%	2.9%	-4.7%
钢铁	-6.4%	-5.1%	-8.4%	-3.3%	-2.0%
煤炭	7.6%	-0.5%	-8.5%	-7.9%	-16.0%
基础化工	14.2%	-6.9%	-11.0%	-4.1%	-25.2%

资料来源：Wind，方正证券研究所

中报利润增长加速的行业——中报相比于一季报利润增速改善的行业有：社会服务、汽车、交通运输、传媒、房地产、家用电器、纺织服饰、银行等；中报相比于一季报收入增速连续改善的行业有：社会服务、汽车、交通运输、传媒、房地产等。

图表15:2023年中报板块及一级行业盈利增速

行业	2022年报	2023一季报	2023中报	2023年中报相比2023年一季报加减速	2023年中报相比2022年报加减速
板块					
创业板	12.57%	4.84%	-2.58%	-7.4%	-15.1%
A股总体	-0.44%	1.61%	-3.91%	-5.5%	-3.5%
A股总体剔除金融服务	-1.86%	-5.58%	-9.07%	-3.5%	-7.2%
科创板	3.02%	-45.79%	-39.59%	6.2%	-42.6%
一级行业					
社会服务	-36.94%	142.07%	177.78%	35.7%	214.7%
商贸零售	54.53%	34.75%	33.90%	-0.8%	-20.6%
公用事业	66.58%	40.70%	32.18%	-8.5%	-34.4%
美容护理	-35.25%	29.76%	29.48%	-0.3%	64.7%
汽车	-1.03%	9.39%	28.74%	19.3%	29.8%
交通运输	-45.90%	3.74%	22.36%	18.6%	68.3%
电力设备	84.52%	34.37%	17.04%	-17.3%	-67.5%
传媒	-69.58%	5.90%	15.82%	9.9%	85.4%
食品饮料	12.90%	18.18%	14.93%	-3.2%	2.0%
房地产	-338.83%	-22.45%	13.56%	36.0%	352.4%
家用电器	8.56%	11.58%	12.96%	1.4%	4.4%
通信	73.46%	9.55%	9.27%	-0.3%	-64.2%
农林牧渔	148.53%	70.29%	8.45%	-61.8%	-140.1%
纺织服饰	-23.45%	-3.01%	7.69%	10.7%	31.1%
计算机	-38.67%	82.34%	7.67%	-74.7%	46.3%
建筑装饰	10.03%	12.30%	4.72%	-7.6%	-5.3%
银行	7.59%	2.37%	3.45%	1.1%	-4.1%
机械设备	-9.89%	-1.01%	2.94%	4.0%	12.8%
环保	-10.07%	0.25%	1.91%	1.7%	12.0%
国防军工	-11.96%	-8.06%	1.85%	9.9%	13.8%
非银金融	-26.92%	64.70%	1.62%	-63.1%	28.5%
轻工制造	-34.57%	-28.29%	-12.36%	15.9%	22.2%
石油石化	7.83%	-9.61%	-13.85%	-4.2%	-21.7%
医药生物	-5.74%	-24.01%	-20.78%	3.2%	-15.0%
煤炭	49.11%	1.87%	-27.95%	-29.8%	-77.1%
有色金属	72.11%	-21.22%	-31.98%	-10.8%	-104.1%
建筑材料	-46.62%	-65.55%	-40.60%	25.0%	6.0%
电子	-30.25%	-61.88%	-46.21%	15.7%	-16.0%
基础化工	-8.83%	-48.29%	-53.41%	-5.1%	-44.6%
钢铁	-73.27%	-70.11%	-70.87%	-0.8%	2.4%
综合	-166.17%	-60.60%	-132.70%	-72.1%	33.5%

资料来源: Wind, 方正证券研究所

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

## 免责声明

本研究报告由方正证券制作及在中国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告内容仅供我公司适当性评级为 C3 及以上等级的投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。若您并非前述等级的投资者，为保证服务质量、控制风险，请勿订阅本报告中的信息，本资料难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。

在任何情况下，本报告的内容不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求，方正证券不对任何人因使用本报告所载任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告版权仅为方正证券所有，本公司对本报告保留一切法律权利。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处且不得进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 评级说明：

类别	评级	说明
公司评级	强烈推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有20%以上的涨幅。
	推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的涨幅。
	中性	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数在-10%和10%之间波动。
	减持	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的跌幅。
行业评级	推荐	分析师预测未来12个月内行业表现强于同期基准指数。
	中性	分析师预测未来12个月内行业表现与同期基准指数持平。
	减持	分析师预测未来12个月内行业表现弱于同期基准指数。
基准指数说明		A股市场以沪深300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普500指数为基准。

## 方正证券研究所联系方式：

北京：西城区展览馆路 48 号新联写字楼 6 层

上海：静安区延平路71号延平大厦2楼

深圳：福田区竹子林紫竹七道光太银行大厦31层

广州：天河区兴盛路12号楼隼峰苑2期3层方正证券

长沙：天心区湘江中路二段36号华远国际中心37层

网址：<https://www.foundersc.com>

E-mail：[yjzx@foundersc.com](mailto:yjzx@foundersc.com)