

# “恰逢其时”的业绩亮点暂掩衰退问题

——针对2022Q3上市公司业绩的思考

证券分析师：

傅静涛 A0230516110001 黄子函 A0230520110001 王胜 A0230511060001

研究支持：韦春泽 A0230122050003

2022.11.6



申万宏源研究  
SWS RESEARCH

- **三季度A股业绩整体低于我们的预期、也低于市场预期，拖累项主要是上游周期以及出口相关行业，标志着中观业绩正式从滞胀时钟迈入衰退时钟。**9月底我们对全A两非企业三季度的盈利预测为9%，而实际仅有-2%，究其原因，煤炭、石油化工、电子、纺服、轻工等上游以及出口导向影响的行业明显低于预期。结合下调后的宏观假设，我们修正全A两非盈利预测结果，总量盈利增速还有3个季度左右的磨底时间：2022Q4-2023全A两非盈利增速在0附近徘徊之后缓慢回升，累计增速分别为0.3%、-1.5%、0.7%、2.7%、3.9%。
- **尽管三季度业绩整体低于预期，但其中涌现的结构亮点“恰逢其时”，顺应了市场当前热点挖掘的思路：1) 大消费**：可选、服务消费业绩增速和盈利能力改善的细分较多，综合体现了低基数+需求滞后释放+成本压力缓和+费用压降的驱动，恰好与当前市场疫后修复逻辑的期待重叠；**2) 医疗**：耗材、设备、医药流通、新冠检测等细分收入和利润同比增速改善，仿制药、生物制品、新冠特效药等ROE改善，恰好是近期发酵政策松绑、国产替代和安全主题相关的方向；**3) 先进制造**：储能各领域业绩全面开花，汽车业绩超预期意料之外情理之中，机械设备收入增速普遍改善、毛利率分化但未来有进一步修复的空间，军工全行业利润同比缓慢回升、2023年仍有订单向收入转换的预期；**4) 自主可控**：金融IT、能源IT和汽车IT收入与薪酬的“剪刀差”拐点确认，景气已经在筑底。以上方向中，计算机、通信、商贸零售、军工、机械设备、汽车等同时也是三季度基金已经加仓的方向。
- **“恰逢其时” or 偶然中的必然？上下游盈利差距缩小其实是衰退初始阶段常见特征，接下来，主导结构分化的不再是产业链位置差异，而将是需求侧的分化。**
- 针对三季报的业绩亮点，我们提示几点值得注意的方面：1) **消费**细分行业收入端改善有重要的基数原因，包括家电、医美在内的过半细分行业收入已经恢复到疫情前、三季度收入环比其实低于季节性。另外，白酒内部仅高端白酒预收账款+合同负债同比上行且仅恢复到个位数正增长，历史上该指标是收入同比的先行指标。

- 2) 超过半数**新能源细分**行业供给释放才刚刚开始，储能系统集成、锂电正极材料、光伏上游硅片等资本开支转固速度2023年将持续加速，需求侧是否能撑住是关键。3) **中游制造和TMT**行业三季度利息收入扩张和汇兑损益支撑盈利，指向强美元带来短期改善以及资金空转(因为资本开支同比增速在下滑)。
- **2016年之后，若中观业绩进入衰退期，单靠成本压力缓和更难带来利润增速的改善。**如果说二季报反映“新老能源玫瑰独自美丽背刺实体经济”，那么现在的情况是“玫瑰花谢一半”，成本下行、“刺”缓和，但春天还没到。2021-22Q2主导结构景气的是产业链上下游分化，未来的衰退阶段则是需求侧的分化。
- 我们梳理出下一阶段A股需求侧分化的三大线索：**1) 政策资源是否倾斜且有独立下游逻辑**：可以用筹资现金流入强度来识别政策资源倾斜的中游制造方向，同时甄别周转率上行的细分领域；**2) 疫后修复是大趋势、板块弹性有很大差异**：聚焦收入未恢复疫情前、22Q3环比收入增速高于历史季节性的消费细分板块，如旅游景区、航空运输、酒店餐饮、化妆品；**3) 是否出口敏感**：未来出口的验证会越来越重要，从海外收入占比以及与出口的关联度来看，警惕电池、光学光电子、电子化学品、通用设备、基础化工等行业的业绩回落(这些行业海外业务毛利率已经走弱，表明缺乏绝对的海外议价能力)。
- **落实到策略判断上，中央经济工作会议之前，符合市场偏好的利好政策有望密集催化，围绕着政策催化以及业绩亮点的短期反弹行情未结束，聚焦大安全和疫后恢复。而后续随着行情的深入，市场对政策催化的要求也会变得苛刻。**找到未来景气验证弹性更大、更确定的方向越来越重要。我们提示，疫后恢复和自主可控的三季报，总体业绩承压，但不乏推演后续结构性改善的线索。后续重点关注：**大安全重点推荐信创、国防军工和医疗；疫后恢复中的医美、医疗服务、机场。**

# 观察一

---

**三季度报业绩低于预期，上游和出口相关条线是主要拖累**



# 三季报低于我们预期，主要来源：上游&出口相关制造业

## ■ 结构性亮点越来越稀少，周期下行压力充分展露

- 指数：中证500(周期占比高)、中证1000(周期TMT小盘占比高)低于预期，科创50、中小板指超预期
- 新老能源“花谢一半”：煤炭、石油化工、钢铁、机械、轻工、纺服、美容护理、非银、计算机、电子明显低于预期，汽车、电力设备、食品饮料、公用事业超预期，中小板指、科创50业绩比较坚挺

一级行业	单季度业绩增速		此前预测值	真实值	趋势
	2022/3/31	2022/6/30	2022/9/30	2022/9/30	
上证50	7.6%	11.7%	9.5%	1.7%	
上证180	7.1%	10.1%	9.2%	1.4%	
沪深300	5.7%	7.4%	11.2%	3.8%	
中证100	14.0%	14.6%	8.9%	1.6%	
深证100	0.3%	5.5%	24.0%	19.2%	
中证500	-4.5%	-20.1%	6.3%	-19.6%	
中证1000	11.0%	-5.4%	18.7%	-8.1%	
中证800	4.2%	2.5%	10.5%	0.4%	
中小板指	3.5%	9.4%	39.5%	49.0%	
创业板指	-17.2%	18.7%	68.6%	62.7%	
创业板50	-0.3%	7.0%	28.6%	27.3%	
科创50	78.0%	13.7%	28.0%	35.7%	
全A	4.1%	1.4%	10.3%	-0.3%	
全A两非	7.2%	-3.2%	9.4%	-2.0%	
全A非金融	9.0%	-1.0%	9.3%	-2.4%	
金融	-1.2%	5.1%	11.7%	2.3%	
上证指数	5.7%	3.3%	8.8%	-0.3%	
中证红利	6.5%	1.7%	7.4%	0.4%	

大类板块	一级行业	单季度业绩增速		此前预测值	真实值	趋势
		2022/3/31	2022/6/30	2022/9/30	2022/9/30	
周期	建筑材料	8.1%	-3.5%	35.7%	61.9%	
周期	石油石化	26.0%	26.4%	8.6%	-7.5%	
周期	有色金属	121.1%	72.2%	40.0%	36.9%	
周期	基础化工	35.3%	16.2%	2.9%	28.7%	
周期	煤炭	84.7%	108.1%	40.8%	25.5%	
周期	钢铁	-23.4%	-64.9%	41.2%	-12.3%	
中游制造	环保	-17.9%	-5.9%	17.7%	4.0%	
中游制造	机械设备	-21.3%	-20.8%	22.3%	-2.1%	
中游制造	电力设备	53.3%	97.1%	59.3%	67.1%	
中游制造	建筑装饰	11.5%	3.4%	7.2%	0.9%	
中游制造	轻工制造	-42.0%	-31.5%	17.1%	14.6%	
中游制造	国防军工	16.3%	0.4%	4.8%	7.4%	
消费	商贸零售	-12.3%	-20.4%	56.5%	40.9%	
消费	家用电器	11.2%	14.9%	16.2%	10.9%	
消费	汽车	-17.7%	-26.9%	21.9%	37.7%	
消费	农林牧渔	-186.6%	160.8%	57.6%	186.7%	
消费	纺织服饰	10.1%	-29.9%	20.3%	27.3%	
消费	医药生物	24.4%	-6.3%	18.1%	2.5%	
消费	社会服务	-133.7%	-139.0%	83.8%	886.0%	
消费	美容护理	-20.8%	-5.3%	47.1%	18.6%	
消费	食品饮料	18.2%	9.7%	9.6%	12.1%	
稳定	公用事业	-2.4%	-5.8%	70.6%	122.3%	
稳定	交通运输	44.2%	-47.0%	60.1%	33.7%	
金融地产	银行	8.6%	6.3%	13.9%	9.0%	
金融地产	房地产	-41.3%	-74.0%	55.8%	-12.1%	
金融地产	非银金融	-39.8%	0.9%	0.9%	29.6%	
TMT	计算机	53.8%	-37.4%	13.4%	55.4%	
TMT	电子	-2.6%	-22.8%	14.4%	37.6%	
TMT	通信	9.9%	35.7%	12.6%	12.2%	
TMT	传媒	-13.7%	-32.0%	47.9%	31.9%	

# 三季度报也低于自下而上分析师预测，三季度报后下调

- 少数2022年预测上调的一级行业：商贸零售、农林牧渔、煤炭、通信
- 少数2023年预测上调的一级行业：农林牧渔、通信、银行
- 大部分行业盈利预测下调

一级行业	2022年盈利预测调整	2023年盈利预测调整	是否2023年下调更少	一级行业	2022年盈利预测调整	2023年盈利预测调整	是否2023年下调更少
商贸零售	3.3%	-1.4%	0	美容护理	-3.1%	-7.3%	0
农林牧渔	1.6%	4.3%	1	食品饮料	-3.3%	-3.1%	1
煤炭	0.4%	-1.0%	0	社会服务	-3.5%	-7.5%	0
通信	0.1%	0.4%	1	家用电器	-3.5%	-2.4%	1
电力设备	0.0%	-0.3%	0	非银金融	-6.4%	-8.5%	0
石油石化	-0.3%	-3.6%	0	轻工制造	-8.3%	-11.4%	0
银行	-0.3%	0.1%	1	传媒	-8.5%	-15.1%	0
公用事业	-0.7%	-8.7%	0	基础化工	-8.8%	-12.0%	0
环保	-1.5%	-2.1%	0	纺织服饰	-9.2%	-10.8%	0
国防军工	-1.7%	-3.3%	0	交通运输	-9.6%	-15.7%	0
汽车	-1.7%	-3.0%	0	计算机	-9.7%	-14.3%	0
建筑装饰	-2.1%	-3.0%	0	电子	-10.2%	-13.4%	0
有色金属	-2.3%	-2.7%	0	建筑材料	-13.1%	-19.7%	0
机械设备	-2.9%	-4.0%	0	钢铁	-26.1%	-34.6%	0
医药生物	-2.9%	-2.7%	1	房地产	-48.7%	-86.4%	0

# 【附：细分行业盈利预测调整情况】

主要板块	2022年盈利预测调整	2023年盈利预测调整	是否2023年下调更少	主要板块	2022年盈利预测调整	2023年盈利预测调整	是否2023年下调更少	主要板块	2022年盈利预测调整	2023年盈利预测调整	是否2023年下调更少
钢铁 普钢	-31%	-43%	0	石油石化 炼化及贸易	-5%	-8%	0	有色金属 风电上游材	-11%	-10%	1
钢铁 特钢	-16%	-19%	0	石油石化 油服工程	8%	7%	0	电力设备 风电中游零	-6%	-17%	0
钢铁 冶钢原料	-13%	-14%	0	石油石化 油气开采	10%	5%	0	电力设备 风电中游整	-1%	-3%	0
基础化工 化学纤维	-28%	-34%	0	有色金属 工业金属-铜	-4%	-5%	0	电力设备 电力服务	-20%	-17%	1
基础化工 纯碱	-3%	-10%	0	有色金属 工业金属-铝	-7%	-7%	1	电力设备 电力系统零	-4%	0%	1
基础化工 氮肥	-23%	-23%	0	有色金属 工业金属-铅锌	-7%	-7%	0	电力设备 电网自动化	0%	-1%	0
基础化工 纺织化学制品	-20%	-27%	0	有色金属 贵金属	-18%	-17%	1	电力设备 电源设备	-28%	-148%	0
基础化工 非金属材料	-6%	-19%	0	有色金属 金属新材料	-3%	-3%	0	电力设备 配电设备	14%	14%	0
基础化工 氟化工	1%	0%	0	有色金属 小金属	0%	0%	0	电力设备 其他电池	-2%	-1%	1
基础化工 复合肥	-21%	-28%	0	有色金属 磁性材料	1%	7%	1	电力设备 其他电机	-5%	-5%	1
基础化工 塑料	-3%	-4%	0	有色金属 电动车上游金属	2%	3%	1	电力设备 输变电设备	-3%	-3%	1
基础化工 钾肥	-2%	-1%	1	电力设备 电动车上游锂电	1%	-4%	0	国防军工 航空上游原	0%	-3%	0
基础化工 胶黏剂及胶带	-9%	-3%	1	电力设备 电动车中游-锂电	-3%	-3%	1	国防军工 航空上游零	45%	59%	1
基础化工 聚氨酯	-10%	-15%	0	电力设备 电动车中游-锂电	-8%	-5%	1	国防军工 航空中游结	-2%	-3%	0
基础化工 磷肥及磷化工	-6%	-5%	1	电力设备 电动车中游-锂电	-3%	-2%	1	国防军工 航空中游分	0%	-1%	0
基础化工 氯碱	-18%	-18%	1	电力设备 电动车中游-锂电	-3%	-4%	0	国防军工 航空下游主	0%	-3%	0
基础化工 煤化工	-15%	-16%	0	电力设备 电动车中游电驱动	7%	-4%	0	国防军工 军工电子	-6%	-7%	0
基础化工 民爆制品	-16%	-20%	0	电力设备 电动车中游动力电	1%	1%	0	国防军工 地面兵装	-8%	-10%	0
基础化工 农药	3%	6%	1	电力设备 电动车下游充电电	21%	9%	0	国防军工 航海装备	3%	2%	0
基础化工 其他化学原料	-29%	-30%	0	电力设备 光伏上游硅料	10%	9%	0	国防军工 航天装备	18%	8%	0
基础化工 其他化学制品	-10%	-15%	0	电力设备 光伏上游硅片	1%	1%	1	机械设备 3C设备	0%	8%	1
基础化工 橡胶	-6%	-11%	0	电力设备 光伏中游电池片	14%	18%	1	机械设备 工程机械	-8%	-9%	0
基础化工 钛白粉	-15%	-18%	0	电力设备 光伏中游辅材	1%	-8%	0	机械设备 叉车/物流自	0%	1%	1
基础化工 涂料油墨	-22%	-27%	0	电力设备 光伏中游组件	6%	6%	1	机械设备 船舶及港口	3%	0%	0
基础化工 无机盐	-7%	-10%	0	电力设备 光伏下游应用系统	3%	3%	0	机械设备 电梯	15%	19%	1
基础化工 有机硅	0%	-2%	0	户用储能-电池及系统	17%	19%	1	机械设备 工控设备	1%	-9%	0
建筑材料 水泥	-20%	-22%	0	户用储能-逆变器	6%	5%	0	机械设备 轨交设备	-1%	-2%	0
建筑材料 玻璃制造	-22%	-26%	0	大型储能-电池	11%	11%	1	机械设备 机床工具与	-23%	-33%	0
建筑材料 玻纤制造	-9%	-6%	1	大型储能-温控技术	0%	-3%	0	机械设备 机械基础件	-5%	-7%	0
建筑材料 消费建材	-17%	-25%	0	大型储能-系统集成	-5%	-6%	0	机械设备 激光设备	-14%	-20%	0
建筑材料 管材	-13%	-19%	0					机械设备 金属制品	2%	-7%	0
煤炭 动力煤	0%	-1%	0								
煤炭 焦煤	2%	2%	0								
煤炭 焦炭	-10%	-11%	0								

# 【附：细分行业盈利预测调整情况】

主要板块		2022年盈利预测调整	2023年盈利预测调整	是否2023年下调更少	主要板块		2022年盈利预测调整	2023年盈利预测调整	是否2023年下调更少	主要板块		2022年盈利预测调整	2023年盈利预测调整	是否2023年下调更少
机械设备	能源装备	0%	-1%	0	电子	PCB	-4%	-3%	1	家用电器	白色家电	-2%	-1%	1
机械设备	轻工机械	6%	8%	1	电子	被动元件	-10%	-11%	0	家用电器	厨卫电器	-12%	-10%	1
机械设备	制冷、通风	3%	3%	0	电子	电子化学品	-7%	-11%	0	家用电器	黑色家电	0%	2%	1
机械设备	智能表计	2%	-1%	0	电子	光学元件	-308%	-144%	1	家用电器	家电零部件	3%	2%	0
机械设备	智能装备	-4%	-6%	0	电子	LED	-6%	-13%	0	家用电器	小家电	-11%	-9%	1
机械设备	重型机械	-6%	-7%	0	电子	面板	-54%	-94%	0	家用电器	照明家电	-10%	-9%	1
机械设备	专用设备	-2%	-3%	0	电子	消费电子零	-1%	-1%	1	美容护理	化妆品制造	6%	-80%	0
通信	5G网络-光	0%	2%	1	电子	消费电子品	-6%	-8%	0	美容护理	品牌化妆品	-3%	-3%	1
通信	5G网络-光	5%	0%	0	电子	其他电子	14%	10%	0	美容护理	洗护用品	-2%	-2%	0
通信	5G网络-其	-2%	-2%	0	计算机	AI	-15%	-17%	0	美容护理	医疗美容	-8%	-10%	0
通信	5G网络-通	1%	1%	1	计算机	安防设备	-19%	-16%	1	农林牧渔	动物保健	5%	-3%	0
通信	5G网络-通	-7%	-4%	1	计算机	大数据	-47%	-25%	1	农林牧渔	林业	-3%	-3%	0
通信	5G网络-通	3%	2%	0	计算机	工业软件	-3%	-3%	0	农林牧渔	农产品加工	-12%	-19%	0
通信	5G网络-主	3%	2%	0	计算机	计算机设备	-37%	-119%	0	农林牧渔	饲料	-2%	7%	1
通信	5G应用-电	-1%	0%	1	计算机	金融IT	-6%	-5%	1	农林牧渔	养殖业	9%	110%	1
通信	5G应用-融	14%	12%	0	计算机	能源IT	0%	-1%	0	农林牧渔	渔业	1%	23%	1
通信	5G应用-通	-14%	-21%	0	计算机	其他软件及	-4%	-7%	0	农林牧渔	种植业	4%	2%	0
通信	5G应用-物	3%	0%	0	计算机	汽车IT	-2%	-5%	0	汽车	乘用车	1%	0%	0
通信	5G应用-在	19%	25%	1	计算机	信创	-8%	-13%	0	汽车	商用车	-6%	-15%	0
通信	IDC	-20%	-17%	1	计算机	信息安全	-7%	-25%	0	汽车	摩托车及其	1%	0%	0
通信	北斗及军工	7%	10%	1	计算机	医疗IT	-23%	-83%	0	汽车	汽车服务	-12%	-14%	0
电子	半导体上游	-4%	-5%	0	计算机	云计算	-2%	-4%	0	汽车	汽车零部件	-1%	-3%	0
电子	半导体上游	3%	5%	1	计算机	政务IT	-8%	-18%	0	汽车	汽车零部件	-9%	-15%	0
电子	半导体中游	-6%	0%	1	交通运输	物流	-3%	0%	1	汽车	汽车零部件	-11%	-18%	0
电子	半导体中游	-4%	-16%	0	交通运输	港口	-2%	1%	1	汽车	汽车零部件	8%	10%	1
电子	半导体中游	-7%	-8%	0	交通运输	铁路公路	-6%	-3%	1	汽车	汽车零部件	2%	-1%	0
电子	半导体中游	-13%	-14%	0	交通运输	航空运输	-146%	-37%	1	汽车	汽车零部件	5%	9%	1
电子	半导体中游	-22%	-27%	0	交通运输	航运	-7%	2%	1	汽车	汽车轮胎	-16%	-20%	0
电子	半导体中游	-12%	-16%	0	交通运输	机场	-17%	-28%	0	环保	环境治理	-1%	-2%	0
电子	半导体中游	-2%	-6%	0						环保	环保设备	-2%	-4%	0

# 【附：细分行业盈利预测调整情况】

主要板块	2022年盈利预测调整	2023年盈利预测调整	是否2023年下调更少	主要板块	2022年盈利预测调整	2023年盈利预测调整	是否2023年下调更少	主要板块	2022年盈利预测调整	2023年盈利预测调整	是否2023年下调更少
医药生物 CXO	-1%	1%	1	商贸零售 旅游零售	-5%	-16%	0	银行 国有大型银	0%	0%	1
医药生物 创新药	-4%	-3%	1	商贸零售 互联网电商	6%	5%	0	银行 股份制银行	0%	0%	1
医药生物 仿制药	6%	3%	0	商贸零售 一般零售	-5%	-12%	0	银行 城商行	0%	1%	1
医药生物 化学制剂	-18%	-30%	0	商贸零售 贸易	5%	6%	1	银行 农商行	0%	0%	0
医药生物 生物制品	-12%	-13%	0	商贸零售 专业连锁	-18%	-23%	0	房地产 住宅开发-国	-5%	-4%	1
医药生物 体外诊断	-1%	2%	1	社会服务 酒店餐饮	8%	-20%	0	房地产 住宅开发-民	-20%	-21%	0
医药生物 线下药店	-2%	-2%	1	社会服务 专业服务	-10%	-21%	0	房地产 住宅开发-外	0%	0%	0
医药生物 血液制品	-2%	-1%	1	社会服务 广告营销	-7%	-12%	0	房地产 商业地产-国	-10%	-11%	0
医药生物 医疗服务	5%	7%	1	社会服务 教育	0%	-5%	0	房地产 商业地产-民	-11%	-11%	0
医药生物 医疗耗材	-14%	-14%	0	社会服务 旅游及景区	-6%	-26%	0	房地产 商业地产-外	11%	4%	0
医药生物 医疗设备	2%	2%	0	纺织服饰 家纺	-10%	-11%	0	房地产 产业地产	13%	12%	0
医药生物 医药流通	-2%	-1%	1	纺织服饰 其他纺织	-4%	-4%	1	房地产 物业管理	-37%	-80%	0
医药生物 疫苗	-1%	-2%	0	纺织服饰 棉纺	-16%	-17%	0	房地产 房产租赁经	13%	13%	0
医药生物 原料药	-10%	-11%	0	纺织服饰 男装	-4%	-5%	0	非银金融 证券	-8%	-9%	0
医药生物 中药	-4%	-4%	0	纺织服饰 女装	-9%	-13%	0	非银金融 保险	-6%	-9%	0
食品饮料 白酒-次高端	-2%	-1%	1	纺织服饰 鞋帽及其他	-1%	-1%	1	非银金融 多元金融	0%	-3%	0
食品饮料 白酒-高端	-1%	-1%	1	纺织服饰 运动及休闲	-15%	-14%	1	建筑装饰 基础建设	-2%	-2%	0
食品饮料 白酒-区域酒	-5%	-5%	0	轻工制造 家居用品	-7%	-7%	0	建筑装饰 房屋建设	1%	0%	0
食品饮料 保健品	-11%	-14%	0	轻工制造 造纸	-11%	-15%	0	建筑装饰 装修装饰	-15%	-16%	0
食品饮料 调味发酵品	0%	-5%	0	轻工制造 包装印刷	-5%	-8%	0	建筑装饰 钢结构	-2%	-4%	0
食品饮料 烘焙食品	-9%	-12%	0	轻工制造 文具用品	-9%	-10%	0	建筑装饰 专业工程	-1%	-3%	0
食品饮料 零食	-2%	-2%	1	轻工制造 钟表珠宝	-9%	-5%	1	建筑装饰 工程咨询服	-18%	-18%	0
食品饮料 啤酒	-3%	-3%	1	轻工制造 生活用纸	-6%	-11%	0	公用事业 风电下游应	-1%	0%	1
食品饮料 其他酒类	-6%	-10%	0	传媒 游戏	-9%	-13%	0	公用事业 厨卫电器	-12%	-10%	1
食品饮料 其他农产品	-32%	-37%	0	传媒 影视院线	-19%	-1781%	0	公用事业 电能综合服	8%	2%	0
食品饮料 肉制品	-8%	-4%	1	传媒 数字媒体	-9%	-10%	0	公用事业 风光电运营	-3%	0%	1
食品饮料 乳制品	-13%	-13%	0	传媒 出版	-4%	-5%	0	公用事业 核电	-5%	-5%	1
食品饮料 软饮料	-11%	-12%	0	传媒 电视广播	-23%	-46%	0	公用事业 火电	4%	-29%	0
食品饮料 食品及饲料	-6%	-7%	0	传媒 广告营销	-7%	-12%	0	公用事业 燃气	3%	0%	0
食品饮料 熟食	-3%	-14%	0					公用事业 热力服务	-6%	-10%	0
食品饮料 预加工食品	1%	1%	1					公用事业 水电	-4%	-6%	0

# 【附：指数、机构加仓行业盈利预测调整情况】



主要板块	2022年盈利预测调整	2023年盈利预测调整	是否2023年下调更少
金融	-1.5%	-1.3%	1
中证红利	-1.6%	-1.5%	1
中小板指	-1.9%	-2.2%	0
科创50	-2.2%	-1.9%	1
创业板50	-2.2%	-2.3%	0
上证180	-2.4%	-2.4%	0
沪深300	-2.7%	-3.1%	0
上证50	-2.7%	-2.5%	1
创业板指	-2.9%	-2.7%	1
上证指数	-2.9%	-3.7%	0
中证100	-3.0%	-3.3%	0
中证800	-3.2%	-3.9%	0
深证100	-4.3%	-5.3%	0
全A非金融	-4.6%	-6.6%	0
全A两非	-5.0%	-7.0%	0
中证1000	-5.8%	-8.6%	0
中证500	-6.4%	-8.5%	0

公募三季度加仓的个股	2022年盈利预测调整	2023年盈利预测调整	是否2023年下调更少	公募二季度加仓的个股	2022年盈利预测调整	2023年盈利预测调整	是否2023年下调更少
社会服务	17.1%	-1.7%	0	公用事业	-3.0%	-13.8%	0
石油石化	2.1%	-0.2%	0	食品饮料	-3.1%	-3.5%	0
煤炭	1.2%	0.0%	0	基础化工	-3.4%	-7.6%	0
家用电器	0.9%	0.8%	0	计算机	-3.4%	-5.9%	0
农林牧渔	0.8%	21.0%	1	商贸零售	-3.9%	-7.8%	0
国防军工	0.8%	1.0%	1	房地产	-4.0%	-3.3%	1
建筑装饰	0.4%	-0.2%	0	纺织服饰	-4.3%	-2.8%	1
美容护理	0.4%	0.9%	1	传媒	-4.3%	-11.9%	0
电力设备	0.3%	-2.1%	0	交通运输	-5.2%	-19.8%	0
通信	-0.3%	-0.3%	1	电子	-5.2%	-8.4%	0
银行	-0.5%	0.0%	1	环保	-6.5%	-7.7%	0
机械设备	-1.6%	-3.1%	0	非银金融	-7.3%	-9.6%	0
汽车	-2.0%	-4.6%	1	轻工制造	-8.4%	-10.1%	0
有色金属	-2.6%	-1.5%	1	钢铁	-12.1%	-6.9%	1
医药生物	-2.7%	-2.5%	1	建筑材料	-20.5%	-22.9%	0

## 观察二：

---

局部“亮点”却来得刚刚好：三季报提供的结构线索符合当前市场特征

——持续性可能有哪些问题？



# 【消费】可选和服务消费业绩增速改善明显

- 消费行业收入&利润同比改善的细分较多，尤其集中在可选、服务消费，综合体现了低基数+需求滞后释放的驱动；ROE改善的方向主要有白酒、食品加工、饰品、黑电、家电零部件、乘用车、社服

二级行业	单季度收入同比				22Q3改善	趋势	单季度利润同比				22Q3改善	趋势	ROE(TTM)				22Q3改善	趋势	2010年以来分位数
	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3			21Q4	22Q1	22Q2	22Q3			21Q4	22Q1	22Q2	22Q3			
<b>白酒II</b>	14%	20%	11%	16%	是	↘	13%	26%	13%	21%	是	↘	25.7%	26.7%	26.3%	26.5%	是	↘	60%
休闲食品	14%	1%	1%	0%		↘	-29%	-34%	-32%	-27%	是	↘	12.4%	10.9%	10.0%	8.8%		↘	18%
非白酒	-31%	7%	4%	9%	是	↘	-527%	12%	8%	3%		↘	8.1%	8.2%	8.4%	8.4%	是	↘	48%
饮料乳品	12%	11%	7%	4%		↘	-21%	9%	-12%	-28%		↘	15.3%	14.8%	13.7%	12.2%		↘	18%
<b>食品加工</b>	-9%	-18%	-4%	6%	是	↘	-65%	-17%	3%	48%	是	↘	13.1%	11.6%	11.3%	12.1%	是	↘	14%
调味发酵品II	18%	5%	20%	10%		↘	7%	-10%	20%	7%		↘	18.9%	17.6%	17.8%	17.6%		↘	50%
<b>饰品</b>	25%	10%	-6%	5%	是	↘	-12556%	-5%	-34%	13%	是	↘	3.5%	6.2%	4.9%	5.1%	是	↘	24%
纺织制造	12%	12%	6%	7%	是	↘	167%	11%	4%	-19%		↘	10.3%	10.2%	10.1%	9.5%		↘	80%
服装家纺	-5%	12%	-8%	-11%		↘	-184%	12%	-62%	-47%	是	↘	5.6%	6.0%	4.8%	3.9%		↘	0%
<b>黑色家电</b>	-8%	-12%	-11%	-12%		↘	-48%	17%	9%	91%	是	↘	5.5%	5.7%	5.7%	6.5%	是	↘	56%
白色家电	14%	10%	4%	5%	是	↘	-3%	15%	15%	8%		↘	20.4%	20.9%	21.3%	21.1%		↘	16%
家电零部件II	9%	12%	3%	6%	是	↘	283%	5%	67%	51%		↘	11.8%	11.4%	12.9%	13.8%	是	↘	98%
照明设备II	8%	21%	15%	4%		↘	-78%	-46%	4%	-4%		↘	8.4%	7.2%	7.3%	7.2%		↘	16%
小家电	10%	12%	1%	-3%		↘	3%	8%	7%	2%		↘	18.0%	18.1%	17.8%	17.3%		↘	72%
厨卫电器	18%	8%	-5%	-5%	是	↘	-84%	3%	-13%	-9%	是	↘	13.4%	13.4%	12.5%	12.0%		↘	0%
<b>个护用品</b>	37%	-6%	20%	11%		↘	192%	-45%	21%	7%		↘	16.2%	13.8%	13.7%	13.1%		↘	94%
医疗美容	36%	22%	23%	34%	是	↘	-96%	25%	13%	-7%		↘	12.6%	12.9%	13.2%	12.5%		↘	68%
化妆品	16%	10%	-3%	4%	是	↘	-59%	-7%	-37%	-58%		↘	7.5%	7.3%	6.3%	5.3%		↘	4%
<b>乘用车</b>	2%	11%	-2%	37%	是	↘	147%	30%	-10%	44%	是	↘	6.6%	7.0%	6.6%	7.2%	是	↘	20%
家居用品	13%	8%	-1%	-4%		↘	-107%	-32%	-17%	-6%	是	↘	9.2%	8.5%	7.6%	7.3%		↘	28%
文娱用品	-1%	4%	-2%	6%	是	↘	-551%	-16%	-7%	-13%		↘	5.3%	4.8%	4.5%	4.3%		↘	4%
<b>商贸零售</b>	-3%	-9%	-9%	-2%	是	↘	-486%	-14%	-25%	-41%		↘	-2.8%	-3.1%	-3.4%	-3.6%		↘	0%
<b>社会服务</b>	-10%	10%	-15%	-12%	是	↘	-8%	-110%	-150%	886%	是	↘	-4.5%	-4.9%	-6.7%	-5.9%	是	↘	4%
航空机场	-16%	-6%	-52%	0%	是	↘	85%	-53%	-7583%	-217%	是	↘	-15.0%	-18.5%	-35.8%	-47.7%		↘	0%
游戏II	12%	4%	2%	-7%		↘	-74%	5%	-33%	-47%		↘	6.8%	6.8%	5.6%	4.1%		↘	16%

# 消费板块控费能力继续提升

- 好消息：消费品内部景气承压(毛利率下滑、盈利能力下行)行业相较于前两个季度进一步减少，白酒非高端、调味品、零食、医美、白电等行业毛利率上行、费用率下行，综合体现了成本下行+控费能力提升的成果；白酒和啤酒行业虽然毛利率恶化，但三费率同时下降，使得整体盈利能力改善

	22Q3相比22Q2	毛利率变化	三费率变化	毛利率减三费率变化	收入TTM同比变化	收入TTM同比22Q3	22Q3相比22Q2	毛利率变化	三费率变化	毛利率减三费率变化	收入TTM同比变化	收入TTM同比22Q3
食品 饮料	白酒-高端	-0.1%	-0.3%	0.3%	1%	16%	白色家电	0.3%	-0.1%	0.4%	1%	8%
	白酒-次高端	0.2%	-0.1%	0.4%	-3%	22%	厨电电器	0.1%	0.3%	-0.2%	-4%	4%
	白酒-区域酒	0.3%	-0.2%	0.5%	1%	8%	黑色家电	0.5%	0.3%	0.3%	-2%	-10%
	保健品	-0.5%	0.4%	-0.9%	1%	2%	小家电	0.6%	0.0%	0.6%	-3%	5%
	调味发酵品	0.1%	-0.3%	0.3%	1%	17%	照明家电	0.4%	-0.3%	0.7%	0%	11%
	烘焙食品	-1.1%	-0.4%	-0.7%	-3%	3%	家居用品	0.0%	0.1%	-0.1%	-5%	4%
	零食	0.2%	-0.1%	0.2%	-2%	5%	文娱用品	-0.4%	-0.5%	0.1%	0%	2%
	啤酒	-0.6%	-1.0%	0.3%	0%	-1%	轻工制造	-0.3%	-0.2%	-0.1%	-4%	7%
	其他农产品加工	-1.2%	-0.3%	-0.9%	4%	29%	饰品	-0.3%	-0.1%	-0.1%	-4%	8%
	肉制品	-0.1%	-0.3%	0.2%	5%	-12%	服装家纺	-0.5%	0.9%	-1.4%	-6%	-4%
	乳品	-1.0%	-0.2%	-0.8%	-1%	9%	个护用品	-0.3%	-0.3%	0.0%	18%	14%
	软饮料	-0.9%	-0.1%	-0.8%	-2%	4%	化妆品制造及其他	1.0%	-0.5%	1.5%	4%	-7%
	食品及饲料添加剂	-0.9%	-0.7%	-0.3%	-5%	21%	医美	0.1%	-0.4%	0.5%	-1%	11%
	熟食	-2.0%	-0.1%	-1.8%	-2%	2%	洗护用品	-2.2%	-1.3%	-0.9%	87%	159%
	预加工食品	-0.1%	-0.7%	0.6%	0%	16%	医疗美容	0.7%	-1.9%	2.6%	13%	28%

高景气：毛利率改善、三费率下行

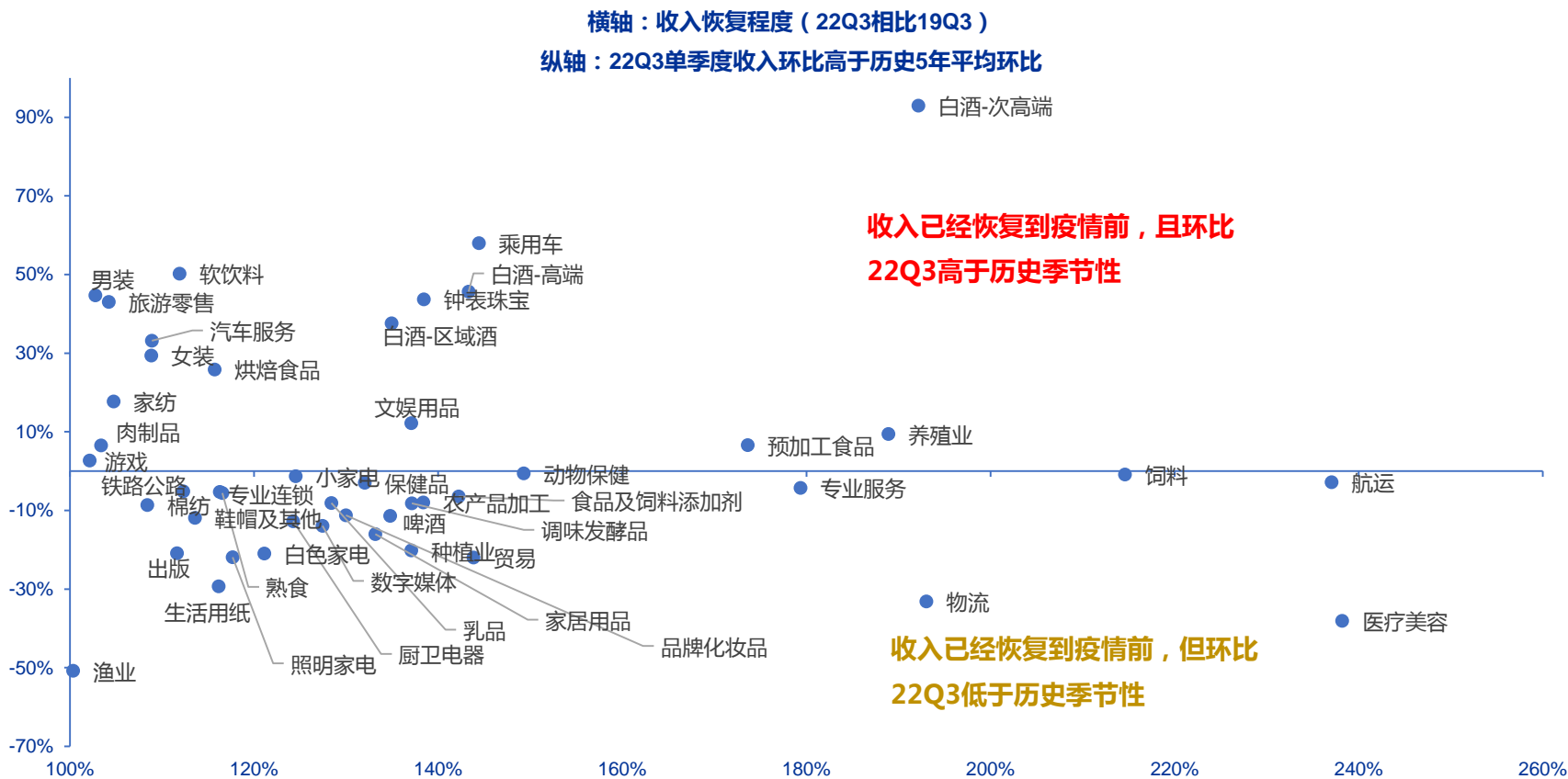
需求承压但能控费：毛利率三费率都下行，盈利能力改善

费用投放效率下降：毛利率改善、三费率上行、盈利能力恶化

景气承压：毛利率下行、盈利能力下行

# 但是消费细分行业收入端改善有重要的基数原因

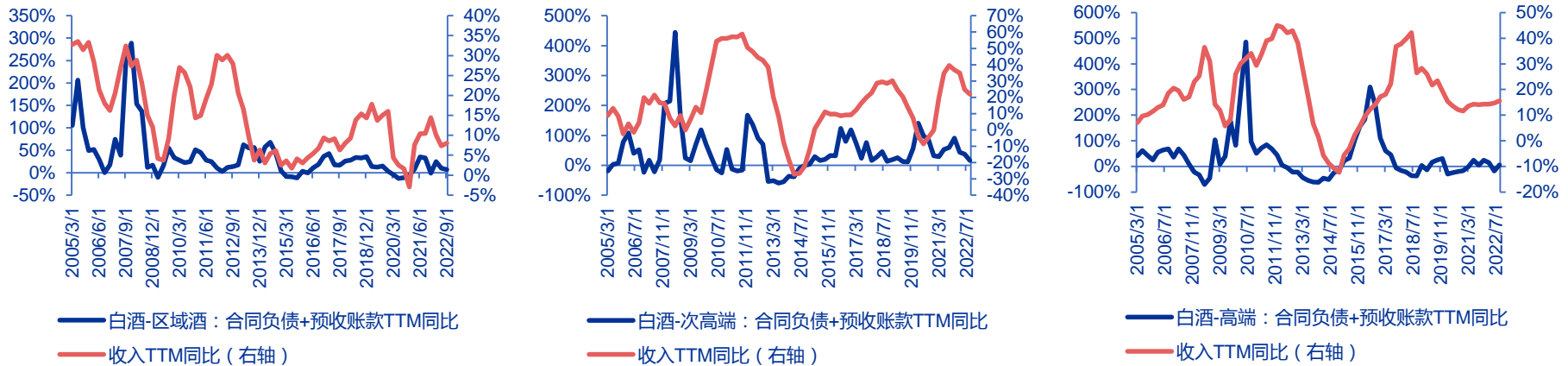
- 确实有一部分消费细分行业收入已经恢复到2019Q3水平，同时三季度收入环比高于历史季节性，例如白酒(尤其是次高端)、预加工食品、纺织服装、乘用车
- 不过有更多细分行业收入已经恢复到疫情前、且三季度收入环比其实低于季节性：包括家电、航运、医美，充分地体现了疫情冲击和消费疲弱的现状，业绩好主因基数低



# 预收款情况预示白酒业绩改善缺乏持续性

- 一个坏消息：22Q3仅高端白酒预收账款+合同负债同比上行，且仅恢复到个位数正增长，历史上该指标是收入同比的先行指标

### 合同负债+预收账款TTM同比是白酒行业景气的领先指标



### 22Q3仅高端白酒预收账款+合同负债同比上行

	收入TTM同比				Q3相比	预收账款+合同负债TTM同比				Q3相比
	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	Q2	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	Q2
白酒-高端	14%	14%	15%	16%	↑	24%	14%	-18%	6%	↑
白酒-次高端	37%	35%	25%	22%	↓	91%	44%	37%	16%	↓
白酒-区域酒	14%	10%	7%	8%	↑	-1%	24%	10%	7%	↓

	利润TTM同比				Q3相比	ROE-TTM				Q3相比
	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	Q2	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	Q2
白酒-高端	15%	18%	18%	19%	↑	28.4%	29.0%	28.8%	28.7%	↓
白酒-次高端	31%	39%	22%	27%	↑	24.7%	27.8%	26.5%	27.5%	↑
白酒-区域酒	20%	15%	13%	10%	↓	13.9%	14.5%	14.4%	14.5%	↑

# 【医药】三季报改善的方向与当前人们关切重合

- 22Q3医疗耗材、医疗设备、医药流通、新冠检测细分行业的收入和利润同比增速改善，仿制药、生物制品、新冠特效药等领域ROE改善，这几个行业恰好是近期发酵带量采购价格松绑、国产替代、安全主题相关的方向

二级行业	单季度收入同比				22Q3 改善	趋势	单季度利润同比				22Q3 改善	趋势	ROE(TTM)				22Q3 改善	趋势	2010年以来分 位数
	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3			21Q4	22Q1	22Q2	22Q3			21Q4	22Q1	22Q2	22Q3			
CXO	35%	57%	62%	55%		↘	63%	22%	104%	90%		↘	13.9%	13.5%	16.0%	17.3%	是	↘	100%
创新药	5%	7%	4%	1%		↘	-42%	7%	-11%	-16%		↘	12.1%	11.5%	10.9%	10.1%		↘	0%
仿制药	5%	1%	3%	4%	是	↘	173%	9%	16%	12%		↘	8.8%	8.7%	8.9%	9.1%	是	↘	22%
化学制剂	0%	5%	-4%	2%	是	↘	20%	-39%	-19%	-48%		↘	3.6%	2.6%	2.3%	1.5%		↘	4%
生物制品	38%	23%	15%	-2%		↘	76%	-20%	-55%	-38%	是	↘	14.8%	8.6%	6.6%	10.6%	是	↘	26%
体外诊断	15%	74%	30%	20%		↘	12%	96%	21%	17%		↘	25.7%	31.1%	30.3%	29.3%		↘	92%
血液制品	49%	34%	27%	5%		↘	-51%	19%	17%	2%		↘	6.6%	6.6%	6.7%	6.6%		↘	12%
原料药	27%	9%	6%	11%	是	↘	-30%	12%	9%	-13%		↘	9.7%	9.8%	9.8%	9.3%		↘	36%
中药	-2%	1%	3%	2%		↘	149%	3%	-25%	1%	是	↘	12.2%	11.9%	10.8%	10.5%		↘	24%
疫苗	49%	66%	13%	-5%		↘	55%	89%	-40%	-40%		↘	26.2%	25.1%	20.0%	16.3%		↘	68%
医疗耗材	-19%	-28%	-16%	-6%	是	↘	-96%	-70%	-61%	-29%	是	↘	20.2%	13.2%	8.5%	7.3%		↘	0%
医疗设备	2%	114%	18%	21%	是	↘	7%	309%	28%	70%	是	↘	18.0%	30.6%	29.8%	28.9%		↘	96%
医药流通	2%	7%	1%	10%	是	↘	-69%	-19%	4%	9%	是	↘	8.5%	7.6%	7.5%	7.4%		↘	0%
医疗服务	22%	42%	40%	37%		↘	11%	32%	119%	69%		↘	11.2%	11.5%	14.2%	15.4%	是	↘	100%
线下药店	12%	12%	19%	17%		↘	-34%	-6%	7%	20%	是	↘	12.0%	11.4%	11.3%	11.5%	是	↘	4%
新冠检测	24%	124%	1%	26%	是	↘	18%	160%	-17%	31%	是	↘	36.4%	45.4%	38.7%	36.1%		↘	90%
新冠特效药	4%	3%	23%	11%		↘	121%	2%	77%	27%		↘	8.7%	6.6%	8.0%	8.0%	是	↘	50%
新冠疫苗	53%	76%	17%	5%		↘	49%	100%	-35%	-24%	是	↘	26.1%	26.6%	21.7%	18.9%		↘	76%

# 【新能源】二季度光伏好，现在储能好

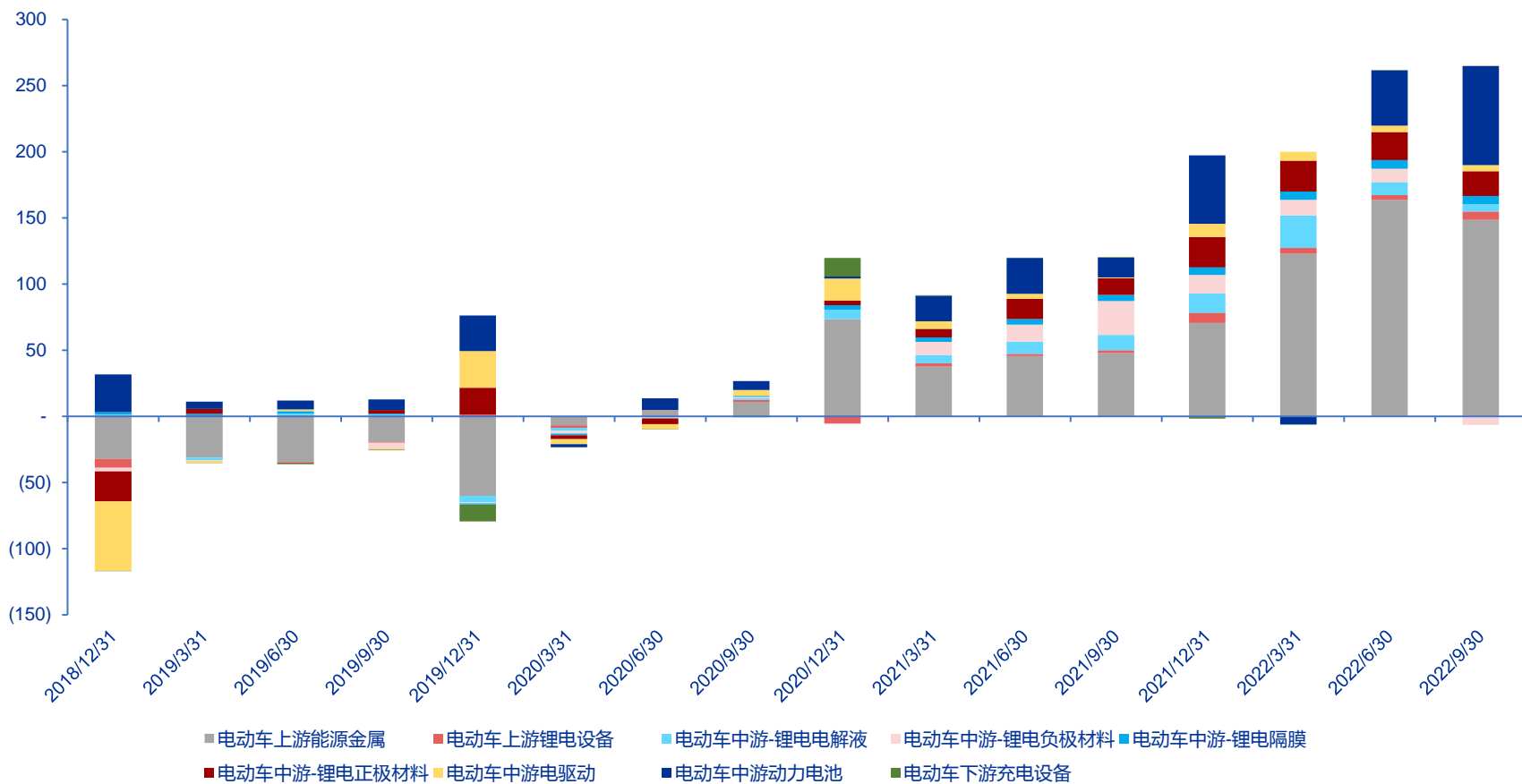
- 1) 储能：细分领域业绩全面开花；
- 2) 电动车产业链：锂电设备、动力电池景气指标继续改善，其他赛道出现增收不增利的情况；
- 3) 光伏产业链：中游电池片、下游应用系统景气指标继续改善，但其他细分收入/利润各有问题；
- 4) 风电业绩乏善可陈；电力系统零部件、配电设备业绩验证底部改善

细分行业	单季度收入同比				22Q3 改善	趋势	单季度利润同比				22Q3 改善	趋势	ROE(TTM)				22Q3 改善	趋势	2010年以来 分位数
	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3			21Q4	22Q1	22Q2	22Q3			21Q4	22Q1	22Q2	22Q3			
电动车上游金属	58%	39%	49%	40%			286%	279%	246%	209%			17%	23%	30%	33%	是	100%	
<b>电动车上游锂电设备</b>	<b>74%</b>	<b>84%</b>	<b>46%</b>	<b>56%</b>	是		<b>382%</b>	<b>82%</b>	<b>38%</b>	<b>54%</b>	是		<b>9%</b>	<b>10%</b>	<b>11%</b>	<b>12%</b>	是	<b>80%</b>	
电动车中游-锂电电解液	131%	131%	57%	80%	是		365%	293%	67%	34%			31%	39%	39%	38%		96%	
电动车中游-锂电负极材料	81%	72%	63%	75%	是		297%	98%	56%	-20%			19%	20%	21%	18%		94%	
电动车中游-锂电隔膜	57%	76%	62%	75%	是		109%	120%	94%	76%			18%	20%	22%	23%	是	100%	
电动车中游-锂电正极材料	107%	106%	99%	113%	是		206%	144%	88%	80%			14%	16%	16%	16%		98%	
<b>电动车中游动力电池</b>	<b>128%</b>	<b>120%</b>	<b>128%</b>	<b>167%</b>	是		<b>154%</b>	<b>-22%</b>	<b>103%</b>	<b>184%</b>	是		<b>15%</b>	<b>13%</b>	<b>14%</b>	<b>16%</b>	是	<b>98%</b>	
电动车中游电驱动	30%	25%	9%	2%			546%	101%	49%	55%	是		8%	10%	11%	11%		92%	
电动车下游充电设备	15%	26%	22%	30%	是		-87%	-82%	86%	74%			2%	2%	2%	3%	是	30%	
光伏上游硅料	36%	167%	133%	109%			328%	565%	231%	185%			31%	42%	48%	54%	是	100%	
光伏上游硅片	46%	55%	80%	71%			28%	38%	69%	80%	是		19%	19%	21%	23%	是	96%	
<b>光伏中游电池片</b>	<b>16%</b>	<b>76%</b>	<b>68%</b>	<b>79%</b>	是		<b>-134%</b>	<b>23%</b>	<b>91%</b>	<b>427%</b>	是		<b>4%</b>	<b>4%</b>	<b>5%</b>	<b>8%</b>	是	<b>88%</b>	
光伏中游辅材	18%	37%	69%	42%			-14%	-43%	68%	6%			16%	13%	14%	14%		84%	
光伏中游组件	41%	66%	81%	93%	是		35%	221%	1308%	181%			-5%	0%	3%	6%	是	66%	
<b>光伏下游应用系统</b>	<b>11%</b>	<b>27%</b>	<b>34%</b>	<b>43%</b>	是		<b>-109%</b>	<b>3%</b>	<b>29%</b>	<b>76%</b>	是		<b>7%</b>	<b>6%</b>	<b>7%</b>	<b>8%</b>	是	<b>56%</b>	
户用储能-电池及系统	51%	69%	74%	98%	是		195%	23%	90%	231%	是		10%	11%	13%	18%	是	100%	
户用储能-逆变器	26%	37%	53%	58%	是		-48%	17%	63%	100%	是		14%	13%	13%	16%	是	79%	
大型储能-电池	82%	96%	100%	153%	是		149%	-1%	140%	213%	是		12%	11%	13%	16%	是	100%	
大型储能-温控技术	24%	45%	4%	29%	是		-20%	14%	-31%	21%	是		10%	9%	8%	8%	是	4%	
大型储能-系统集成	10%	18%	15%	27%	是		-6574%	-56%	3%	310%	是		2%	1%	1%	3%	是	22%	
风电上游材料	17%	66%	45%	13%			236%	105%	53%	17%			25%	28%	28%	27%		86%	
风电中游零部件	-7%	-8%	-12%	-3%	是		-28%	-55%	-43%	-39%	是		12%	11%	9%	7%		58%	
风电中游整机	-9%	18%	-21%	-33%			-4%	86%	-8%	-35%			12%	14%	13%	11%		52%	
风电下游应用系统	23%	19%	30%	25%			33%	24%	23%	95%	是		10%	10%	10%	11%	是	100%	
电力服务	19%	30%	6%	21%	是		-1981%	-69%	-37%	-33%	是		-3%	-3%	-4%	-5%		0%	
<b>电力系统零部件及仪器</b>	<b>13%</b>	<b>21%</b>	<b>3%</b>	<b>5%</b>	是		<b>-320%</b>	<b>16%</b>	<b>-33%</b>	<b>79%</b>	是		<b>4%</b>	<b>4%</b>	<b>4%</b>	<b>5%</b>	是	<b>22%</b>	
电网自动化	4%	20%	10%	10%			133%	-51%	25%	25%	是		12%	11%	11%	12%	是	84%	
电源设备	-13%	11%	-14%	3%	是		-293%	-25%	121%	-38%			-3%	-4%	0%	-1%		4%	
<b>配电设备</b>	<b>-2%</b>	<b>-7%</b>	<b>-12%</b>	<b>2%</b>	是		<b>-77%</b>	<b>-85%</b>	<b>-34%</b>	<b>130%</b>	是		<b>6%</b>	<b>6%</b>	<b>4%</b>	<b>5%</b>	是	<b>27%</b>	
输变电设备	14%	34%	20%	13%			-78%	33%	35%	49%	是		7%	7%	8%	9%	是	76%	

# 电动车产业链利润持续向上游集中的趋势开始松动

- 从单季度利润增长贡献的占比来看，电动车上游能源金属占电动车非整车产业链(上市公司产业链)的比例小幅降低；动力电池由于强议价能力 + 提价顺利，利润占比修复明显（16%上升至29%），中游材料（正负极、隔膜、电解液）受到挤压，占比下降近半

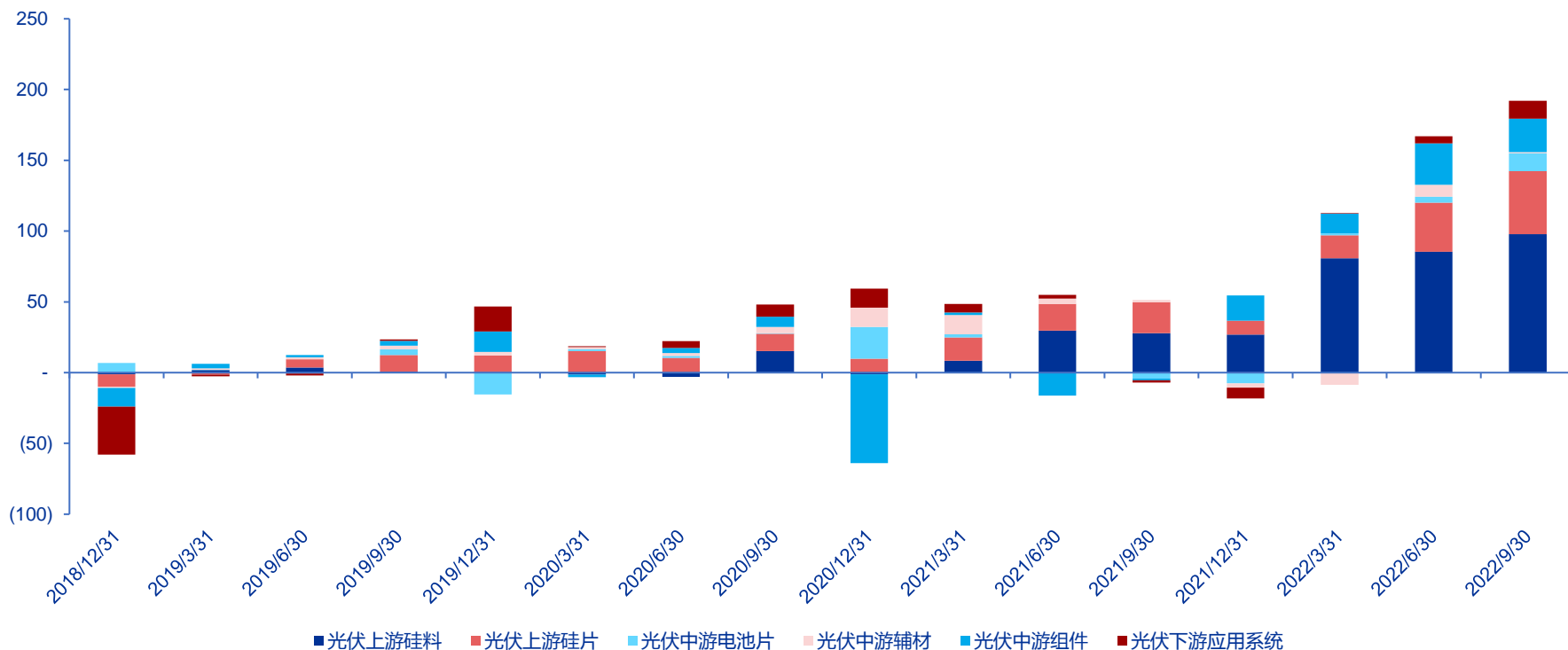
上市公司口径归母净利润同比多增/亿元 - 电动车产业链(整车除外)



## …而光伏产业链上游利润占产业链的比例仍然较高

- 光伏产业链整体的单季度利润多增继续改善。从贡献的占比来看，上游硅料占光伏产业链(上市公司口径)的比例Q2超过50%，Q3占比持平；其次是上游硅片，不到25%；另外，已经看到中游组件的利润占比明显增加，但光伏辅材的占比下降

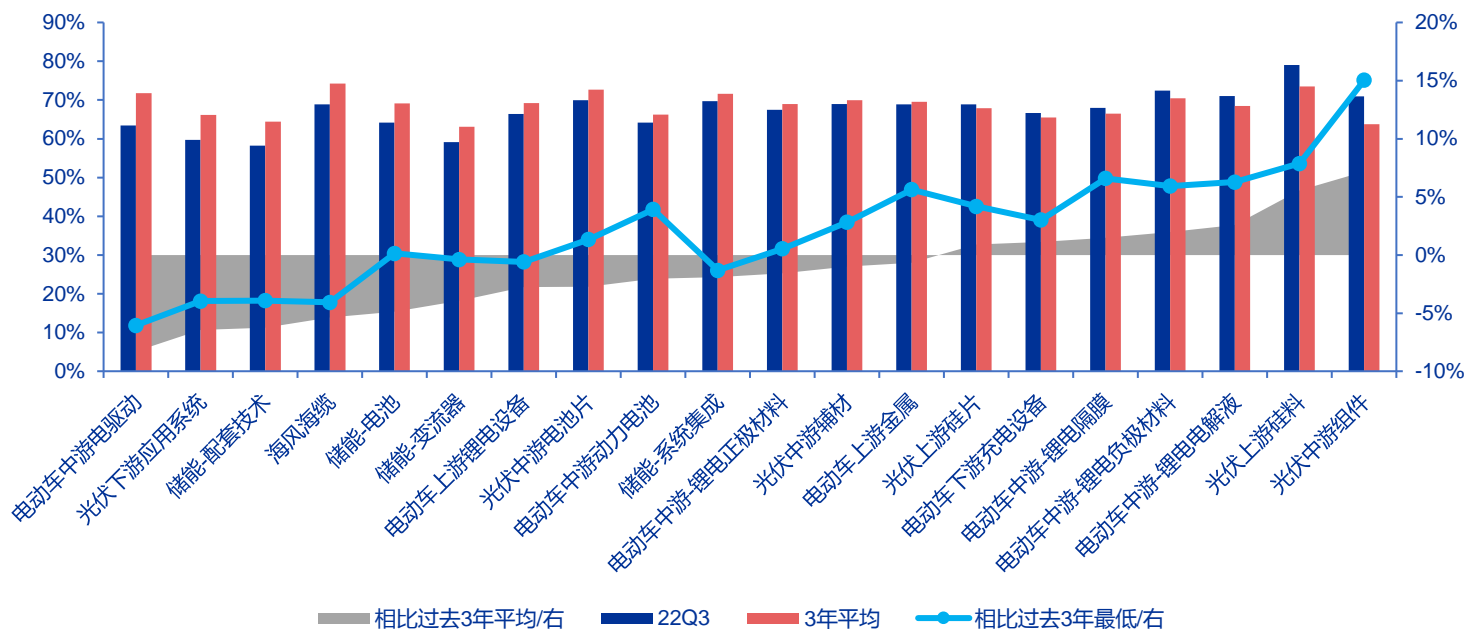
上市公司口径归母净利润同比多增/亿元 - 光伏产业链



# 市场对少数领域可能仍包含2022Q4过度乐观的收入预期

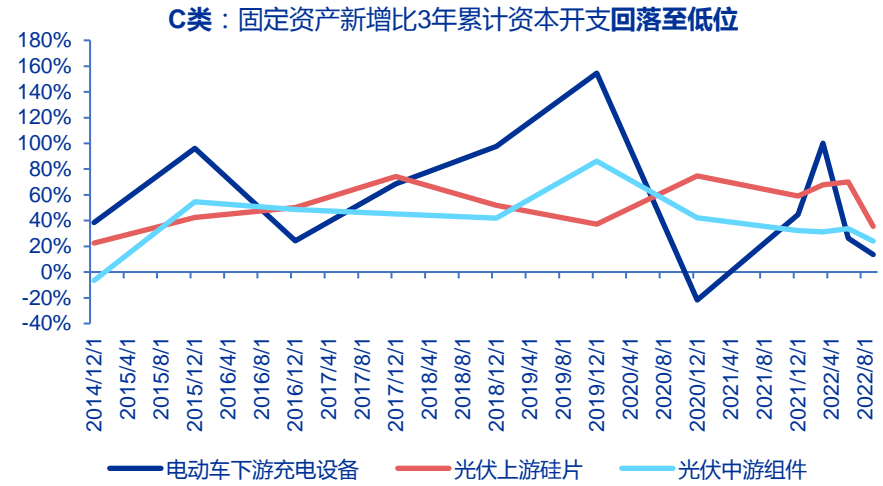
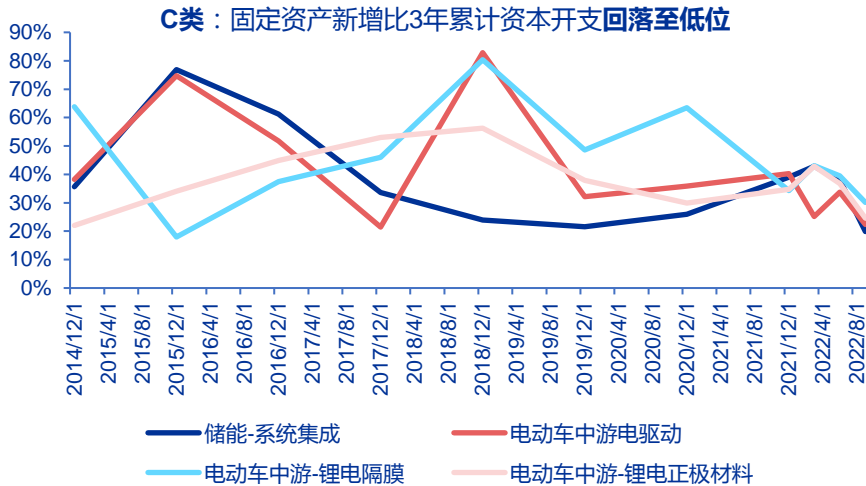
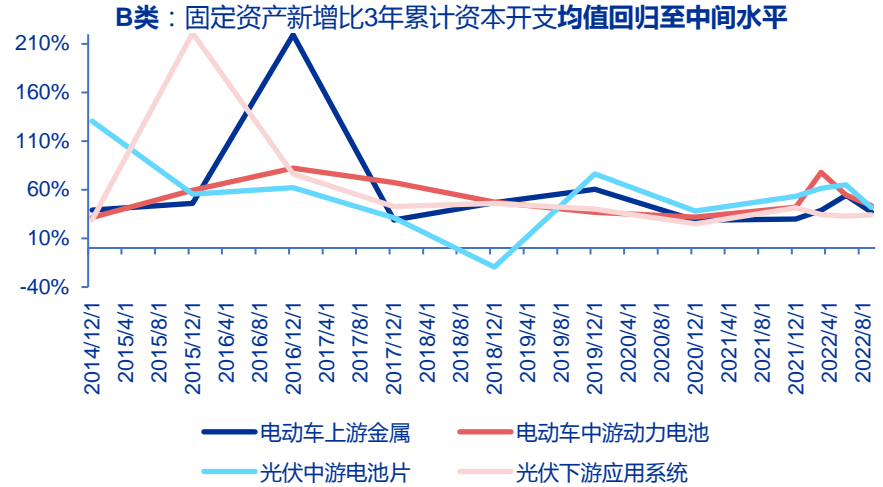
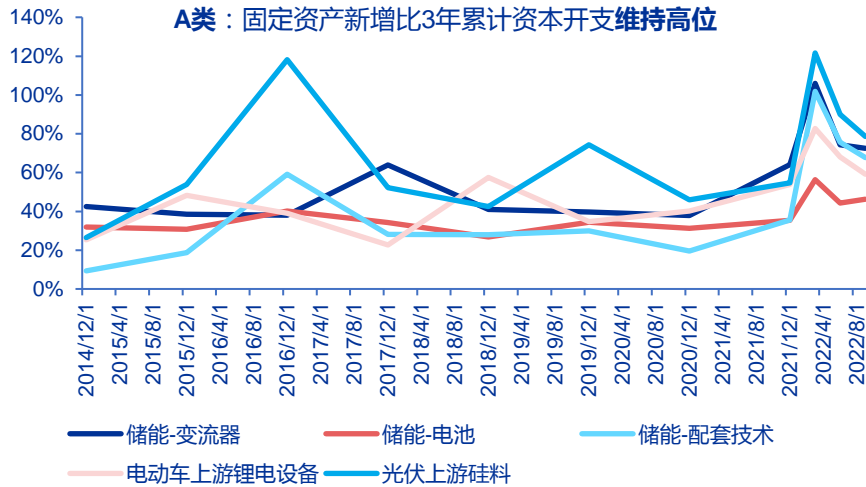
- 从需求侧来看，目前仍有部分的新能源细分行业（如中游电驱动、光伏下游应用系统、储能配套技术、储能系统集成等）目前对2022年四季度预期有些太乐观了(给予四季度业绩的权重占全年过高)，这些行业中可能确实有需求侧爆发的逻辑，但不一定能够最终都达到市场的乐观预期

新能源细分赛道 22Q3累计收入/2022盈利预测 与往年同时段收入占比比较



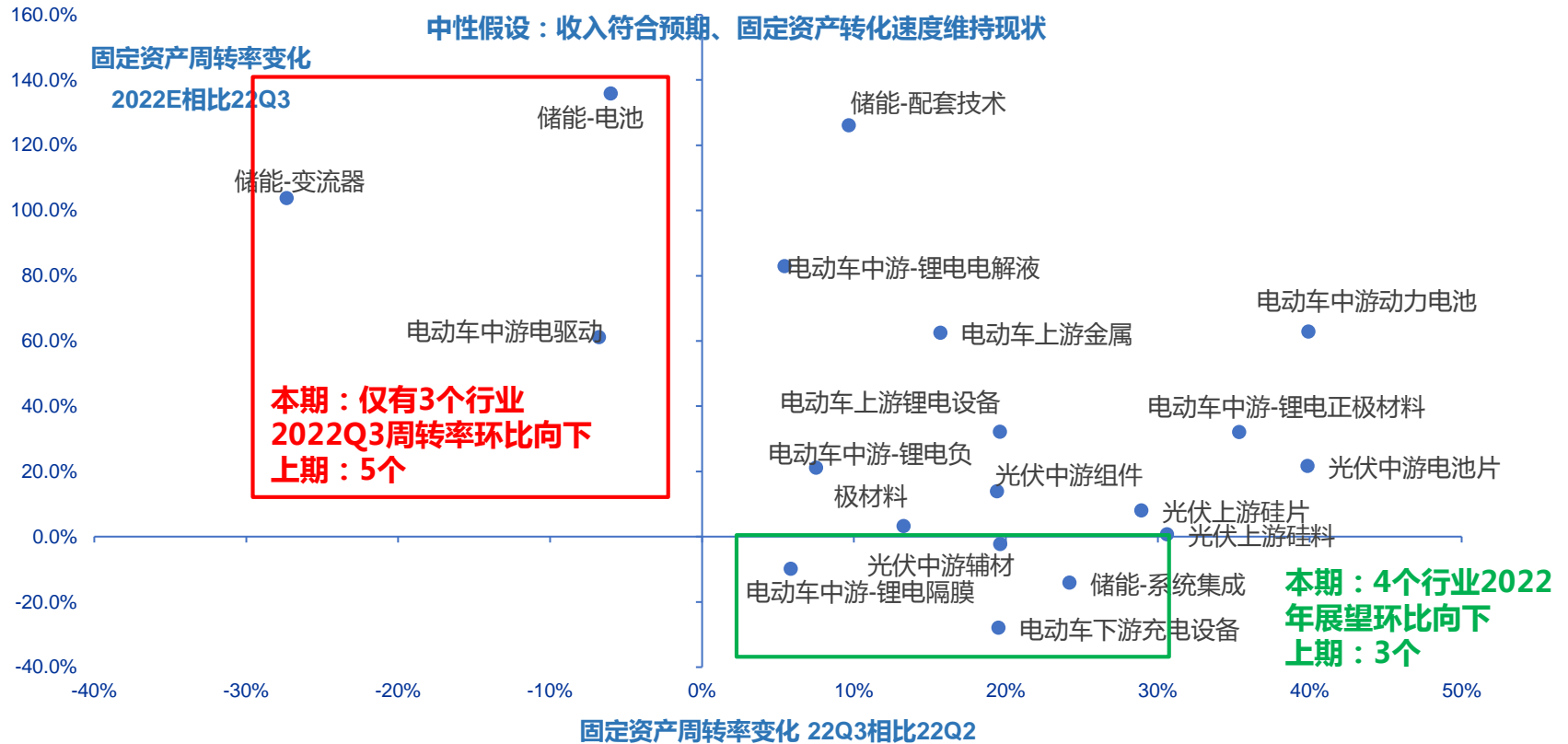
# 隐忧：超过半数新能源细分行业供给释放才刚刚开始

■ 从历史位置来看，储能系统集成、锂电正极材料、光伏上游硅片等资本开支转固2023年将持续加速(图中C类行业)；部分行业如上游硅料、锂电设备的转固速度刚刚高位下行(图中A类行业)



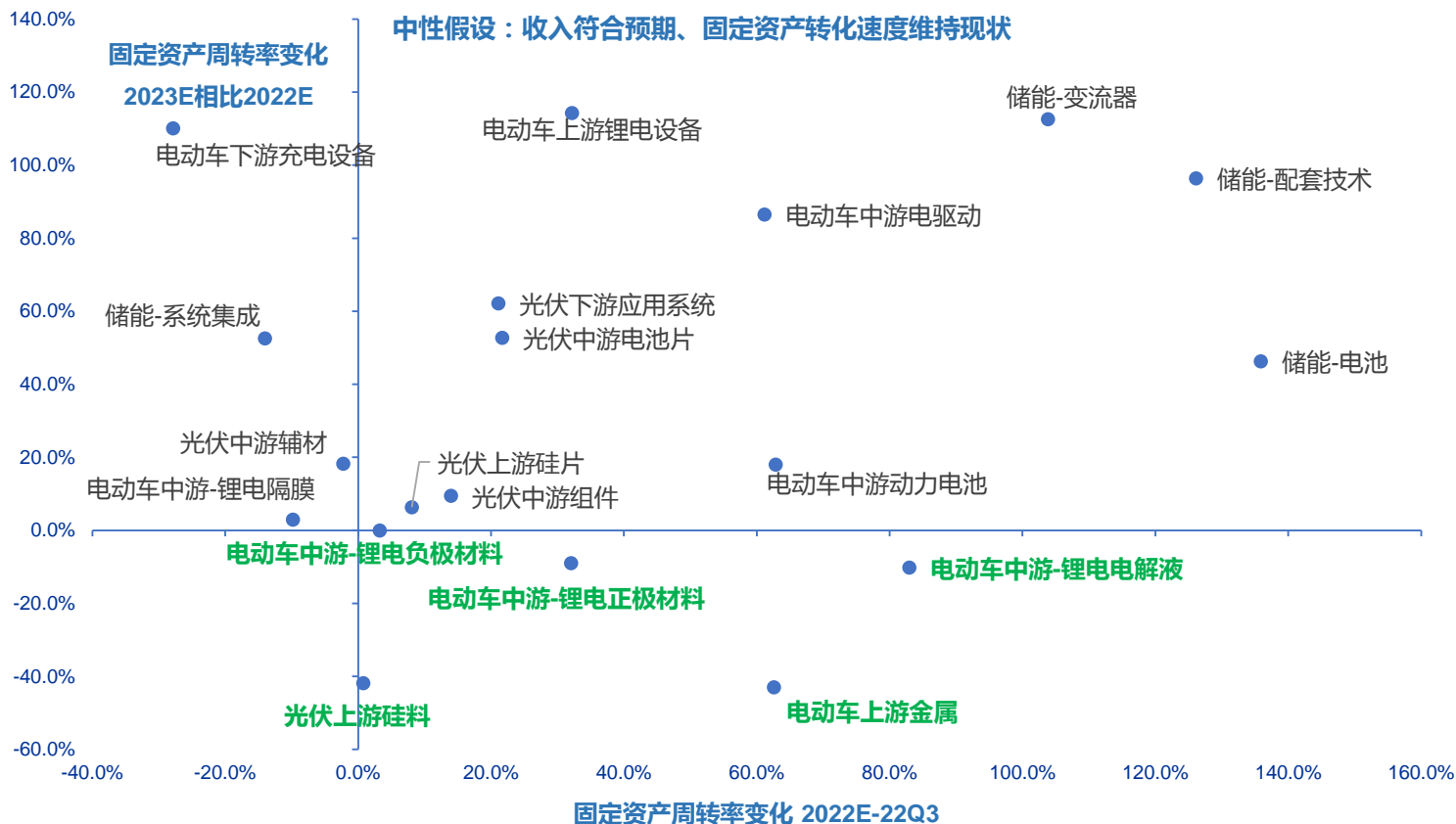
# 2022Q4周转率转而下降的新能源细分领域数量增加

- 22Q3相比22Q2固定资产周转率往上的细分领域环比增加
- 但考虑到目前需求状态，往后看假设2022年收入增速符合分析师预期，2022年末周转率转而下降的细分领域数量增加



# 即使考虑资本开支跟随收入一起下滑，2023年新能源上游细分领域固定资产周转率仍将进一步往下

- 同样按照分析师最新预期，考虑资本开支增速与收入增速趋势一致(历史上资本开支增速与收入增速具有正相关性)、转固速度回归2018年以来的平均水平，则2023年仍有细分领域固定资产周转率向下恶化，例如光伏上游硅料、电动车上游金属、锂电正负极/电解液



# 新能源2023年的主要矛盾是需求，储能的确定性最高

## ■ 新能源上游周转率下行、成本压力下行仍是趋势，2023年产业链投资的要点在于需求侧的识别，目前市场给予储能厚望

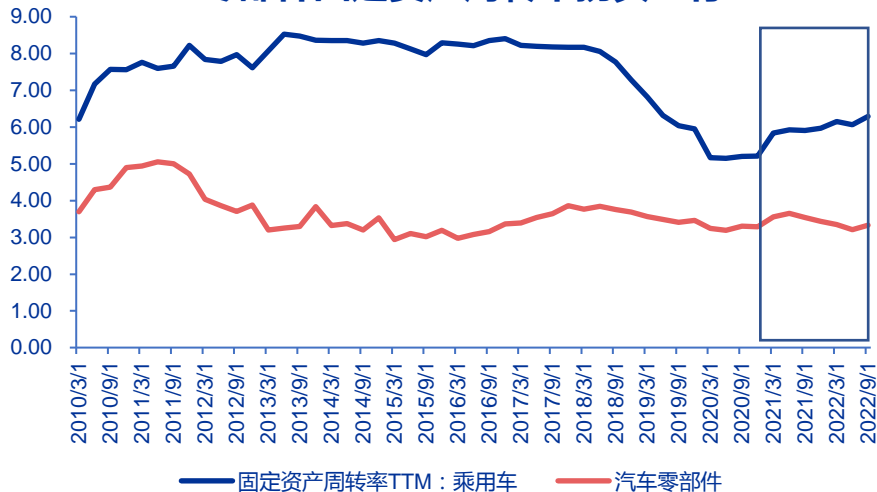
- 2023年三季报披露后，2022年光伏各环节收入预期上调、但2023年上下调不一；储能2022年预期基本不变，2023年预期普遍上调；电动车产业链内部分化较大，电驱动、锂电隔膜2022、2023年预期增速均上调

自下而上收入预测	9.30预测		11.2预测		变化	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
储能-变流器	67%	62%	69%	64%	3%	2%
储能-电池	111%	43%	108%	45%	-3%	2%
储能-配套技术	43%	41%	43%	40%	0%	-1%
储能-系统集成	28%	35%	28%	40%	0%	4%
电动车上游金属	52%	15%	50%	15%	-2%	0%
电动车上游锂电设备	61%	46%	61%	42%	0%	-4%
电动车中游电驱动	27%	22%	28%	22%	1%	0%
电动车中游动力电池	130%	38%	123%	42%	-7%	3%
电动车中游-锂电电解液	70%	32%	86%	29%	16%	-4%
电动车中游-锂电负极材料	68%	37%	69%	36%	1%	-1%
电动车中游-锂电隔膜	72%	49%	74%	49%	2%	0%
电动车中游-锂电正极材料	108%	31%	102%	33%	-6%	3%
电动车下游充电设备	25%	25%	25%	25%	0%	0%
光伏上游硅料	100%	5%	105%	7%	5%	2%
光伏上游硅片	67%	23%	68%	23%	1%	0%
光伏中游电池片	81%	28%	83%	28%	2%	0%
光伏中游辅材	56%	32%	56%	30%	0%	-1%
光伏中游组件	69%	28%	69%	29%	1%	1%
光伏下游应用系统	50%	59%	55%	62%	5%	3%

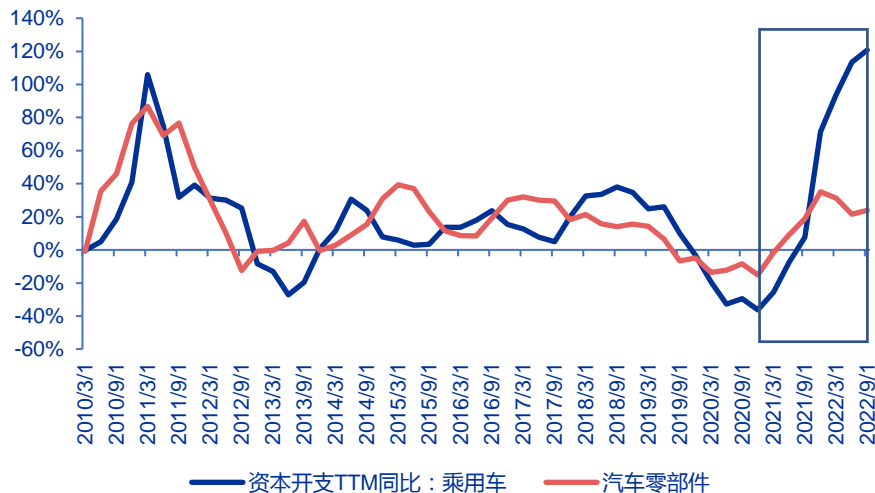
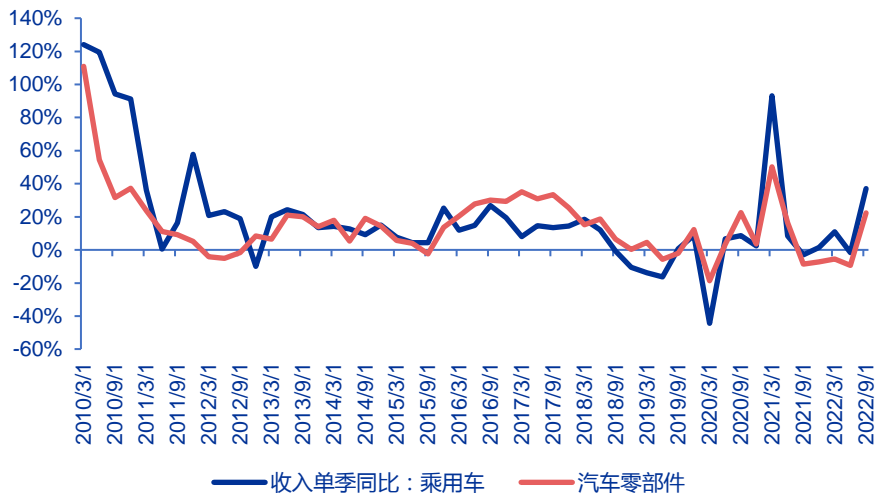
# 【汽车】供给格局展望已经出现分化

- 三季报汽车板块业绩好意料之外、情理之中
- 目前零部件和整车固定资产周转率处于上行，2023年国内刺激政策以及消费能力恢复的情况同样关键
- 未来格局展望已出现分化：历史上汽车整车、零部件需求侧同周期波动，但是扩产行为有所差异，零部件的扩产更加克制，这次也不例外

### 零部件固定资产周转率拐头上行



### 乘用车资本开支增速大幅扩张，而零部件相对克制



# 【机械设备】收入普遍改善，毛利率分化

- 3C设备、工程机械、能源装备行业收入和毛利率同步改善，且这些行业还在进行资本开支的加速扩张
  - 需求改善(收入增速改善)、毛利率还有下行空间的细分：船舶港口机械、工控设备、机械基础件和零部件等

## 收入增速和毛利率改善的机械细分行业：3C设备、工程机械、能源装备等

机械细分行业(加粗：收入增速改善、毛利率改善)	收入增速22Q3	变化	毛利率22Q3	变化	资本开支增速22Q3	变化
<b>3C设备</b>	20%	7.3%	38%	0.1%	11%	2.0%
<b>工程机械</b>	10%	36.2%	15%	0.7%	5%	0.2%
叉车/物流自动化设备	2%	3.1%	18%	-0.1%	7%	0.6%
船舶及港口机械	0%	14.8%	13%	-0.8%	4%	-1.1%
电梯	7%	25.8%	18%	0.0%	6%	-0.1%
工控设备	10%	-10.5%	26%	-0.5%	3%	-0.6%
轨交设备	10%	11.6%	22%	-0.1%	7%	0.2%
机床工具与自动化	-5%	3.6%	27%	-0.1%	8%	-0.4%
机械基础件及零部件	9%	14.7%	24%	-0.6%	10%	-0.1%
激光设备	-5%	-3.0%	30%	-0.1%	8%	-0.8%
金属制品	15%	5.2%	16%	-0.3%	5%	0.3%
<b>能源装备</b>	14%	8.2%	24%	0.1%	10%	0.8%
<b>轻工机械</b>	6%	2.2%	23%	1.3%	9%	1.7%
<b>制冷、通风设备</b>	39%	20.5%	22%	0.2%	9%	1.1%
智能表计	13%	10.8%	35%	-0.4%	10%	-0.2%
智能装备	9%	1.6%	28%	-0.5%	8%	-0.5%
<b>重型机械</b>	-1%	7.5%	17%	0.3%	5%	0.1%

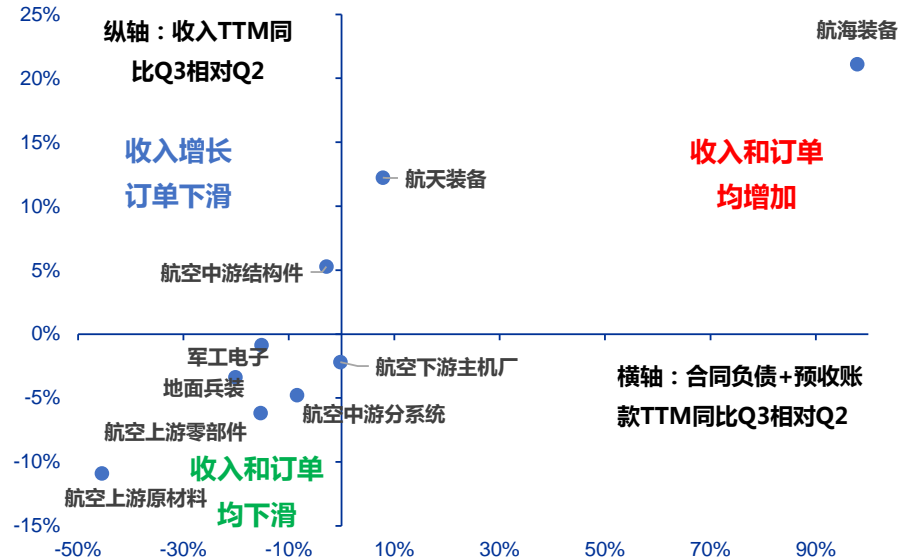
# 【军工】细分行业分化较大，把更多释放空间留给2023年

■ 军工虽然全行业利润同比回升，但疫情等原因影响交付节奏，多个细分三季报收入和利润增速下滑(类似的逻辑在二季度也出现过)

- 航天装备收入、订单、盈利增速以及ROE改善，主要与通信相关的卫星互联网景气有关

■ 2022年低基数，预收账款和合同负债绝对水平仍然较高，市场预期板块更多的业绩释放空间留给2023年

### 军工多数细分板块收入和订单增速恶化



### 航天装备成为少数收入、盈利增速以及ROE改善的板块

细分行业	单季度收入同比				22Q3改善	趋势	单季度利润同比				22Q3改善	趋势	ROE(TTM)				22Q3改善	趋势	2010年以来分位数
	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3			21Q4	22Q1	22Q2	22Q3			21Q4	22Q1	22Q2	22Q3			
航空上游原材料	28%	25%	13%	1%			27%	16%	7%	-18%			11.9%	11.9%	11.5%	10.5%			82%
航空上游零部件	14%	7%	0%	-9%			283%	11%	397%	315%			3.1%	3.2%	5.7%	9.6%	是		86%
航空中游结构件	27%	28%	27%	23%			708%	47%	-29%	14%	是		9.2%	9.7%	8.5%	8.2%			70%
航空中游分系统	-13%	15%	11%	-3%			-17%	23%	17%	-9%			7.6%	7.8%	7.8%	7.4%			48%
航空下游主机厂	9%	16%	19%	1%			-30%	7%	4%	-15%			5.7%	5.7%	5.7%	5.4%			72%
军工电子	5%	8%	2%	7%	是		-36%	10%	-8%	-16%			9.5%	9.4%	8.7%	8.1%			84%
地面兵装	-4%	21%	10%	10%			-13%	38%	27%	-28%			5.7%	6.6%	6.9%	6.3%			66%
航海装备	9%	-7%	8%	81%	是		33%	-72%	5%	-17%			2.6%	2.3%	2.4%	2.3%			8%
<b>航天装备</b>	<b>2%</b>	<b>5%</b>	<b>5%</b>	<b>45%</b>	<b>是</b>		<b>-86%</b>	<b>6%</b>	<b>21%</b>	<b>121%</b>	<b>是</b>		<b>3.4%</b>	<b>3.4%</b>	<b>3.7%</b>	<b>4.4%</b>	<b>是</b>		<b>14%</b>

# 【通信】5G光通信、北斗及军工通信业绩验证再度上行

- 通信三季报不乏亮点：光模块和光器件、北斗及军工通信收入&利润增速&ROE均改善，背后是5G、千兆光网等新型基础设施建设加快推进、网络连接终端用户规模不断扩大
  - 此外物联网、通信工程收入和利润同比改善

## 通信细分领域利润弹性较大，收入增速相对稳定

细分行业	单季度收入同比				22Q3 改善	趋势	单季度利润同比				22Q3 改善	趋势	ROE(TTM)				22Q3 改善	趋势	2010年以来 分位数
	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3			21Q4	22Q1	22Q2	22Q3			21Q4	22Q1	22Q2	22Q3			
<b>5G网络-光模块和光器件</b>	<b>29%</b>	<b>15%</b>	<b>18%</b>	<b>36%</b>	是	↘	<b>250%</b>	<b>4%</b>	<b>64%</b>	<b>76%</b>	是	↘	<b>10%</b>	<b>10%</b>	<b>11%</b>	<b>12%</b>	是	↘	<b>78%</b>
5G网络-光纤光缆	5%	6%	1%	-3%		↘	-283%	84%	161%	80%		↘	2%	3%	5%	6%	是	↘	16%
5G网络-其他通信线缆	24%	22%	24%	-2%		↘	4%	8%	48%	15%		↘	8%	8%	9%	9%	是	↘	73%
5G网络-通信工程及服务	-3%	7%	6%	10%	是	↘	-4673%	30%	38%	71%	是	↘	-19%	-19%	-20%	-20%	是	↘	0%
5G网络-通信设备及器件	15%	21%	12%	6%		↘	-211%	3%	40%	49%	是	↘	4%	4%	4%	5%	是	↘	24%
5G网络-通信终端及配件	15%	2%	15%	-2%		↘	1755%	378%	124%	80%		↘	4%	5%	12%	12%	是	↘	70%
5G网络-主设备商	12%	6%	19%	6%		↘	-38%	2%	24%	27%	是	↘	14%	14%	14%	14%	是	↘	84%
5G应用-电信运营商	5%	12%	9%	10%	是	↘	10%	8%	20%	4%		↘	6%	9%	9%	9%	是	↘	98%
5G应用-融合通信	-27%	-33%	0%	-20%		↘	-69%	-154%	104%	130%	是	↘	-47%	-51%	-19%	-15%	是	↘	16%
5G应用-通信增值服务	21%	21%	9%	11%	是	↘	45%	-36%	-10%	-31%		↘	-3%	-3%	-3%	4%	是	↘	20%
5G应用-物联网	2%	18%	14%	22%	是	↘	25%	-2%	-6%	4%	是	↘	15%	14%	14%	13%	是	↘	62%
5G应用-在线办公	25%	21%	22%	21%		↘	-115%	57%	5%	38%	是	↘	8%	9%	9%	10%	是	↘	58%
IDC	-19%	-14%	-12%	-13%		↘	-93%	49%	-105%	-117%		↘	-6%	-5%	-13%	-14%	是	↘	8%
<b>北斗及军工通信</b>	<b>8%</b>	<b>16%</b>	<b>5%</b>	<b>13%</b>	是	↘	<b>152%</b>	<b>259%</b>	<b>56%</b>	<b>211%</b>	是	↘	<b>6%</b>	<b>7%</b>	<b>8%</b>	<b>9%</b>	是	↘	<b>92%</b>

# 【计算机传媒】工业软件、汽车IT业绩改善

■ 22Q3计算机和传媒行业细分板块大部分仍深陷负增长，不过工业软件、汽车IT行业收入和利润同比均已回正、且ROE改善

细分行业	单季度收入同比				22Q3改善	趋势	单季度利润同比				22Q3改善	趋势	ROE(TTM)				22Q3改善	趋势	2010年以来分位数
	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3			21Q4	22Q1	22Q2	22Q3			21Q4	22Q1	22Q2	22Q3			
游戏	12%	4%	2%	-7%			-74%	5%	-33%	-47%			7%	7%	6%	4%		16%	
影视院线	-7%	-13%	-44%	-2%	是		66%	-75%	-235%	-137%	是		-2%	-3%	-5%	-6%		22%	
数字媒体	-11%	-20%	-12%	-4%	是		-50%	-55%	-14%	-15%			11%	8%	8%	7%		28%	
出版	-5%	10%	1%	5%	是		75%	-2%	-3%	-9%			11%	10%	10%	10%		44%	
电视广播	-17%	1%	-11%	7%	是		391%	35%	-79%	-29%	是		3%	3%	2%	2%		8%	
广告营销	-5%	-8%	-19%	-8%	是		80%	-44%	-18%	-67%			7%	5%	5%	4%		26%	
信创	13%	15%	-7%	-6%	是		-60%	-81%	599%	-66%			4%	3%	4%	3%		10%	
信息安全	0%	13%	-7%	-5%	是		-49%	-95%	-396%	-986%			1%	0%	-2%	-4%		0%	
政务IT	-1%	12%	-6%	-12%			33%	-129%	-27%	-87%			4%	4%	4%	3%		10%	
<b>工业软件</b>	<b>21%</b>	<b>37%</b>	<b>5%</b>	<b>14%</b>	<b>是</b>		<b>-50%</b>	<b>19%</b>	<b>-5%</b>	<b>9%</b>	<b>是</b>		<b>10%</b>	<b>10%</b>	<b>10%</b>	<b>10%</b>	<b>是</b>	<b>48%</b>	
安防设备	-30%	-19%	-13%	-19%			-1159%	-136%	-135%	-680%			-12%	-13%	-15%	-7%		0%	
金融IT	8%	10%	5%	14%	是		19%	-9%	-12%	-10%	是		14%	13%	12%	11%		58%	
能源IT	12%	33%	28%	16%			-6%	-15%	9%	10%	是		11%	10%	10%	10%		36%	
<b>汽车IT</b>	<b>-8%</b>	<b>2%</b>	<b>5%</b>	<b>18%</b>	<b>是</b>		<b>-396%</b>	<b>-106%</b>	<b>473%</b>	<b>1297%</b>	<b>是</b>		<b>-4%</b>	<b>-4%</b>	<b>-3%</b>	<b>-3%</b>	<b>是</b>	<b>6%</b>	
医疗IT	-8%	8%	-23%	7%	是		-244%	-74%	-144%	-72%	是		0%	0%	-1%	-2%		4%	
云计算	10%	24%	5%	6%	是		-2%	-29%	-16%	-10%	是		5%	5%	5%	4%		8%	
大数据	-4%	9%	-7%	17%	是		-257%	-57%	-107%	-197%			-3%	-3%	-4%	-5%		0%	
AI	18%	19%	4%	0%			11%	5%	-19%	-39%			22%	21%	19%	7%		10%	
计算机设备	5%	14%	-4%	-5%			-27%	-26%	-16%	-44%			10%	10%	9%	7%		0%	

# 业绩拐点临近：金融/能源/汽车IT管理费用前期已经下行、收入同比已经回升

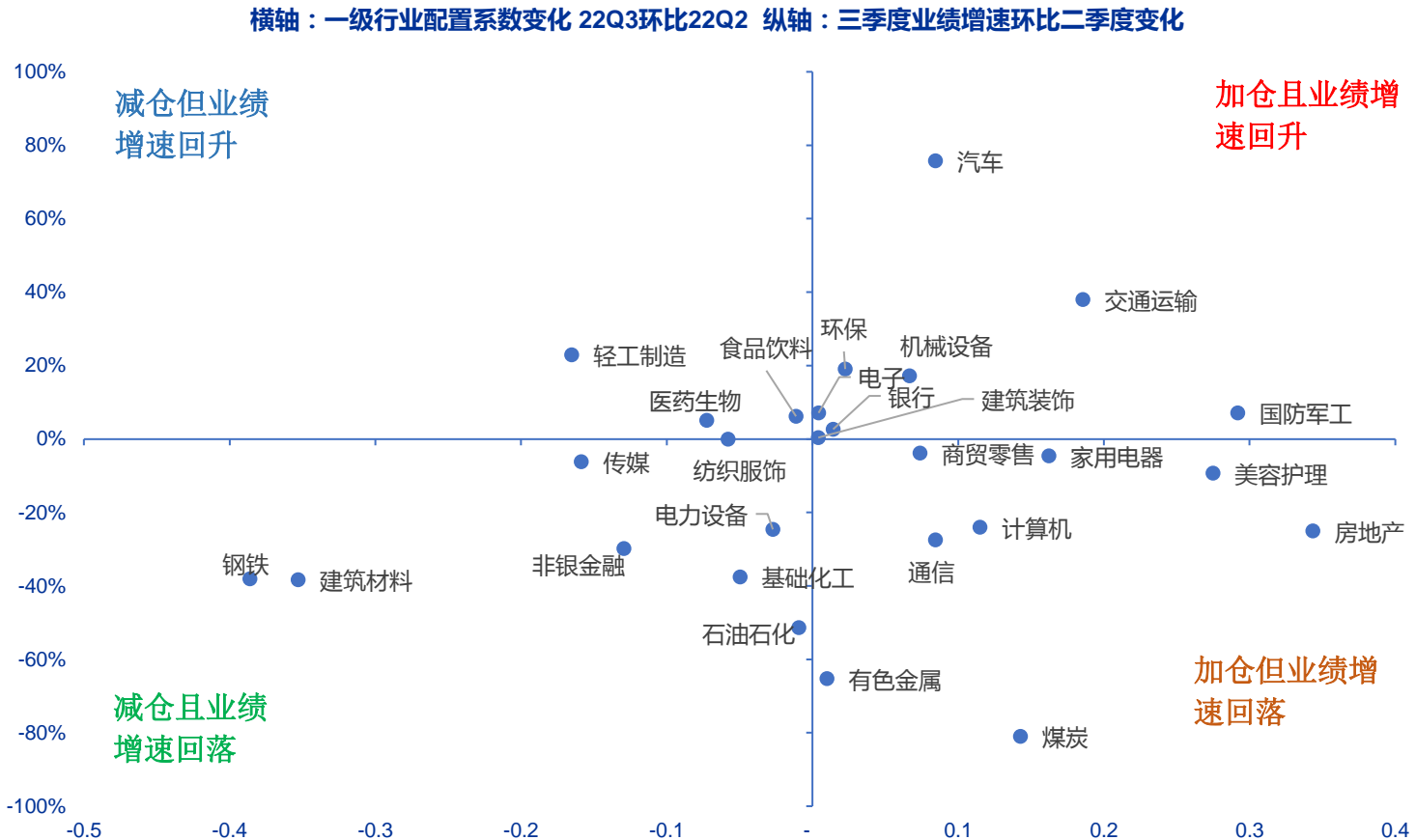
- 历史上TMT软件行业的管理费用同比领先收入同比
- 好消息：金融/能源/汽车IT、电视广播这几个方向管理费用增速和费用率均出现下行，且收入同比已经开始改善；云计算、游戏行业的收入同比尚未开始改善
- 行业基本面预期正在筑底

细分行业		管理费用TTM同比		Q3是否	管理费用率TTM		Q3是否	收入TTM同比		Q3是否
		22Q2	22Q3	下行	22Q2	22Q3	下行	22Q2	22Q3	改善
传媒	游戏	1.8%	-2.7%	是	9.4%	9.3%	是	6.9%	2.4%	
传媒	影视院线	-1.7%	-6.3%	是	10.5%	10.3%	是	-14.0%	-16.7%	
传媒	数字媒体	0.5%	0.9%		6.8%	6.8%	是	-8.6%	-11.4%	
传媒	出版	4.4%	3.9%	是	10.5%	10.4%	是	1.8%	1.6%	
<b>传媒</b>	<b>电视广播</b>	<b>-6.5%</b>	<b>-8.0%</b>	<b>是</b>	<b>12.6%</b>	<b>12.6%</b>	<b>是</b>	<b>-7.9%</b>	<b>-7.2%</b>	<b>是</b>
传媒	广告营销	-2.6%	-3.9%	是	3.0%	3.0%		-7.9%	-10.4%	
计算机	信创	24.3%	20.9%	是	2.9%	3.0%		9.1%	2.6%	
计算机	信息安全	14.9%	10.0%	是	9.0%	9.2%		1.6%	-0.8%	
计算机	政务IT	1.4%	-1.9%	是	7.0%	7.1%		5.9%	-3.1%	
计算机	工业软件	30.8%	28.0%	是	5.8%	5.8%		19.5%	17.5%	
计算机	安防设备	6.5%	8.2%		8.8%	9.3%		-21.9%	-22.5%	
<b>计算机</b>	<b>金融IT</b>	<b>18.7%</b>	<b>16.1%</b>	<b>是</b>	<b>6.9%</b>	<b>6.8%</b>	<b>是</b>	<b>8.2%</b>	<b>9.1%</b>	<b>是</b>
<b>计算机</b>	<b>能源IT</b>	<b>3.6%</b>	<b>-2.8%</b>	<b>是</b>	<b>1.5%</b>	<b>1.4%</b>	<b>是</b>	<b>17.8%</b>	<b>20.6%</b>	<b>是</b>
<b>计算机</b>	<b>汽车IT</b>	<b>4.6%</b>	<b>0.2%</b>	<b>是</b>	<b>6.6%</b>	<b>6.2%</b>	<b>是</b>	<b>-3.5%</b>	<b>3.0%</b>	<b>是</b>
计算机	医疗IT	2.7%	4.7%		13.2%	13.5%		-6.7%	-5.3%	是
计算机	云计算	7.2%	2.8%	是	3.6%	3.5%	是	11.5%	10.4%	
计算机	大数据	8.9%	9.2%		7.0%	6.8%	是	-3.1%	2.5%	是
计算机	AI	28.7%	23.8%	是	3.7%	3.8%		16.2%	9.6%	

# 基金加仓这些方向与三季度财报增速变化的方向共振

## ■ 积极共振：军工、机械设备、汽车、交运

- 消极共振：建材、钢铁、非银、电力设备、石油石化



## 观察三：

---

上游和中下游盈利分化出现反转  
最终可能是衰退特征

——未来结构景气从上下游分化  
到需求侧分化



# 三季度报中下游收入增速反弹，是一系列结构亮点的基础

- 疫情影响下(消费场景以及收入滞后确认)中游制造、消费、稳定行业收入同比改善，同步带来了固定资产周转率、利润同比、ROE等指标的改善

	单季收入同比				趋势	22Q3相比 22Q2
	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3		
全A两非	7%	12%	5%	7%		3%
周期	19%	24%	16%	6%		-10%
中游制造	12%	24%	15%	29%		14%
消费	1%	3%	-3%	11%		14%
金融	1%	-2%	-2%	-4%		-2%
稳定	20%	19%	8%	11%		2%
TMT	1%	6%	0%	5%		5%

	单季利润同比				趋势	22Q3相比 22Q2
	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3		
全A两非	-36%	7%	-3%	-2%		10%
周期	16%	40%	23%	-16%		-38.6%
中游制造	-18%	17%	27%	35%		7.9%
消费	40%	-12%	-28%	22%		49.8%
金融	-17%	-3%	-1%	0%		0.2%
稳定	-124%	-10%	-12%	34%		46.9%
TMT	79%	-5%	-4%	-22%		-18.0%

	固定资产周转率TTM				趋势	22Q3相比 22Q2
	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3		
全A两非	3.26	3.27	3.24	3.22		-0.01
周期	4.19	4.31	4.37	4.36		-0.02
中游制造	3.67	3.68	3.69	3.75		0.06
消费	4.54	4.47	4.36	4.37		0.01
金融						
稳定	1.36	1.39	1.39	1.40		0.01
TMT	2.52	2.51	2.49	2.48		-0.02

	资本开支TTM同比				趋势	22Q3相比 22Q2
	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3		
全A两非	14%	6%	5%	6%		1.1%
周期	6%	4%	3%	2%		-1.2%
中游制造	59%	51%	43%	39%		-4.2%
消费	17%	7%	2%	2%		-0.1%
金融						
稳定	1%	-7%	-3%	0%		3.2%
TMT	27%	16%	8%	8%		0.8%

# 三季度报中下游收入增速反弹，是一系列结构亮点的基础

	毛利率TTM				趋势	22Q3相比 22Q2
	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3		
全A两非	18.0%	17.8%	17.8%	17.5%		-0.3%
周期	16.8%	16.8%	16.9%	16.4%		-0.5%
中游制造	20.9%	20.6%	20.8%	20.7%		0.0%
消费	21.1%	20.9%	20.9%	20.8%		0.0%
金融	20.8%	20.2%	19.9%	19.5%		-0.3%
稳定	9.9%	9.5%	9.2%	9.5%		0.3%
TMT	23.1%	22.8%	23.0%	22.3%		-0.7%

	三费率TTM				趋势	22Q3相比 22Q2
	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3		
全A两非	10.3%	10.1%	10.0%	9.9%		-0.1%
周期	6.0%	5.7%	5.5%	5.4%		-0.2%
中游制造	12.8%	12.5%	12.2%	11.8%		-0.3%
消费	15.2%	15.1%	15.3%	15.0%		-0.3%
金融	9.4%	9.5%	9.7%	9.7%		0.0%
稳定	5.7%	5.6%	5.7%	5.6%		0.0%
TMT	15.2%	15.1%	15.1%	15.1%		-0.1%

	ROE-TTM				趋势	22Q3相比 22Q2
	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3		
全A两非	8.8%	8.8%	8.5%	8.3%		-0.2%
周期	12.7%	13.3%	13.6%	12.7%		-0.9%
中游制造	8.6%	8.7%	9.1%	9.6%		0.5%
消费	7.7%	7.1%	6.2%	6.7%		0.5%
金融	9.9%	9.6%	9.4%	9.2%		-0.2%
稳定	5.6%	5.4%	5.0%	5.4%		0.4%
TMT	7.7%	7.9%	7.6%	6.9%		-0.7%

	销售净利率TTM				趋势	22Q3相比 22Q2
	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3		
全A两非	4.9%	4.9%	4.8%	4.7%		-0.1%
周期	5.2%	5.3%	5.5%	5.3%		-0.2%
中游制造	6.5%	6.4%	6.7%	6.8%		0.2%
消费	4.3%	4.1%	3.7%	4.0%		0.3%
金融	3.5%	3.2%	3.0%	3.2%		0.2%
稳定	3.5%	3.2%	3.0%	3.2%		0.2%
TMT	6.4%	6.3%	6.2%	5.6%		-0.6%

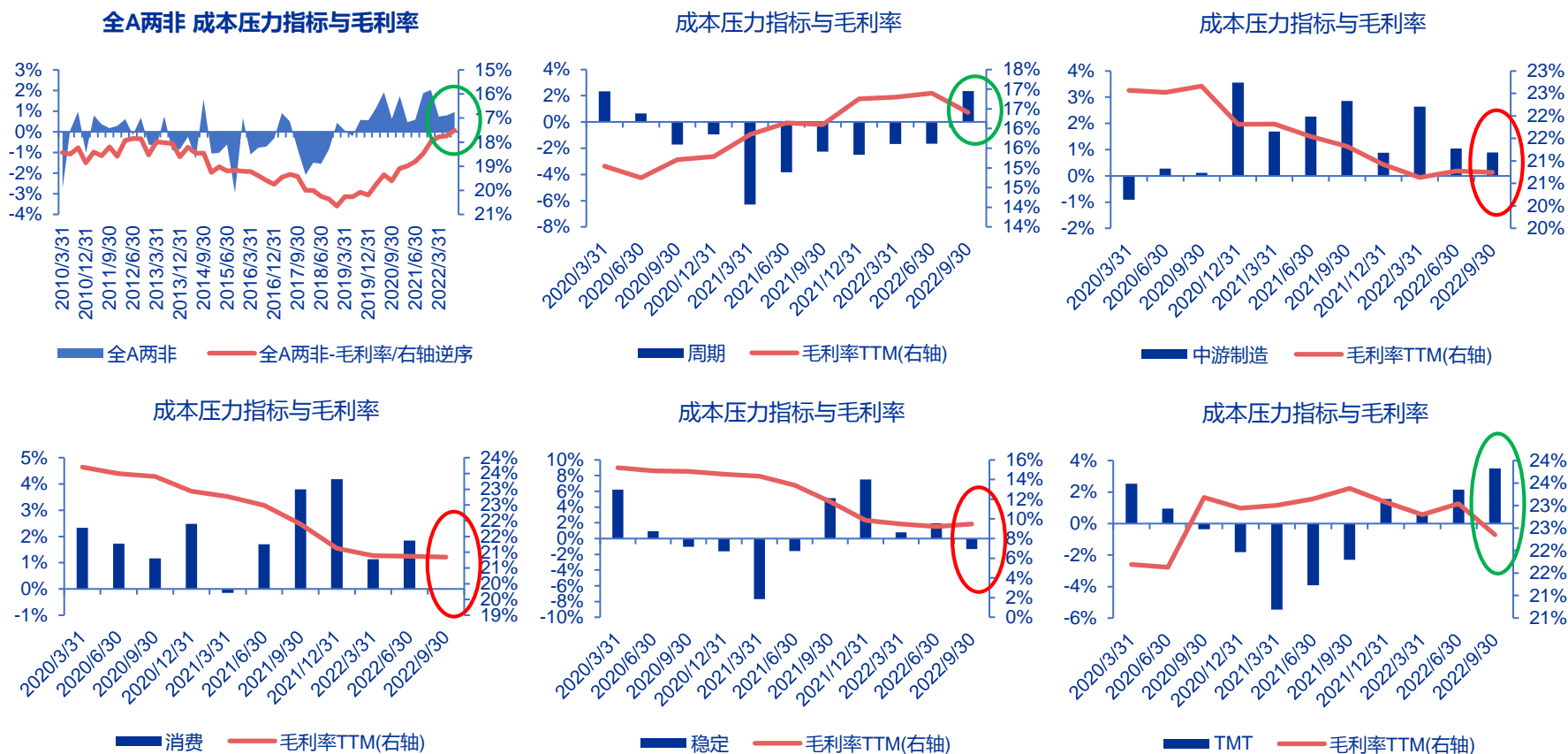
	权益乘数				趋势	22Q3相比 22Q2
	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3		
全A两非	2.95	2.91	2.90	2.89		-0.7%
周期	2.99	2.96	2.96	2.95		-1.1%
中游制造	2.35	2.37	2.38	2.39		1.7%
消费	2.32	2.31	2.30	2.30		-0.3%
金融	11.10	11.08	11.11	11.16		4.9%
稳定	2.95	2.98	3.02	3.04		2.1%
TMT	1.99	1.93	1.91	1.90		-0.7%

	资产周转率TTM				趋势	22Q3相比 22Q2
	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3		
全A两非	0.62	0.62	0.61	0.61		-0.3%
周期	0.84	0.86	0.87	0.86		-1.0%
中游制造	0.58	0.58	0.58	0.58		0.8%
消费	0.76	0.75	0.73	0.73		0.4%
金融	0.05	0.05	0.05	0.04		-0.2%
稳定	0.55	0.56	0.56	0.56		0.1%
TMT	0.66	0.66	0.64	0.63		-1.3%

# 中下游盈利能力改善原因一：成本压力明显缓和

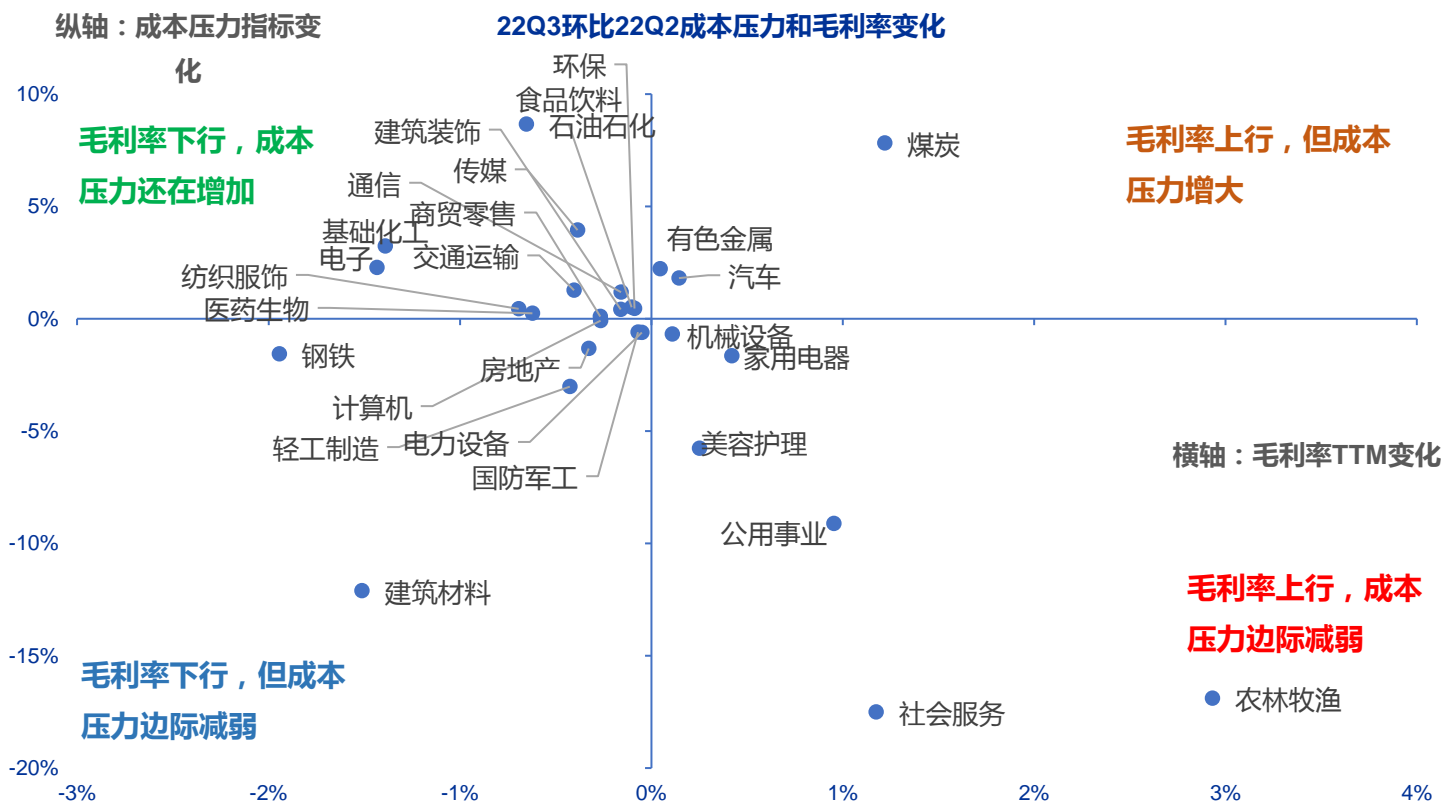
■ 22Q3全A两非成本压力指标提升，主要来自上游周期、TMT行业，而中游制造、消费、稳定行业的成本压力已经出现缓和，其中稳定行业的毛利率出现上行

• 成本压力指标：成本同比(Y)与收入同比(X)拟合的残差项，是毛利率的领先指标



# 中游制造、消费、稳定行业成本压力明显缓和

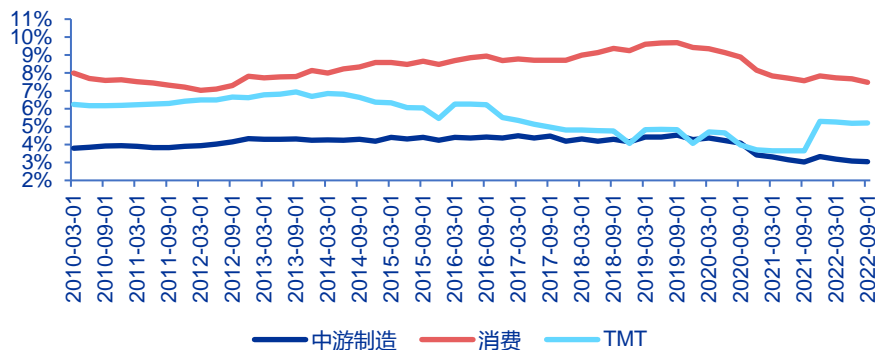
- 从一级行业来看，毛利率已经改善、成本压力下行的行业主要包括社会服务、公用事业、机械设备、家电、美容护理；毛利率虽然还在下行，但成本压力边际减弱的行业有建材、军工、轻工制造、计算机、房地产、电力设备、钢铁
- 毛利率虽然在上行，但是成本上行得相比收入更多得行业：煤炭、有色、汽车



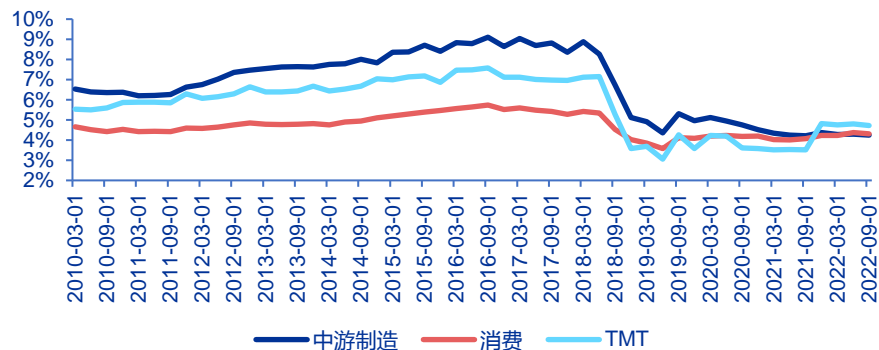
# 中下游盈利能力改善原因二：更极致的控费

- **中游制造、消费、TMT销售费用率下行(三季度有疫情影响)、管理费用率下行、仅研发费用率保持上行(有退税考虑)。**——原因一和原因二不容易直接外推：1) 上市公司的控费已经压到非常极限的状态；2) 当下PPI同比已经下滑至较低水平，按照季节性外推后续震荡往上，无法持续外推成本压力缓和的改善时间和幅度

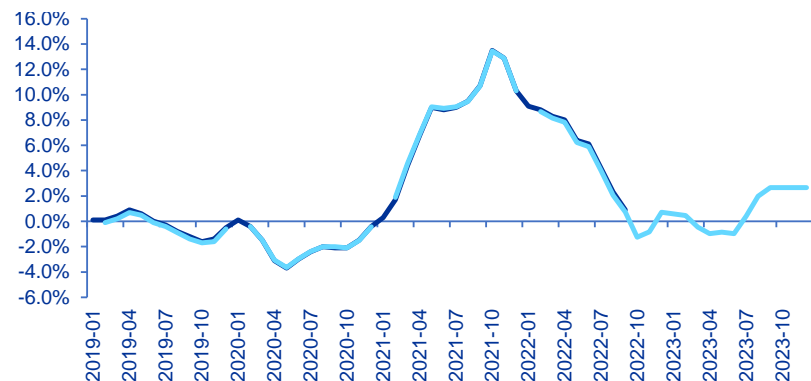
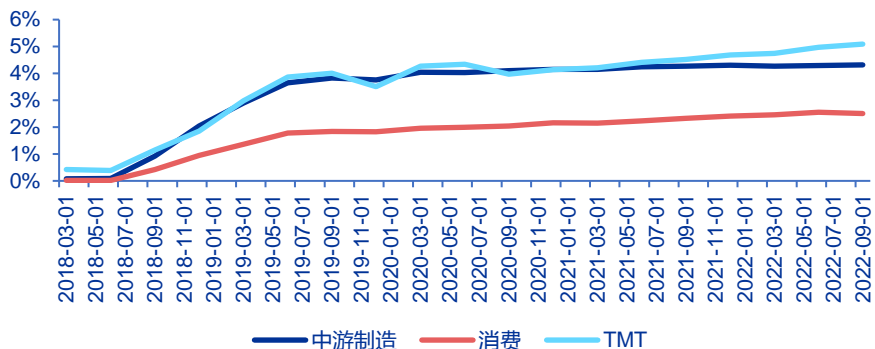
销售费用率TTM



管理费用率TTM

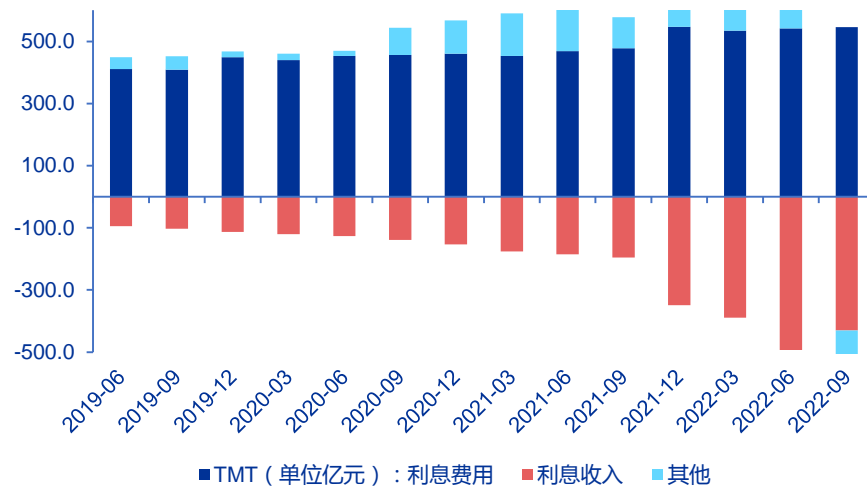
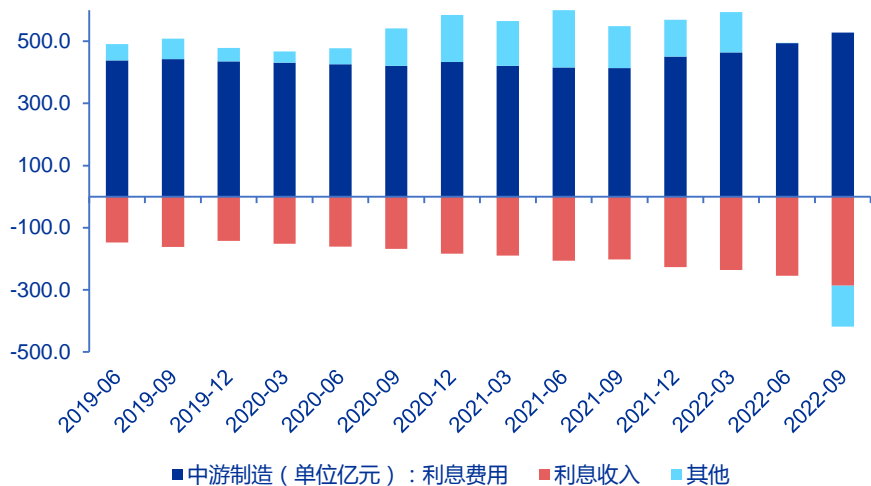


研发费用率TTM



# 中下游盈利能力改善原因三：汇兑损益、资金空转

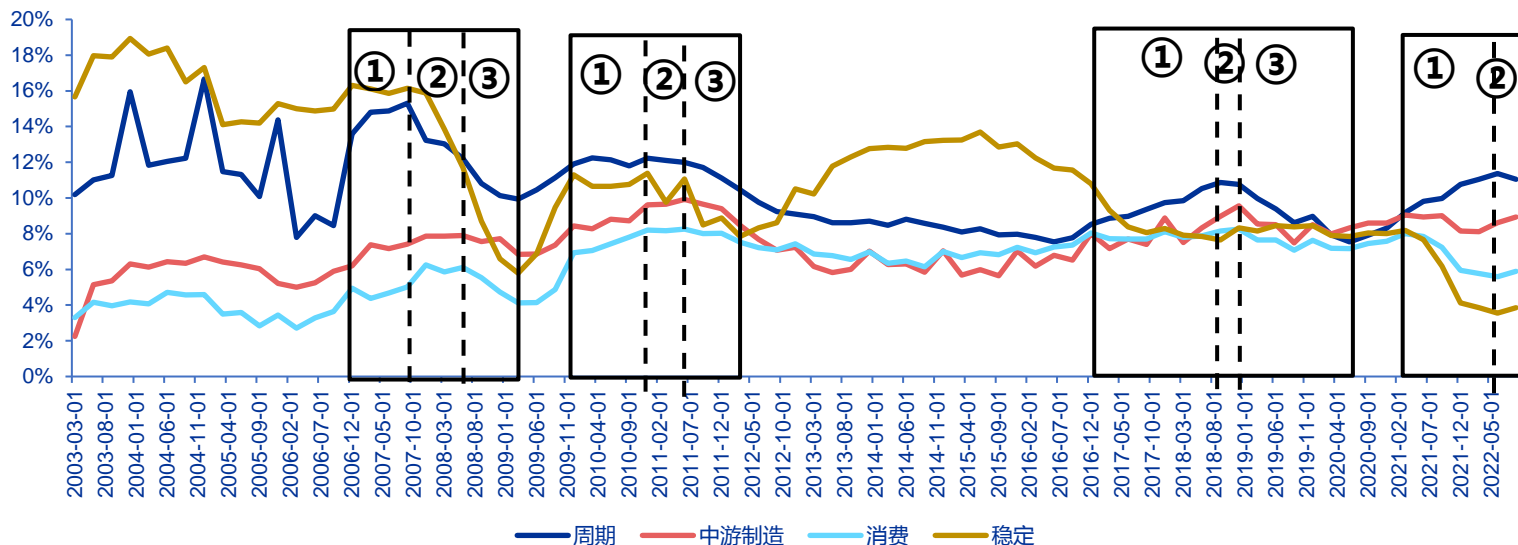
- 一个有趣的观察：中游制造和TMT行业三季度出现了利息收入扩张、同时利息以外其他收入扩张(主要是汇兑损益)的情况
- 指向的是两件事：1) 强美元对于出口导向企业的业绩带来短期改善；2) 获得大量金融资源的上市公司可能出现了资金空转(因为资本开支同比增速在下滑)



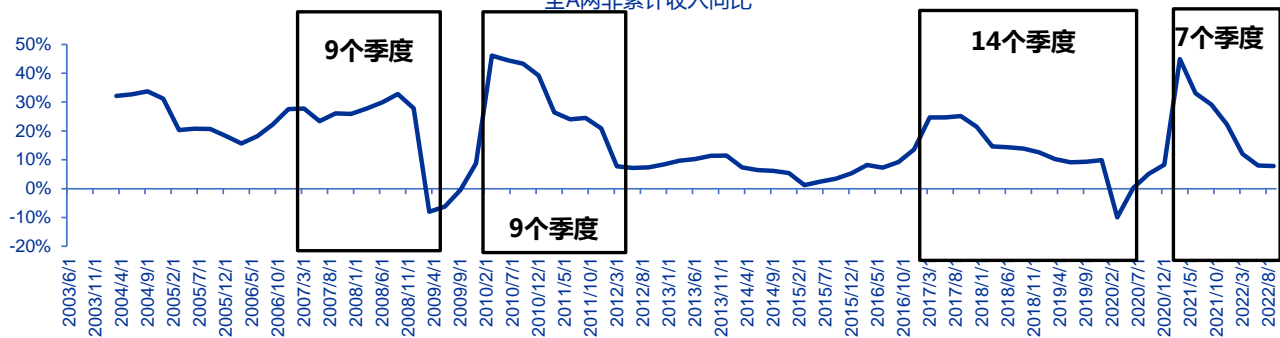
# 历史上看，上下游盈利能力分化出现反转可能是衰退中期特征

- ①：上游周期盈利能力改善、中下游行业盈利能力走平或弱化；
- ②：上游周期盈利能力回落、其他行业盈利能力改善；
- ③：还有一段同步回落的过程，直到需求周期的绝对低点

大类行业 毛利率减三费率



全A两非累计收入同比



# 2016年之后单靠成本压力缓和更难带来利润增速的改善

■ 2016年之前，衰退期间结构利润的改善主要来自盈利能力而非收入同比的推动

■ 而2016年之后，衰退期间行业盈利增速的改善更依赖于收入增速的改善

- 典型如电力设备、计算机、通信

■ 原因：降本控费已经到极致，成本缓和弹性更有限；弱周期阶段产业周期不弱，贡献亮点

## 2008、2011-2012衰退期间：盈利增速改善主要是盈利能力改善推动

盈利累计增速		2008-06-30	2008-09-30	2008-12-31	2009-03-31	主要盈利能力改善推动	主要收入同比改善推动
消费	农林牧渔	29%	14%	-43%	-28%	是	否
消费	纺织服饰	14%	16%	-26%	26%	是	否
消费	医药生物	28%	12%	2%	19%	是	否
消费	食品饮料	54%	34%	3%	19%	是	否
稳定	公用事业	32%	9%	-10%	1%	否	否
TMT	计算机	16%	4%	-22%	0%	是	否

盈利累计增速		2011-06-30	2011-09-30	2011-12-31	2012-03-31	主要盈利能力改善推动	主要收入同比改善推动
消费	家用电器	24%	18%	16%	16%	是	否
消费	美容护理	3%	3%	-2%	26%	是	是
消费	食品饮料	39%	38%	41%	43%	是	否
稳定	公用事业	7%	-3%	-5%	11%	是	否

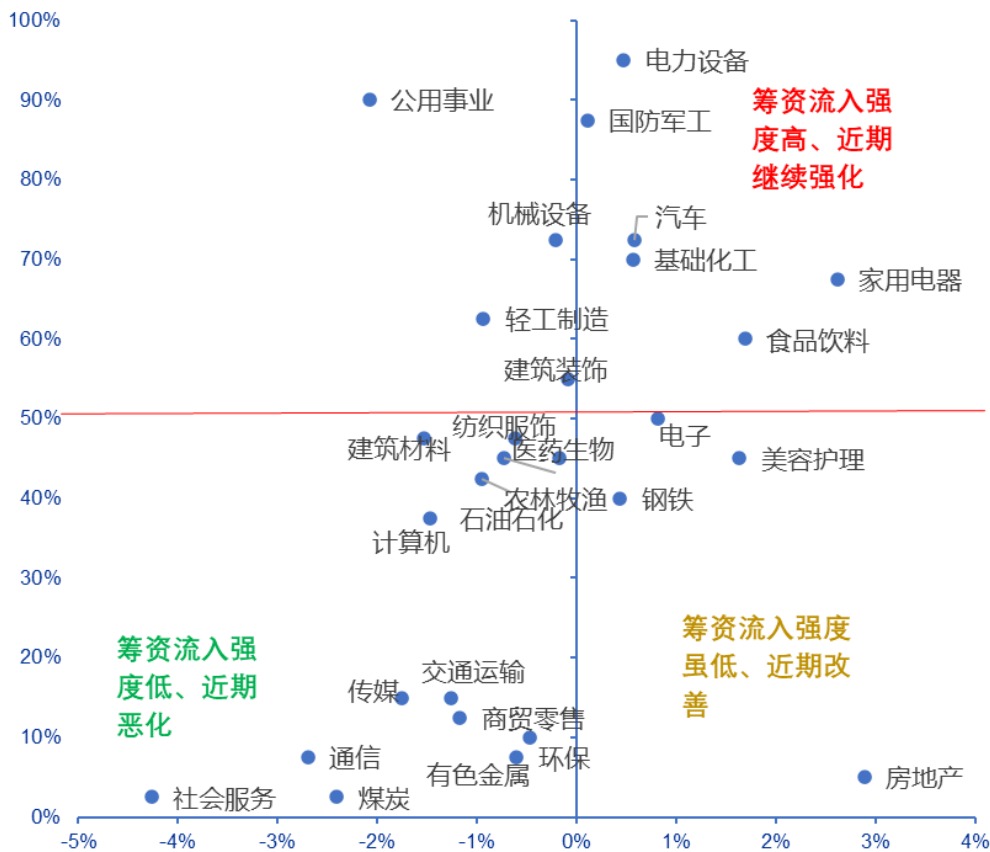
## 2018-2019衰退期间：盈利增速保持坚挺的行业普遍不止是盈利改善推动

盈利累计增速		2018-12-31	2019-03-31	2019-06-30	2019-09-30	2019-12-31	主要盈利能力改善推动	主要收入同比改善推动
中游制造	机械设备	-34%	37%	32%	21%	54%	是	是
中游制造	电力设备	-25%	18%	6%	10%	11%	否	是
中游制造	建筑装饰	6%	15%	5%	8%	7%	否	是
中游制造	国防军工	6%	41%	31%	36%	18%	是	是
消费	家用电器	-14%	6%	8%	13%	27%	是	是
消费	农林牧渔	-34%	-53%	104%	77%	190%	是	否
消费	医药生物	-12%	12%	7%	8%	-4%	是	否
消费	社会服务	-50%	42%	26%	10%	112%	是	是
消费	美容护理	2%	41%	45%	27%	27%	否	是
TMT	计算机	-23%	48%	35%	26%	34%	否	是
TMT	电子	-39%	-14%	-5%	6%	21%	是	否
TMT	通信	-14%	144%	61%	36%	5%	否	是

# 未来需求侧分化逻辑1：是否符合政策导向、有独立需求逻辑

- 可以用“筹资现金改善、强度处于历史高位”来识别政策资源倾斜的中游制造方向，同时甄别其中周转率还在向上、表明有独立需求逻辑的细分领域

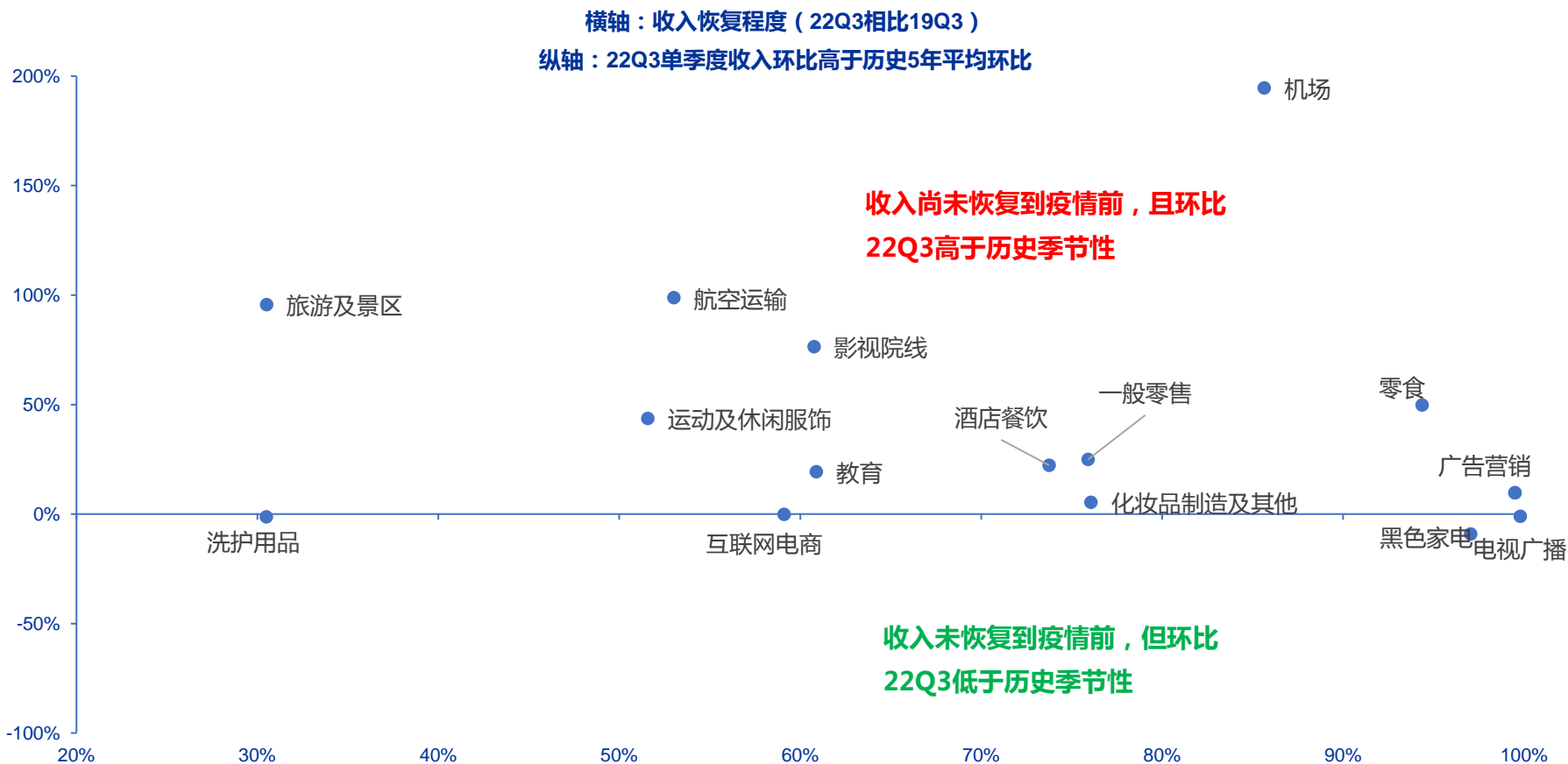
横轴：22Q3筹资现金流入强度环比Q2变化  
纵轴：筹资现金流入强度近10年分位数



一级行业	22Q3筹资强度改善、绝对水平高位	固定资产周转率变化22Q3	一级行业	22Q3筹资强度改善、绝对水平高位	固定资产周转率变化22Q3
钢铁	特钢	-4%	家用电器	白色家电	-2%
有色金属	金属新材料	-1%	家用电器	小家电	1%
电力设备	电动车中游-锂电电解液	19%	汽车	乘用车	-6%
电力设备	电动车中游-锂电负极材料	-12%	汽车	汽车服务	-4%
电力设备	电动车中游-锂电正极材料	33%	汽车	汽车零部件底盘系	13%
电力设备	光伏下游应用系统	-18%	汽车	汽车零部件动力系统	-2%
电力设备	风电中游整机	-26%	医药生物	医疗设备	-8%
国防军工	航空上游原材料	-6%	建筑装饰	基础建设	20%
国防军工	航空中游结构件	-3%	电子	半导体上游材料	-2%
国防军工	航空中游分系统	-7%	电子	半导体上游设备	0%
国防军工	军工电子	-1%	电子	半导体中游模拟芯片	-3%
国防军工	地面兵装	9%	电子	半导体中游数字芯片	-2%
国防军工	航海装备	23%	电子	电子化学品	-2%
国防军工	航天装备	20%	电子	消费电子品牌	24%
机械设备	工程机械	-4%	计算机	安防设备	-8%
机械设备	叉车/物流自动化设备	-8%	计算机	计算机设备	-3%
机械设备	电梯	6%	计算机	汽车IT	4%
机械设备	激光设备	-10%	计算机	信创	-1%
机械设备	能源装备	0%	计算机	政务IT	-8%
机械设备	轻工机械	-1%	通信	5G网络-通信工程及	-5%
机械设备	制冷、通风设备	3%	通信	5G网络-通信终端及	-2%
交通运输	港口	25%			
交通运输	机场	1506%			

# 未来需求侧分化逻辑2：疫后复苏关注弹性和空间

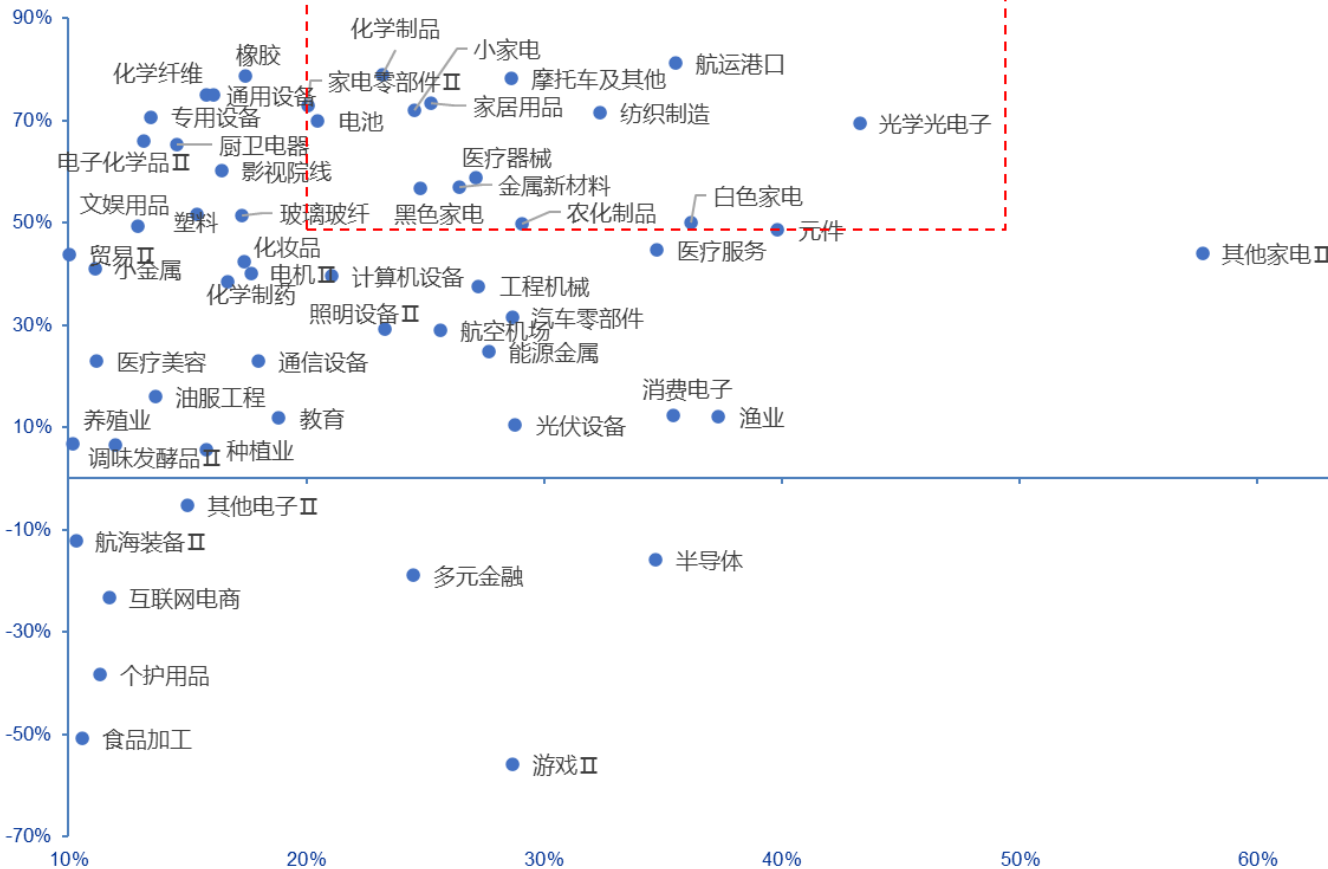
- 消费仍可聚焦收入恢复空间大、环比改善超季节性的细分
- 目前动量较强(收入未恢复疫情前、22Q3环比收入增速高于历史季节性)的消费细分板块包括：旅游景区、航空运输、运动服饰、影视院线、酒店餐饮、化妆品等



# 未来需求侧分化逻辑3：是否外需占比高

■ 未来出口的验证会越来越重要，从海外收入占比以及历史上收入与出口的关联度综合来看，警惕电池、光学光电子、电子化学品、通用设备、基础化工等行业的业绩回落(这些行业海外业务毛利率已经走弱，表明缺乏绝对的海外议价能力)

横轴：海外收入占比 22H1 纵轴：历史上行业收入增速与出口同比的关联度



一级行业	二级行业	海外业务毛利率近1年变化
电力设备	电池	-7%
电子	光学光电子	-8%
电子	电子化学品II	-3%
纺织服饰	纺织制造	3%
机械设备	通用设备	-2%
机械设备	专用设备	-4%
基础化工	化学纤维	-2%
基础化工	化学制品	-1%
基础化工	塑料	-6%
基础化工	橡胶	-0%
家用电器	黑色家电	1%
家用电器	白色家电	1%
家用电器	家电零部件II	1%
家用电器	小家电	1%
家用电器	厨卫电器	5%
建筑材料	玻璃玻纤	7%
交通运输	航运港口	0%
汽车	摩托车及其他	3%
轻工制造	家居用品	2%
医药生物	医疗器械	3%
有色金属	金属新材料	0%

## 观察四

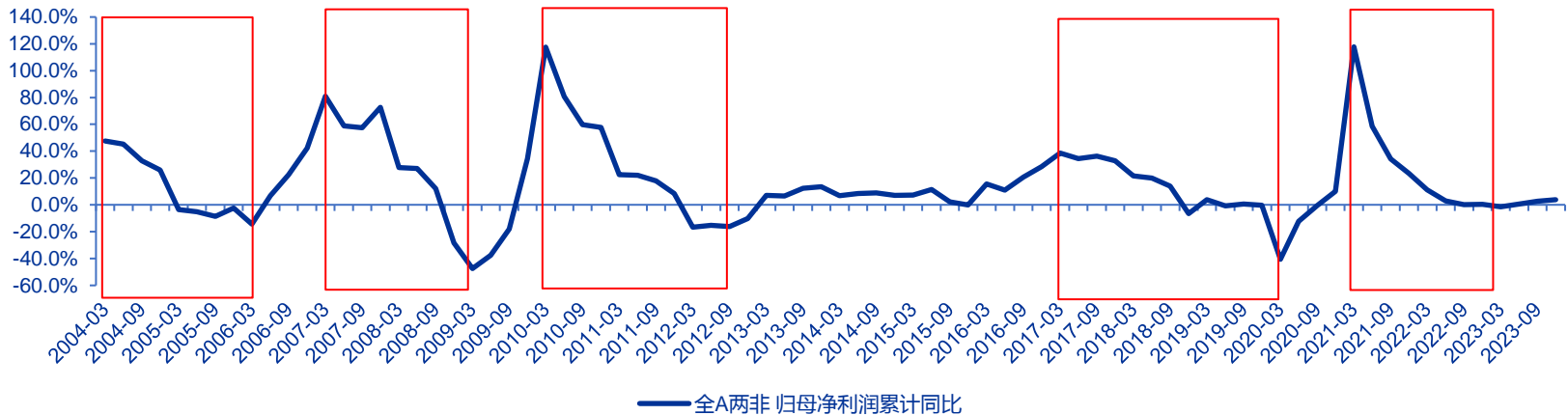
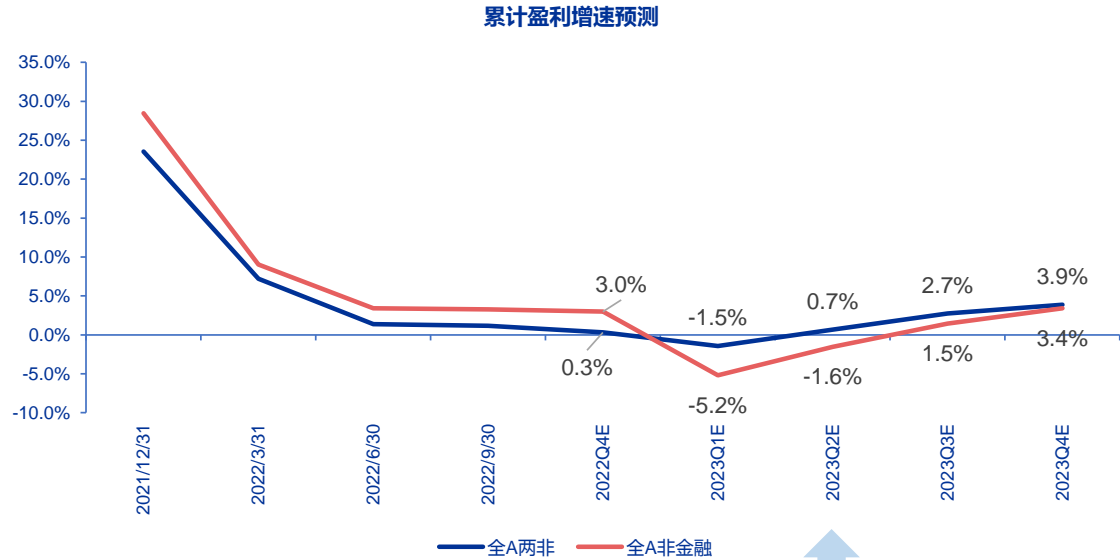
---

**盈利预测：总量盈利增速还有3个季度左右的磨底**



# 盈利预测调整需要更加反映周期下行压力

- **宏观假设：2023年实际GDP同比、CPI同比和PPI同比预测采取5.3/1.8/0%，名义GDP同比6.2%(2022E为6.7%)，为衰退期假设，主要拖累因素是出口、上游周期；节奏上2023年前低后高，上半年收入占比低于历史季节性**
- **预测结果：2022Q4-2023Q2全A两非盈利增速还有下行压力，盈利增速在0附近徘徊**



# 行业结构：中下游盈利增速率先触底回升，但弹性分化

■ 我们对2023年自下而上分析师预测进行调整，得到单季度盈利预测

■ 综合考虑基数、需求强弱，中下游盈利增速虽然普遍在23Q1或者23Q2触底，但反转的幅度不宜期待过高

■ 反转潜在弹性相对更高的板块：商贸、社服、美容护理、交运、计算机、机械、军工

主要板块	单季度盈利同比			未来4季度预测(红底色-每季度前5, 蓝底色-半年内转正向上)				22Q3-23Q3
	2022/3/31	2022/6/30	2022/9/30	2022/12/31	2023/3/31	2023/6/30	2023/9/30	
建筑材料	-8%	-23%	-62%	-22%	-24%	1%	45%	
石油石化	26%	26%	-7%	-18%	-14%	-7%	5%	
有色金属	121%	72%	37%	14%	-10%	-10%	18%	
基础化工	35%	16%	-29%	-18%	-21%	-14%	22%	
煤炭	85%	108%	26%	-26%	-4%	-31%	-12%	
钢铁	-23%	-65%	-112%	34%	-37%	-3%	793%	
环保	-18%	-6%	4%	-23%	4%	29%	8%	
机械设备	-21%	-21%	-2%	11%	20%	25%	11%	
电力设备	53%	97%	67%	23%	21%	33%	25%	
建筑装饰	11%	3%	1%	-7%	3%	12%	8%	
轻工制造	-42%	-32%	-15%	2%	6%	-1%	37%	
国防军工	16%	0%	7%	1%	6%	32%	26%	
商贸零售	-12%	-20%	-41%	-10%	-3%	65%	128%	
家用电器	11%	15%	11%	-5%	1%	6%	10%	
汽车	-18%	-27%	38%	31%	13%	38%	16%	
农林牧渔	-187%	161%	187%	88%	154%	-103%	-13%	
纺织服饰	10%	-30%	-27%	-12%	-17%	-2%	10%	
医药生物	24%	-6%	3%	12%	-10%	11%	22%	
社会服务	-134%	-139%	886%	-4%	92%	132%	56%	
美容护理	-21%	-5%	-19%	18%	5%	7%	134%	
食品饮料	18%	10%	12%	7%	3%	16%	18%	
公用事业	-23%	-6%	122%	104%	19%	6%	31%	
交通运输	44%	-47%	-34%	44%	3%	37%	43%	
银行	9%	6%	9%	-14%	4%	2%	4%	
房地产	-41%	-74%	-112%	-75%	-20%	16%	95%	
非银金融	-40%	1%	-30%	4%	0%	-25%	43%	
计算机	-59%	-37%	-55%	7%	109%	3%	50%	
电子	-3%	-23%	-38%	-26%	-40%	-25%	38%	
通信	10%	36%	12%	19%	15%	-6%	25%	
传媒	-19%	-32%	-32%	-232%	-75%	-80%	-41%	

# 附录

---

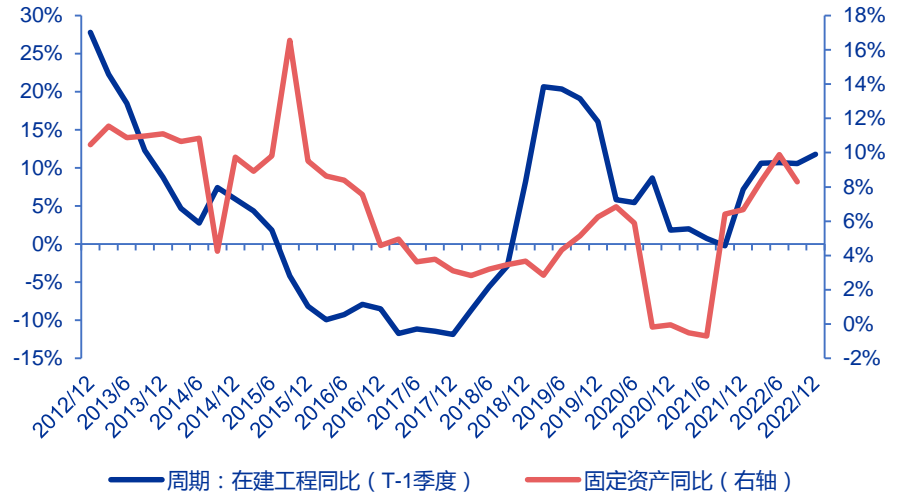
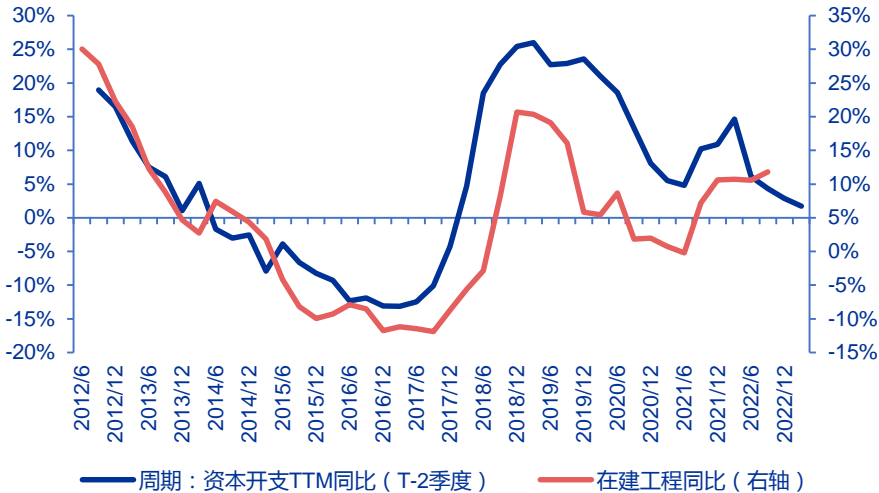
**其他行业三季度报验证(上游、新兴制造、金融地产以及相关产业链)**



# 【上游】供给逻辑仍在，但需求侧逻辑更为致命

- 好消息：上游周期行业22Q3固定资产同比增速下行、但在建工程增速出现上行，不过远期趋势仍然向下(资本开支同比领先下行)，预计行业产能增速仍然将继续下行

上游周期供给格局：当前固定资产同比增速已经开始回落

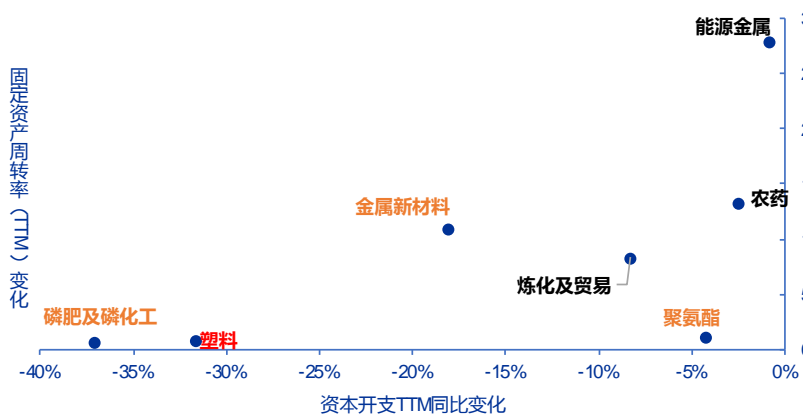


# 需求走弱，此前买格局改善逻辑的上游行业面临证伪

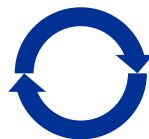
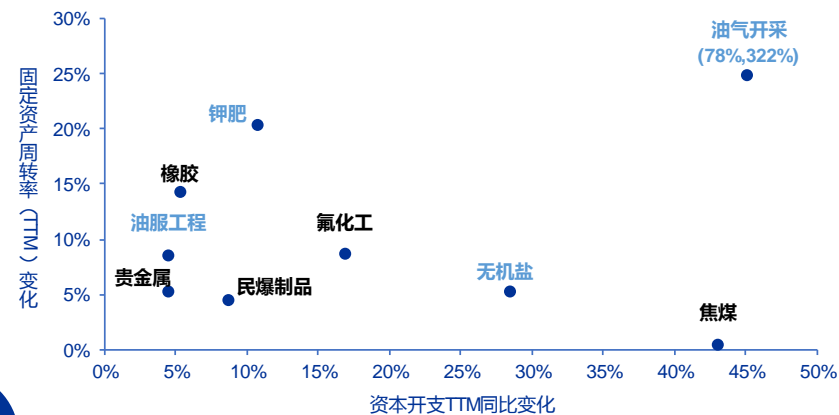
**坏消息：目前处在主动收缩期和扩张期的上游行业仅剩少数，且与农业需求密切相关；前期市场关注的煤炭、纯碱等行业固定资产周转率已经往下**

**蓝色：**22Q3供给从边际放缓转为边际扩张，**橙色：**22Q3供给从边际扩张转为边际放缓  
**红色：**22Q3景气从边际下行转为边际上行，**绿色：**22Q3景气从边际上行转为边际下行

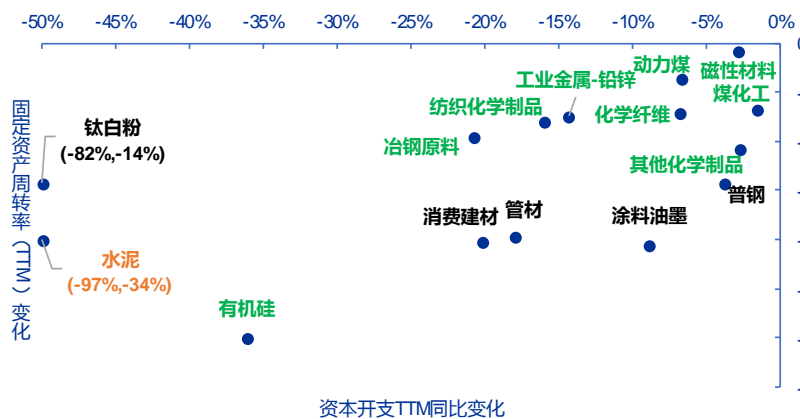
**主动收缩期：景气上行，供给放缓**



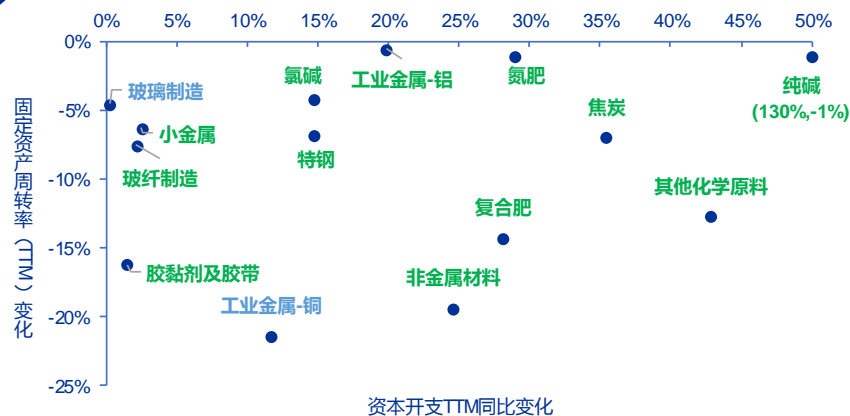
**扩张期：景气上行，供给扩张**



**出清期：景气下行，供给放缓**



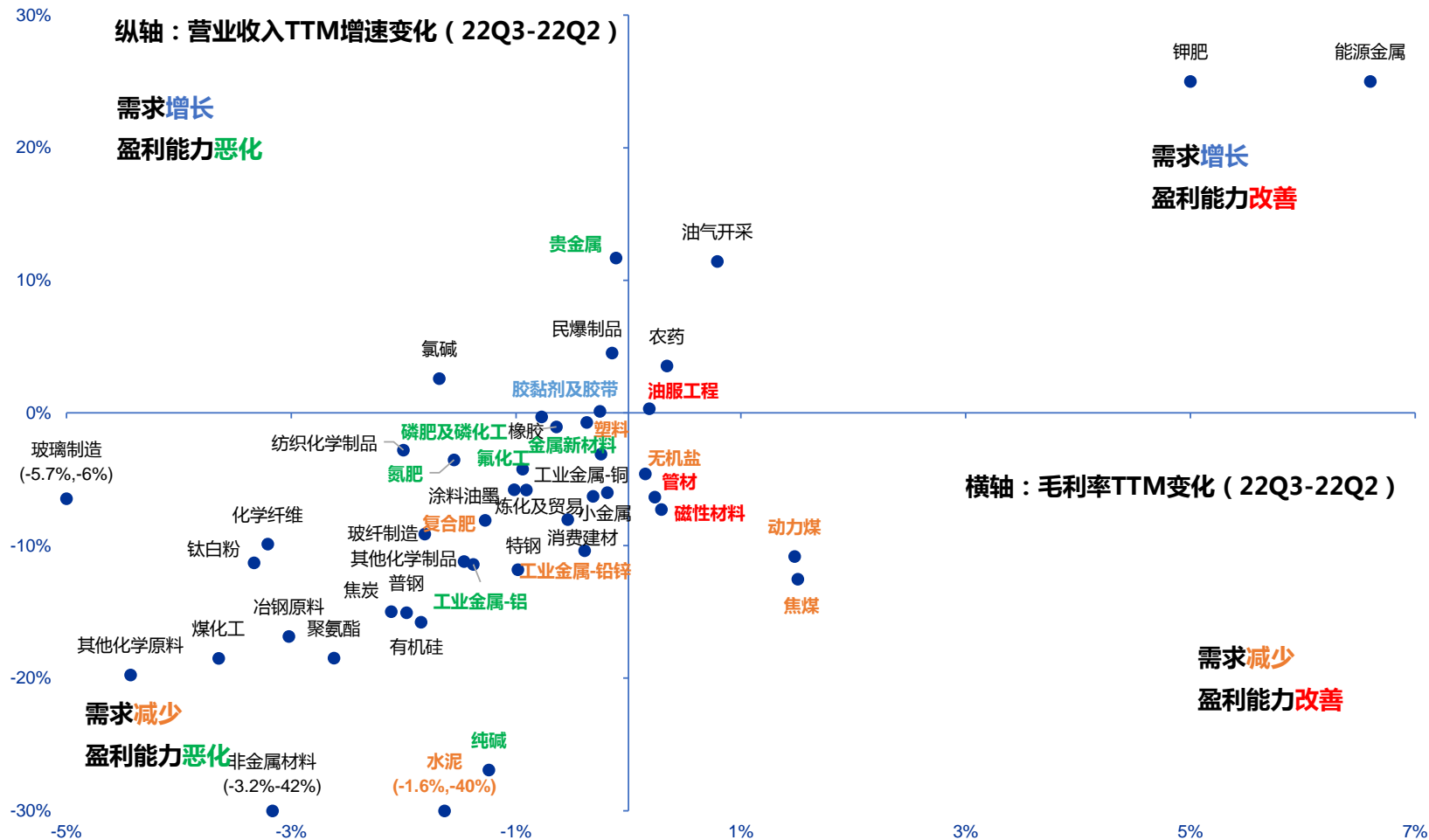
**过剩期：景气下行，供给扩张**



# 需求恶化是上游盈利能力恶化的核心原因，再度改善依赖于下一轮复苏周期

## 需求增长、盈利能力改善的板块仅剩油服工程、油气开采、农药、钾肥、能源金属

蓝色：22Q2需求从边际下行转为边际上行，橙色：22Q2需求从边际上行转为边际下行  
 红色：22Q2盈利能力从边际恶化转为边际改善，绿色：22Q2盈利能力从边际改善转为边际恶化



# 【中游制造新兴方向】海风海缆、培育钻石业绩短期证伪

- 智能座舱、智能汽车产业链亮点主要来自汽车和零部件行业本身，汽车零部件的格局相对于汽车整车更好（资本开支增速已经下行）
- 其余新兴方向中业绩验证改善的：一体化压铸、碳纤维
- 业绩明显恶化的：海风海缆、培育钻石

### 智能汽车及其他新兴方向季报验证分化

	收入单季同比				22Q3是否改善	利润单季同比				22Q3是否改善	资本开支TTM同比				22Q3是否上行
	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3		21Q4	22Q1	22Q2	22Q3		21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	
智能汽车-智能驾驶-传感器	-18%	-14%	-4%	-15%		-10%	-42%	-81%	-299%		-23%	-24%	-11%	-2%	是
智能汽车-智能驾驶-导航软件	7%	-10%	-15%	-20%		-26%	-204%	-77%	-125%		45%	63%	22%	58%	是
智能汽车-智能座舱-车载显示	10%	12%	14%	-6%		49%	6%	30%	19%		33%	12%	13%	-16%	
<b>智能汽车-智能座舱-其他部件</b>	<b>-5%</b>	<b>7%</b>	<b>-1%</b>	<b>32%</b>	<b>是</b>	<b>-24%</b>	<b>27%</b>	<b>-40%</b>	<b>20%</b>	<b>是</b>	<b>28%</b>	<b>60%</b>	<b>18%</b>	<b>82%</b>	<b>是</b>
智能汽车-智能座舱-通信模组	67%	45%	34%	11%		139%	20%	21%	-26%		35%	32%	-5%	31%	是
<b>智能汽车-智能座舱-整机</b>	<b>-8%</b>	<b>5%</b>	<b>8%</b>	<b>27%</b>	<b>是</b>	<b>-3017%</b>	<b>-48%</b>	<b>67%</b>	<b>463%</b>	<b>是</b>	<b>-9%</b>	<b>-4%</b>	<b>-13%</b>	<b>13%</b>	<b>是</b>
智能汽车-功率电子	18%	29%	19%	16%		86%	23%	46%	20%		97%	87%	47%	33%	
智能汽车-核心芯片	61%	36%	29%	1%		277%	98%	58%	-26%		45%	71%	35%	8%	
智能汽车-算法和软件	50%	36%	36%	33%		7%	4%	28%	4%		43%	48%	63%	48%	
智能汽车-其他零部件-底盘	14%	24%	14%	41%	是	-7%	19%	-4%	37%	是	92%	76%	55%	52%	
智能汽车-其他零部件-控制器	14%	23%	25%	28%	是	-72%	-26%	17%	58%	是	58%	32%	13%	7%	
<b>智能汽车-其他零部件-连接器</b>	<b>18%</b>	<b>14%</b>	<b>10%</b>	<b>17%</b>	<b>是</b>	<b>-487%</b>	<b>20%</b>	<b>50%</b>	<b>144%</b>	<b>是</b>	<b>17%</b>	<b>17%</b>	<b>15%</b>	<b>29%</b>	<b>是</b>
一体化压铸	16%	23%	7%	36%	是	-25%	4%	-2%	53%	是	97%	82%	62%	58%	
海风海缆	18%	10%	-4%	-9%		-175%	45%	90%	7%		29%	34%	38%	27%	
培育钻石	12%	14%	14%	-9%		93%	120%	73%	-5%		56%	27%	32%	16%	
<b>碳纤维</b>	<b>32%</b>	<b>37%</b>	<b>22%</b>	<b>25%</b>	<b>是</b>	<b>-13%</b>	<b>41%</b>	<b>46%</b>	<b>123%</b>	<b>是</b>	<b>42%</b>	<b>106%</b>	<b>75%</b>	<b>146%</b>	<b>是</b>

# 【电子】充分体现内外需求共振的下行

- 全球经济增速放缓、疫情反复及国际地缘政治冲突等因素影响电子行业营收、盈利增速、ROE，大部分细分板块三者均下行
- 少数业绩验证改善的细分：半导体上游设备、消费电子零部件及组装，前者在10月底以来的反弹中表现较好

### 电子大部分细分行业收入和盈利双杀局面持续

细分行业	单季度收入同比				22Q3改善	趋势	单季度利润同比				22Q3改善	趋势	ROE(TTM)				22Q3改善	趋势	2010年以来分位数
	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3			21Q4	22Q1	22Q2	22Q3			21Q4	22Q1	22Q2	22Q3			
半导体上游材料	22%	23%	11%	9%			133%	47%	16%	19%	是		7.1%	6.9%	6.9%	6.7%			82%
<b>半导体上游设备</b>	<b>45%</b>	<b>53%</b>	<b>29%</b>	<b>50%</b>	<b>是</b>		<b>70%</b>	<b>47%</b>	<b>76%</b>	<b>84%</b>	<b>是</b>		<b>10.4%</b>	<b>10.0%</b>	<b>10.2%</b>	<b>10.7%</b>	<b>是</b>		<b>71%</b>
半导体中游晶圆制造	43%	52%	37%	-2%			148%	138%	-16%	10%	是		10.6%	11.8%	10.7%	11.8%	是		100%
半导体中游传感器设计	6%	-16%	-18%	-21%			-8%	-40%	-35%	-85%			14.2%	12.0%	9.9%	7.0%			20%
半导体中游分立器件设计	35%	34%	21%	11%			274%	52%	38%	-1%			17.0%	15.8%	15.1%	13.6%			92%
半导体中游模拟芯片设计	40%	35%	-12%	-28%			40%	45%	-46%	-87%			26.0%	22.4%	16.3%	10.5%			74%
半导体中游射频芯片设计	69%	21%	-15%	-16%			318%	63%	-28%	-83%			21.6%	14.3%	11.8%	3.2%			0%
半导体中游数字芯片设计	41%	18%	12%	-1%			129%	45%	20%	-41%			16.1%	16.1%	15.9%	13.3%			86%
半导体中游封装测试	20%	23%	11%	13%	是		63%	40%	-27%	-30%			13.1%	12.7%	11.2%	9.7%			84%
PCB	14%	11%	4%	-3%			-2%	4%	0%	-2%			12.5%	12.2%	11.8%	11.3%			66%
被动元件	15%	14%	-2%	-10%			8%	0%	-23%	-45%			14.8%	13.9%	12.1%	9.7%			50%
电子化学品	12%	28%	9%	-2%			-29%	42%	37%	-27%			9.5%	10.2%	11.1%	9.9%			57%
光学元件	-21%	-19%	-5%	-11%			-28%	-73%	-134%	-422%			-3.5%	-4.4%	-6.0%	-12.3%			6%
LED	8%	0%	-8%	-15%			71%	-23%	1%	-49%			3.9%	3.5%	3.5%	2.7%			20%
面板	-3%	7%	-13%	-17%			48%	-50%	-94%	-141%			11.3%	9.5%	5.4%	1.2%			24%
<b>消费电子零部件及组装</b>	<b>35%</b>	<b>29%</b>	<b>24%</b>	<b>32%</b>	<b>是</b>		<b>-52%</b>	<b>-23%</b>	<b>22%</b>	<b>42%</b>	<b>是</b>		<b>9.0%</b>	<b>8.1%</b>	<b>8.3%</b>	<b>9.3%</b>	<b>是</b>		<b>26%</b>
消费电子品牌	12%	4%	6%	4%			2%	-4%	5%	-14%			22.0%	20.5%	19.7%	17.7%			70%
消费电子-苹果产业链	48%	22%	6%	19%	是		35%	-20%	-37%	-39%			13.7%	12.5%	10.8%	9.2%			70%

# 【农林牧渔】细分行业“一荣俱荣”

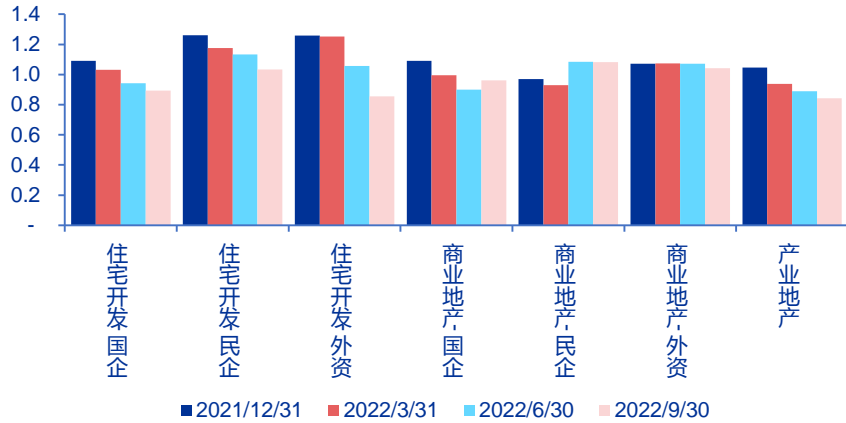
- 通胀上行，行业整体景气趋势上行，带动饲料、养殖、渔业、种植业收入、利润同比以及ROE同步改善
- 三季报公布之后，分析师确实普遍上调了农林牧渔行业的盈利预测，目前问题在于2023年行业盈利弹性预期降低

细分行业	单季度收入同比				22Q3 改善	趋势	单季度利润同比				22Q3 改善	趋势	ROE(TTM)				22Q3 改善	趋势	2010年以来 分位数
	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3			21Q4	22Q1	22Q2	22Q3			21Q4	22Q1	22Q2	22Q3			
钾肥	775%	158%	227%	55%			757%	325%	296%	133%			33.0%	43.8%	58.3%	58.1%			98%
复合肥	33%	44%	38%	-6%			120%	30%	40%	-96%			13.2%	13.8%	15.3%	11.4%			66%
氮肥	11%	22%	8%	-10%			-82%	64%	-2%	-93%			9.7%	10.4%	10.1%	7.6%			86%
磷肥及磷化工	44%	36%	39%	18%			229%	245%	96%	7%			36.5%	40.3%	42.3%	38.2%			96%
农药	35%	34%	40%	36%			-463%	115%	60%	150%	是		6.4%	9.3%	11.1%	12.9%	是		96%
动物保健	4%	-19%	6%	14%	是		-23%	-49%	-36%	-6%	是		10.3%	8.2%	7.1%	6.8%			2%
林业	24%	1%	-21%	-43%			-60%	-513%	-51%	-63%			-10.8%	-11.7%	-12.1%	-12.8%			4%
农产品加工	11%	8%	14%	11%			541%	-50%	17%	-77%			5.1%	4.2%	4.4%	3.5%			60%
饲料	16%	9%	7%	21%	是		-307%	-140%	-18%	245%	是		-5.3%	-10.1%	-10.3%	-2.0%	是		6%
养殖业	-8%	-11%	1%	34%	是		-475%	-270%	52%	161%	是		-20.4%	-34.7%	-35.6%	-18.1%	是		6%
渔业	8%	-7%	6%	8%	是		-31%	46%	-29%	37%	是		-0.2%	0.0%	-0.6%	-0.4%	是		34%
种植业	2%	7%	18%	21%	是		895%	13%	-44%	5843%	是		4.4%	4.6%	4.3%	5.2%	是		70%

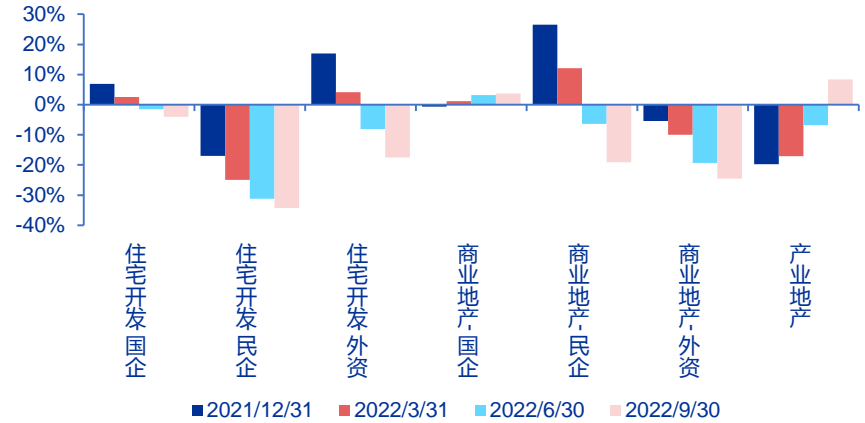
# 【地产】仅国企商业地产现金流质量改善、负债能力提升

住宅开发企业现金流质量继续恶化，负债增速继续下行，财务费用率压力继续提升

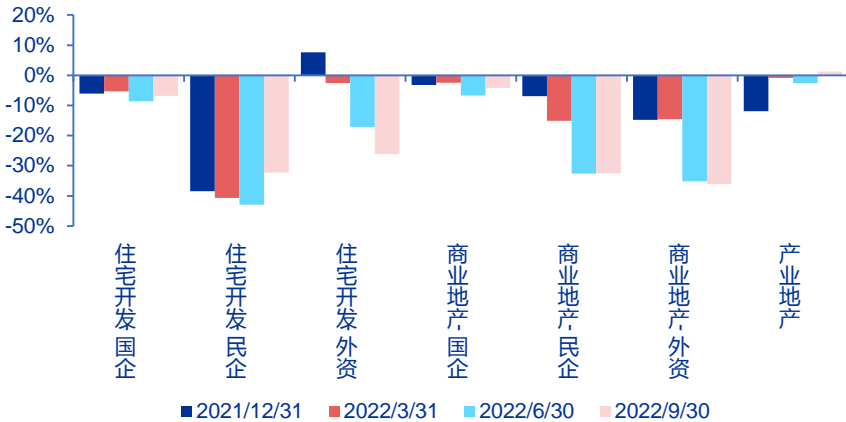
销售现金流入/收入TTM



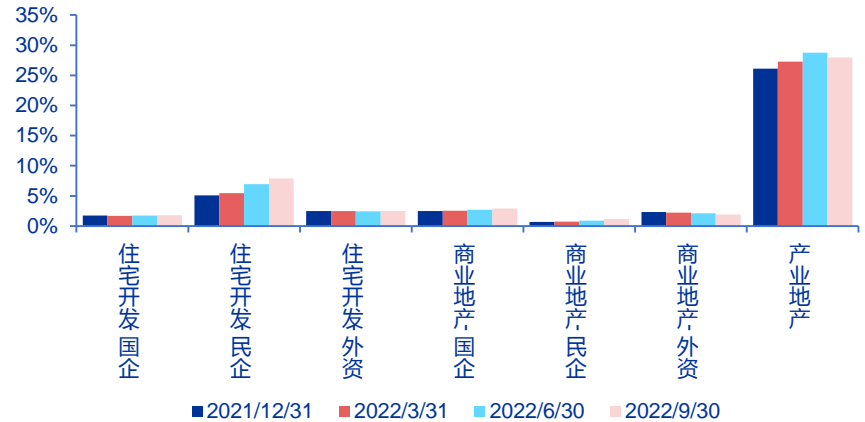
金融部门负债（短期借款+长期借款+应付债券）TTM同比



筹资现金流入/收入TTM

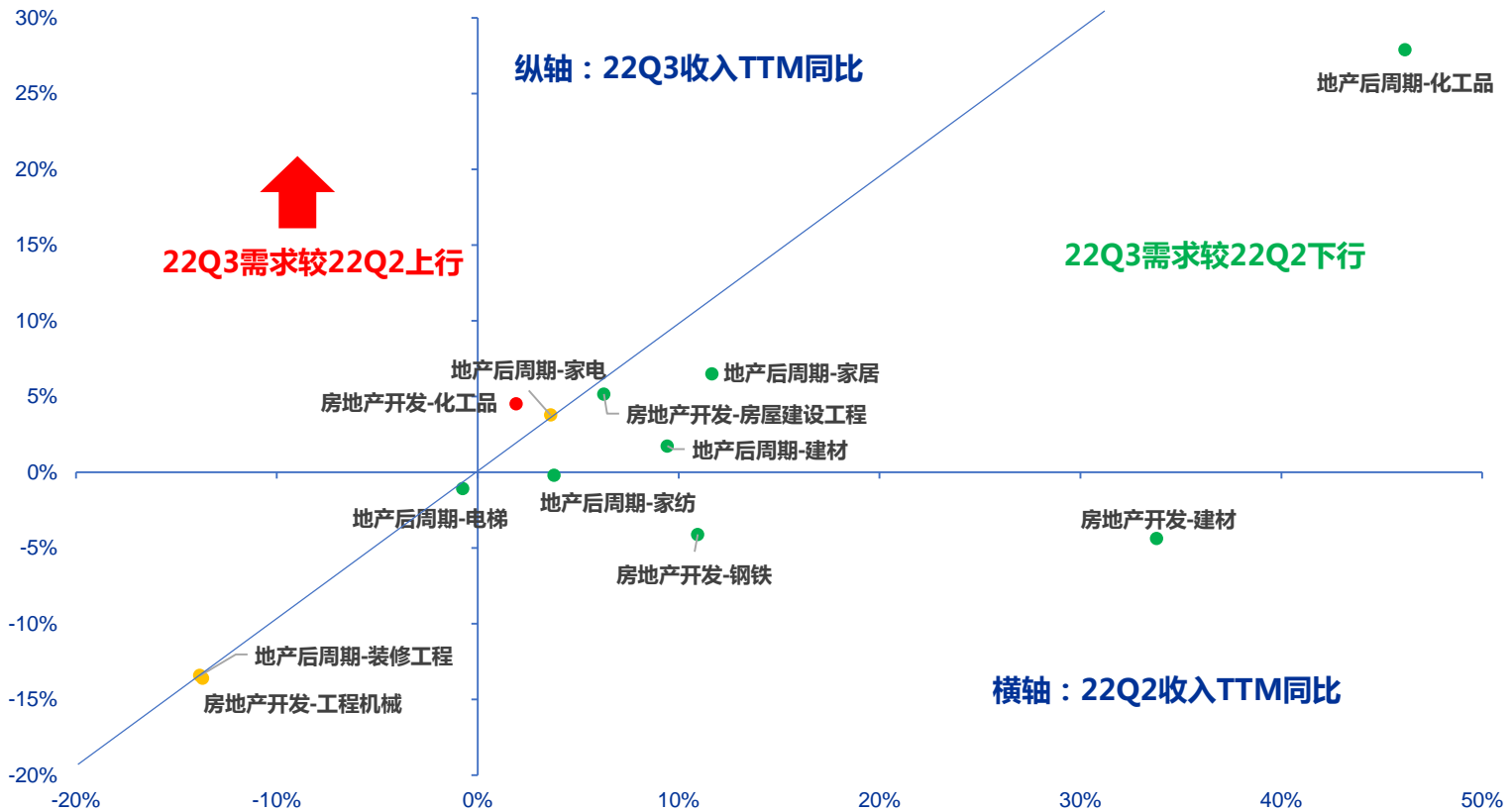


财务费用/收入TTM



# 【地产产业链】三季度收入同比增速继续下滑

■ 仅有地产链相关的化工品、家电、电梯细分行业收入增速未明显下滑



# 【金融】信贷投放以量补价，非银板块盈利大幅恶化

- 收入同比普遍下行，银行整体收入增速自2021年以来首现负增长
- 仅股份行、东部沿海城商行盈利能力回升
- 非银金融全行业盈利则大幅负增长

## 大金融：体现经济周期压力，仅股份行、东部沿海城商行盈利能力回升

细分行业	单季度收入同比				22Q3 改善	趋势	单季度利润同比				22Q3 改善	趋势	ROE(TTM)				22Q3 改善	趋势
	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3			21Q4	22Q1	22Q2	22Q3			21Q4	22Q1	22Q2	22Q3		
银行整体	9%	6%	4%	-1%			9%	9%	6%	9%	是		10.6%	10.6%	10.5%	10.5%		
国有大型银行	9%	6%	4%	-3%			8%	7%	5%	7%	是		10.8%	10.7%	10.6%	10.6%		
股份制银行	6%	4%	2%	0%			15%	9%	8%	11%	是		10.1%	10.1%	10.1%	10.2%	是	
城农商行-东部沿海地区	15%	11%	13%	11%			18%	20%	17%	21%	是		11.4%	11.6%	11.7%	11.9%	是	
城农商行-西部地区	0%	0%	6%	0%			9%	7%	15%	5%			10.8%	10.7%	10.8%	10.6%		
城农商行-中部地区	6%	5%	4%	10%	是		-12%	7%	5%	5%			9.1%	8.8%	8.3%	8.0%		
证券	23%	-29%	-10%	-24%			66%	-45%	-12%	-39%			9.5%	8.3%	7.7%	6.6%		
保险	1%	-5%	4%	-1%			-42%	-36%	12%	-17%			11.8%	10.1%	10.4%	10.0%		
多元金融	10%	6%	-2%	2%	是		379%	-45%	8%	-29%			6.7%	6.0%	6.2%	5.6%		

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过compliance@swsresearch.com索取有关披露资料或登录www.swsresearch.com信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东A组	陈陶	021-33388362	chentao1@swhysc.com
华东B组	谢文霓	021-33388300	xiewenni@swhysc.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swhysc.com
华南组	李昇	0755-82990609	lisheng5@swhysc.com

### A股投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

### 港股投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (BUY)	：股价预计将上涨20%以上；
增持 (Outperform)	：股价预计将上涨10-20%；
持有 (Hold)	：股价变动幅度预计在-10%和+10%之间；
减持 (Underperform)	：股价预计将下跌10-20%；
卖出 (SELL)	：股价预计将下跌20%以上。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

本报告采用的基准指数：恒生中国企业指数 (HSCEI)

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

## 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司<http://www.swsresearch.com>网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。本报告是基于已公开信息撰写，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投资标的的邀请或向人作出邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。



# 简单金融 · 成就梦想

## A Virtue of Simple Finance

上海申银万国证券研究所有限公司  
(隶属于申万宏源证券有限公司)

傅静涛  
fujt@swsresearch.com

王胜  
wangsheng@swsresearch.com

黄子函  
huangzh2@swsresearch.com



申万宏源研究微信订阅号



申万宏源研究微信服务号