



Research and
Development Center

全 A 盈利增速企稳，可选消费环比改善

2023 年 A 股一季报分析

2023 年 5 月 1 日

证券研究报告

策略研究

专题报告

樊继拓 策略首席分析师

执业编号：S1500521060001

联系电话：13585643916

邮箱：fanjitu@cindasc.com

全 A 盈利增速企稳，可选消费环比改善

2023 年 5 月 1 日

核心结论：

全 A 营收增速下行，利润增速小幅改善。全部 A 股 2023Q1 营业收入增速为 3.94%，相较 2022Q4 累计增速环比下降 3.12pct。全部 A 股 2023Q1 净利润增速为 1.45%，相较 2022Q4 累计增速环比走高 0.76pct。

主板净利润增速环比回升，较创业板的差距收窄。主板 2023Q1 归母净利润同比增速为 2.51%，环比上升 1.78pct，是三个上市板中唯一一个实现盈利增速回升的板块。而创业板和科创板的净利润增速则环比下降，尤其科创板降幅超过 50pct。

行业景气度呈现分化复苏，消费板块盈利增速环比微升。

周期板块 2023Q1 归母净利润同比增速为-21.0%，较去年年底的累计增速环比下降 31.62 个百分点，是过去两年来首次转负。可选消费板块 2023Q1 归母净利润同比增速为 1.36%，较去年年底的累计增速环比增加 14.15 个百分点，此外金融地产板块的净利润增速也有小幅改善。

中下游与上游的盈利增速差继续回升。消费板块 2023Q1 盈利增速相较于周期板块高 27.06 个百分点，较去年年报的优势进一步走高。中游制造板块 2023Q1 盈利增速相较于周期板块高 38.52pct，较去年年报的 3.86pct 的差距继续走高，且上升斜率扩大。

从细分行业来看，2023Q1 的行业景气度呈现分化复苏。1) 周期板块营收增速、盈利增速双双回落，仅剩钢铁行业营收增速存在韧性；周期板块单季度净利润占全 A 的比例继续高位回落，目前仍处于 2016 年以来的偏高位置。2) 中游制造业中，以建筑材料为代表的基建产业链营收增速回升，但成本压力仍导致其利润增速环比下降。3) 可选消费板块中多数行业营收增速均出现改善，休闲服务行业改善幅度最大。4) TMT 板块中计算机与传媒行业的盈利增速由负转正，且改善幅度超过 100pct。

全 A 净资产收益率延续回落，销售净利率与资产周转率共同构成拖累。

全部 A 股（非金融两油）ROE(TTM)为 7.06%，较 2022Q4 的 7.33% 环比下降 0.27pct。从 ROE 的影响因素来看，全部 A 股（非金融两油）销售净利率较去年底小幅下降，这是过去一年以来首次，资产周转率环比下降 0.011，权益乘数环比上升 0.005。

1) 板块方面，中游制造板块是唯一一个 ROE 仍在上行的板块。消费板块的 ROE 降幅较小，TMT 板块、金融地产板块 ROE 降幅较大。2) 细分行业方面，ROE 改善幅度较大的行业为农林牧渔、休闲服务、非银金融、食品饮料、电气设备。ROE 连续多期走高的行业有建筑装饰、家用电器、公用事业。ROE 在 2023Q1 首次环比改善的行业有休闲服务、非银金融。

风险提示：报告基于对历史数据的分析，历史数据或已被股票市场定价，数据统计口径可能存在一定偏差。

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼

邮编：100031

目录

一、全 A 盈利增速持续走弱，大盘盈利增速优势回落	5
1.1 全 A 盈利增速已连续走弱五个季度	5
1.2 大盘相较小盘的盈利增速优势有所收窄	6
1.3 主板盈利增速环比回升，科创板盈利增速大幅下降	7
1.4 周期板块盈利增速大幅回落，金融地产环比改善	8
二、周期盈利增速继续从高位回落，可选消费环比改善	13
2.1 周期行业盈利增速延续高位回落，钢铁行业业绩韧性较强	13
2.2 传统制造业延续分化，基建产业链营收增速环比回升	14
2.3 计算机与传媒行业的盈利增速大幅改善	16
2.4 养殖业盈利增速仍在下探，生物医药盈利增速大幅改善	18
2.5 可选消费板块多数行业盈利改善，休闲服务实现大幅正增长	20
三、盈利能力：ROE 延续回落，毛利率降幅放缓	22
3.1 资产周转率拖累全 A ROE 延续回落，中游制造板块 ROE 小幅回升	22
3.2 全 A 毛利率延续走低，中游制造毛利率降幅最小	25
风险因素	27

表目录

表 1：不同上市板的营收增速、净利润增速	8
表 2：周期板块细分行业的盈利增速	14
表 3：制造板块细分行业的盈利增速	16
表 4：成长板块细分行业的盈利增速	18
表 5：必选消费板块细分行业盈利增速	20
表 6：可选消费板块细分行业盈利增速	21
表 7：申万一级行业 ROE 变动趋势与影响因素	25

图目录

图 1：全 A 归母净利润累计同比增速	5
图 2：全 A 归母净利润累计同比增速（2021 年为两年复合增速）	5
图 3：全 A 盈利增速与高频经济指标走弱的趋势一致	5
图 4：全 A 营业收入累计同比增速	6
图 5：全 A 营业收入累计同比增速（2021 年为两年复合增速）	6
图 6：沪深 300 与中证 500 净利润累计同比增速的差异	6
图 7：沪深 300 与中证 500 净利润两年复合增速的差异	6
图 8：不同上市板的归母净利润累计同比增速	7
图 9：不同上市板的营业收入累计同比增速	7
图 10：科创板净利润增速转负	7
图 11：科创板营收增速的大幅回落	7
图 12：必选消费板块的营收增速出现环比改善	8
图 13：可选消费、金融地产的净利润增速环比改善	9
图 14：历史上看，上游周期板块的净利润增速与 PPI 走势接近	9
图 15：各板块累计净利润增速对全 A 的拉动程度	10
图 16：周期板块单季度营收占全 A 的比例持续扩大	10
图 17：周期板块单季度净利润占全 A 的比例持续扩大	10
图 18：周期板块单季度净利润占比从高位回落	11
图 19：必选消费净利润占比走高，高于历史同期	11
图 20：PPIRM 与 PPI 的剪刀差自历史高位持续回落	11
图 21：中游企业与上游企业的盈利增速差未见收窄，但斜率放缓	11
图 22：CPI 与 PPI 的剪刀差从低位回升（单位：%）	12
图 23：下游企业与上游企业的盈利增速差出现回升迹象（单位：%）	12
图 24：周期行业营收增速普遍回落，石油开采回落幅度最大	13
图 25：所有周期性行业中，仅钢铁的净利润增速回落幅度最小	14
图 26：水泥制造营收增速回升的幅度最大	15
图 27：水泥制造行业净利润增速下降的幅度最大	15
图 28：通信运营的营收增速维持高增	17
图 29：计算机行业盈利增速在底部回升	18
图 30：2023Q1 医疗器械行业营收增速首现负增长（单位：%）	19
图 31：农林牧渔盈利增速大幅下行	19

图 32: 休闲服务的营收增速大幅改善	20
图 33: 多数可选消费行业净利润增速出现正增长	21
图 34: 全 A (两非) ROE 延续下降	22
图 35: 中游制造板块的 ROE 在 2023Q1 小幅回升	22
图 36: 全 A(非金融两油)的销售净利率和资产周转率均环比下降	23
图 37: 周期板块中所有细分行业的 ROE 均下降	24
图 38: 传媒行业 ROE 小幅改善	24
图 39: 电气设备行业 ROE 小幅走高但斜率放缓	24
图 40: 农林牧渔行业 ROE 延续回升	24
图 41: 休闲服务行业 ROE 触底回升	24
图 42: 地产、非银行业 ROE 均小幅改善	24
图 43: 全 A 两非的毛利率下行, 但降幅放缓	25
图 44: 全 A 两非的三费率继续受到压缩	25
图 45: 所有板块毛利率均环比下降	26
图 46: 周期板块中仅剩采掘毛利率还在上行	26
图 47: TMT 板块中计算机行业毛利率企稳回升	26
图 48: 电子行业毛利率降至过去三年来最低值	26
图 49: 农林牧渔行业毛利率跌至负值水平	26
图 50: 休闲服务行业毛利率环比改善	27
图 51: 地产行业毛利率边际小幅回落	27

一、全 A 盈利增速持续走弱，大盘盈利增速优势回落

1.1 全 A 盈利增速已连续走弱五个季度

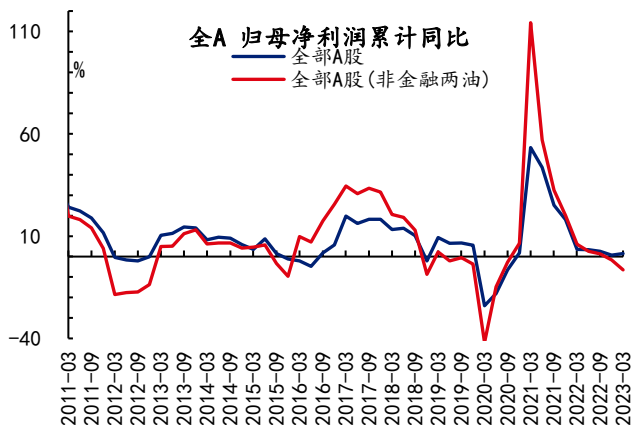
1) 利润增速方面，全部 A 股(非金融两油)的归母净利润增速连续五个季度持续下行。

以累计同比口径来看，全部 A 股 2023Q1 归母净利润同比增速为 1.45%，全部 A 股 2022Q4 归母净利润累计同比增速为 0.69%，全部 A 股 2022Q3 归母净利润累计同比增速为 2.53%。全部 A 股 2023Q1 归母净利润增速较去年四季度环比走高 0.76pct，2022Q4 归母净利润增速较去年三季度环比下降 1.84pct。

以累计同比口径来看，全部 A 股(非金融两油)2023Q1 归母净利润同比为-6.48%，全部 A 股（非金融两油） 2022Q4 归母净利润累计同比增速为-1.66%，全部 A 股（非金融两油)2022Q3 归母净利润累计同比增速为 1.34%。全部 A 股(非金融两油) 2023Q1 归母净利润增速较去年四季度环比下降 4.82pct，2022Q4 归母净利润增速较去年三季度环比下降 3pct。

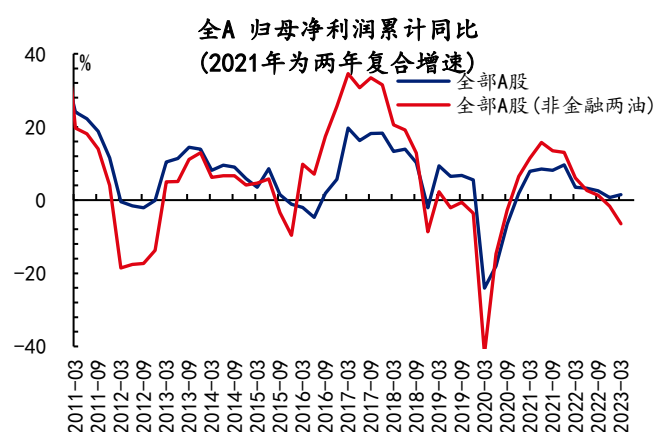
2) 营收增速方面，全部 A 股 2023Q1 营业收入同比增速为 3.94%，较去年四季度环比下降 3.12 pct；全部 A 股（非金融两油）2023Q1 营业收入累计同比为 4.04%，较去年四季度环比下降 3.14 pct。

图 1：全 A 归母净利润累计同比增速



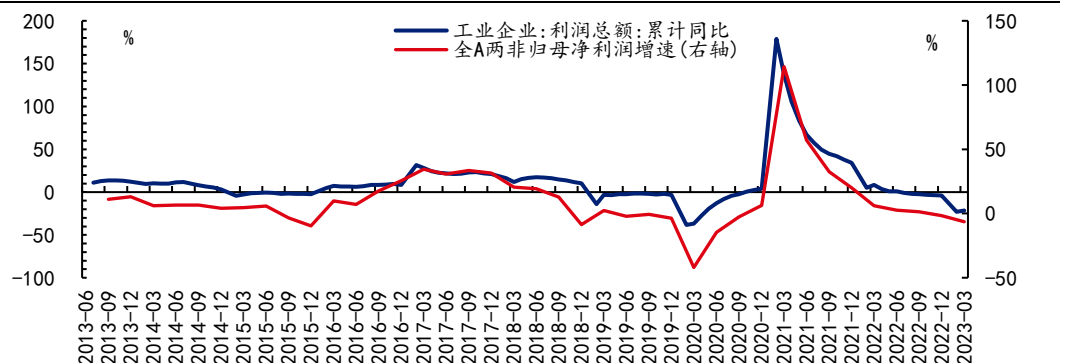
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 2：全 A 归母净利润累计同比增速（2021 年为两年复合增速）



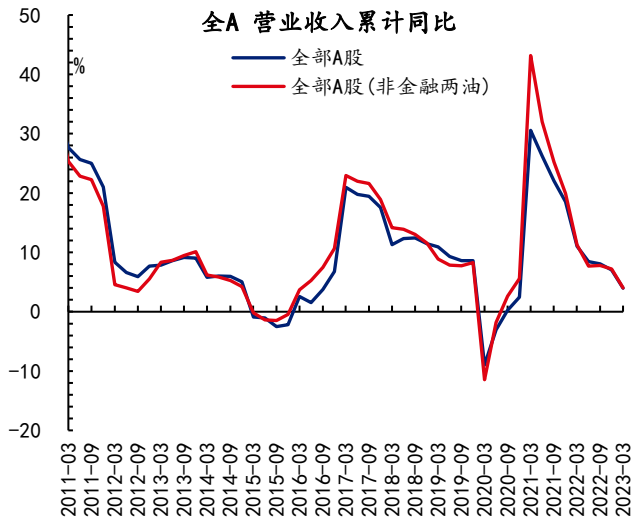
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 3：全 A 盈利增速与高频经济指标走弱的趋势一致



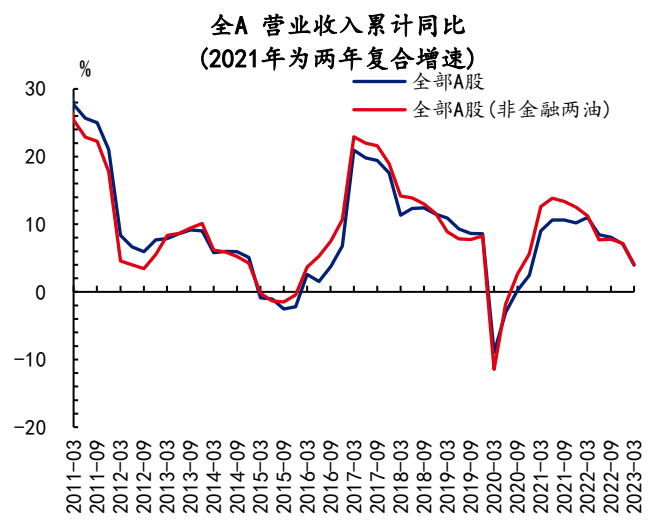
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 4：全 A 营业收入累计同比增速



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 5：全 A 营业收入累计同比增速（2021 年为两年复合增速）



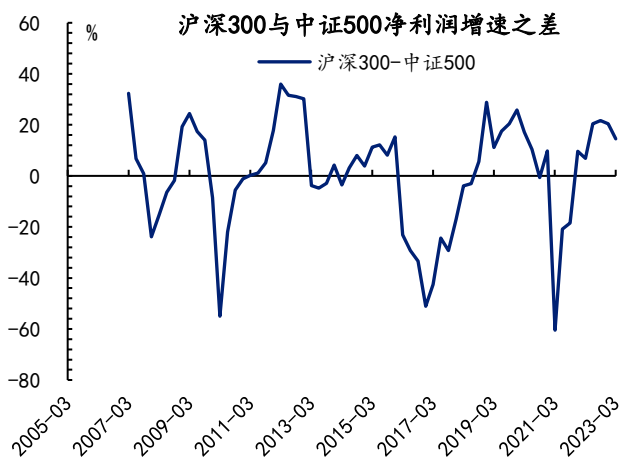
资料来源：万得，信达证券研发中心

1.2 大盘相较小盘的盈利增速优势有所收窄

大盘相较小盘的盈利增速优势有所收窄。我们以沪深 300 指数代表大盘股指数（大市值指数），以中证 500 指数、中证 1000 代表小盘股指数（中小市值指数）。从累计同比增速来看，沪深 300 指数 2023Q1 归母净利润同比为 6.04%，中证 500 指数 2023Q1 归母净利润同比为-8.51%，二者的差距为 14.55 个百分点。沪深 300 指数 2022Q4 归母净利润累计同比增速为 3.71%，中证 500 指数 2022Q4 归母净利润累计同比为-16.72%，二者的差距为 20.44 个百分点。

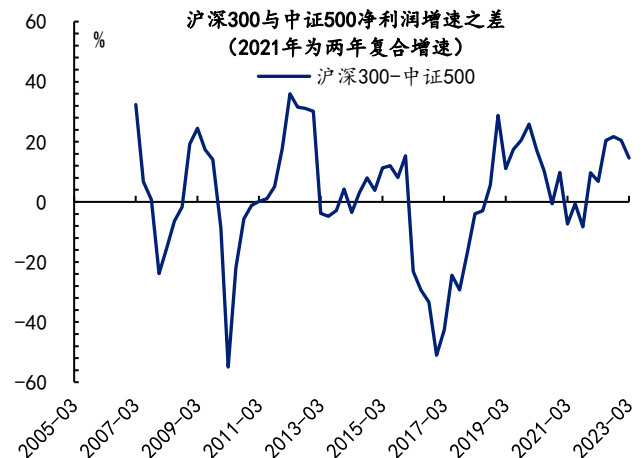
总结来看，虽然大盘相较小盘仍存在盈利优势，但盈利优势在 2022Q4、2023Q1 均出现收窄。

图 6：沪深 300 与中证 500 净利润累计同比增速的差异



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 7：沪深 300 与中证 500 净利润两年复合增速的差异



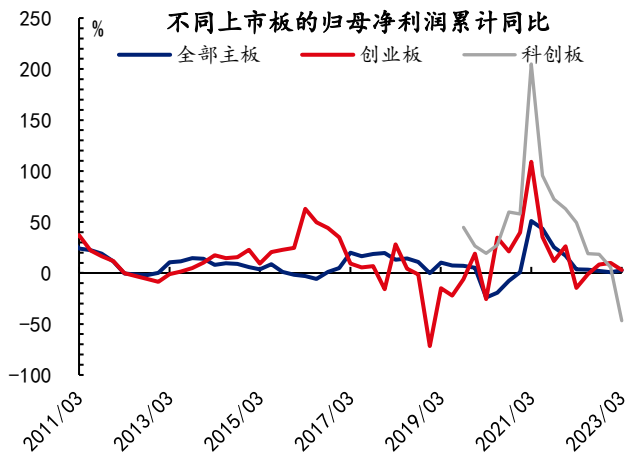
资料来源：万得，信达证券研发中心

1.3 主板盈利增速环比回升，科创板盈利增速大幅下降

盈利增速方面，创业板略好于主板，但差距在 2023Q1 收窄。主板 2023Q1 归母净利润同比为 2.51%，较去年四季度的累计增速环比上升 1.78pct，是三个上市板中唯一一个实现净利润增速环比回升的板块；创业板 2023Q1 归母净利润同比为 3.01%，较去年四季度的累计增速环比下降 6.92 pct；科创板 2023Q1 归母净利润同比为-46.8%，较去年四季度的累计增速环比下降 52.39 pct，这是科创板开板以来首次净利润增速转负。

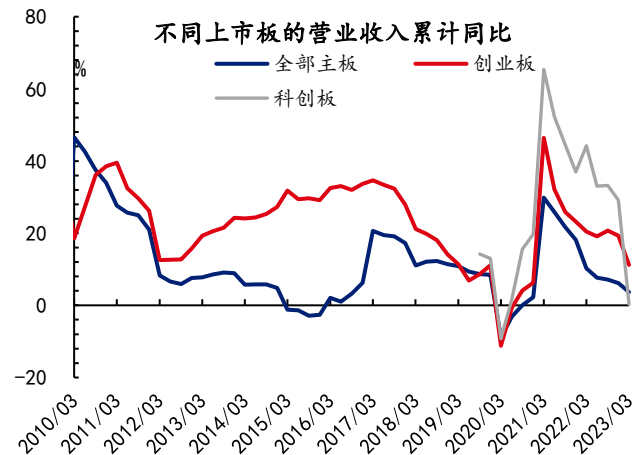
营收增速方面，创业板好于全部主板，主板好于科创板。主板 2023Q1 营业收入同比增速为 3.63%，较去年四季度的累计增速环比下降 2.50 pct；创业板 2023Q1 营业收入同比增速为 11.24%，较去年四季度的累计增速环比下降 8.02pct；科创板 2023Q1 营业收入同比增速为 0.29%，较去年四季度的累计增速环比下降 28.88 pct。

图 8：不同上市板的归母净利润累计同比增速



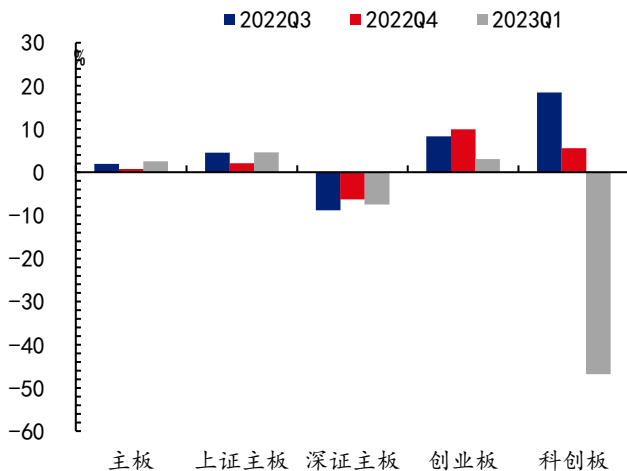
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 9：不同上市板的营业收入累计同比增速



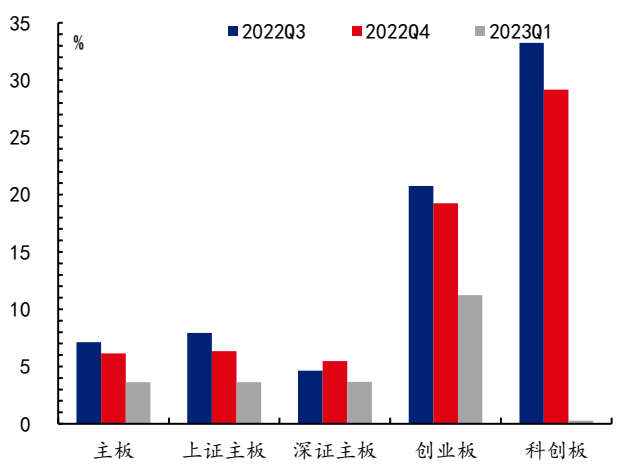
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 10：科创板净利润增速转负



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 11：科创板营收增速的大幅回落



资料来源：万得，信达证券研发中心

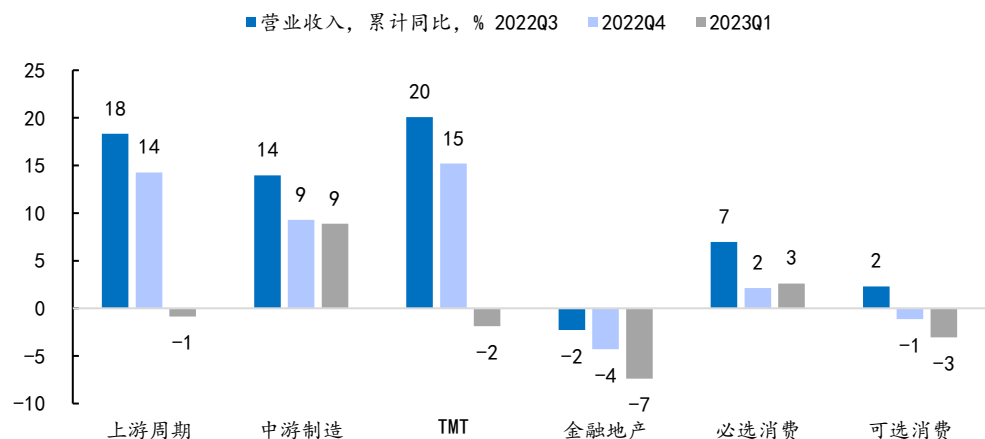
表 1：不同上市板的营收增速、净利润增速

	扣非归母净利润, 累计同比, %				归母净利润, 累计同比, %				营业收入, 累计同比, %			
	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q1-2022Q4	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q1-2022Q4	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q1-2022Q4
主板	2.04	1.74	0.58	-1.16	1.95	0.73	2.51	1.78	7.12	6.13	3.63	-2.50
上证主板	3.87	3.41	3.71	0.30	4.51	2.11	4.58	2.47	7.94	6.33	3.62	-2.71
深证主板	-6.23	-7.18	-12.87	-5.69	-8.79	-6.29	-7.47	-1.18	4.64	5.49	3.67	-1.82
创业板	10.97	21.27	-5.27	-26.54	8.34	9.93	3.01	-6.92	20.75	19.26	11.24	-8.02
科创板	25.54	9.75	-54.87	-64.63	18.46	5.59	-46.80	-52.39	33.24	29.17	0.29	-28.88
全部A股	2.74	2.56	-0.89	-3.46	2.53	0.69	1.45	0.76	8.05	7.06	3.94	-3.12
全部A股 (剔除金融两油)	0.67	1.80	-11.37	-13.16	1.34	-1.66	-6.48	-4.82	7.80	7.18	4.04	-3.14

资料来源：万得，信达证券研发中心

1.4 周期板块盈利增速大幅回落，金融地产环比改善

营收增速方面，1) 上游周期板块 2023Q1 营业收入同比增速为-0.85%，较去年四季度的累计同比增速环比下降 15.12 个百分点，不仅是连续五个季度高位回落，更是过去两年来首次转负。2) 中游制造板块 2023Q1 营业收入同比增速为 8.87%，较去年四季度的累计同比增速环比下降 0.42 个百分点，是连续八个季度回落，但降幅有所收窄。3) TMT 板块 2023Q1 营业收入同比增速为-1.86%，较去年四季度的累计同比增速环比下降 17.05 个百分点，是过去两年来首次转负。4) 金融地产板块 2023Q1 营业收入同比增速为-7.39%，较去年四季度的累计同比增速环比下降 3.10 个百分点。5) 必选消费板块 2023Q1 营业收入同比增速为 2.61%，较去年四季度的累计同比增速环比上升 0.47 个百分点。可选消费板块 2023Q1 营业收入同比增速为-3.05%，较去年四季度的累计同比增速环比下降 1.90 个百分点。

图 12：必选消费板块的营收增速出现环比改善


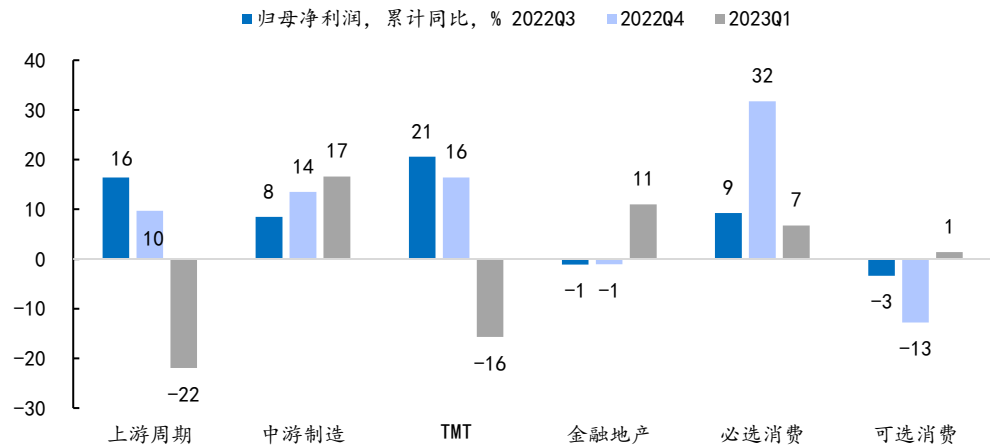
资料来源：万得，信达证券研发中心

利润增速方面，1) 上游周期板块的盈利增速大幅回落，2023Q1 归母净利润同比增速为-21.94%，较去年四季度的累计同比增速环比下降 31.62 个百分点，是过去两年来首次转负。2) 中游制造板块 2023Q1 归母净利润同比增速为 16.58%，较去年四季度累计同比增速环比上升 3.05 个百分点。3) TMT 板块 2023Q1 归母净利润同比增速为-

15.70%，较去年四季度的累计同比增速环比下降 32.08 个百分点。4) 金融地产板块 2023Q1 归母净利润同比增速为 11.00%，较去年四季度的累计同比增速环比上升 12.08 个百分点，是所有板块中实现净利润增速环比改善最大的板块。5) 必选消费板块 2023Q1 归母净利润同比增速为 6.75%，较去年四季度的累计同比增速环比下降 25.01 个百分点。可选消费板块 2023Q1 归母净利润同比增速为 1.36%，较去年四季度的累计同比增速环比改善 14.15 个百分点。

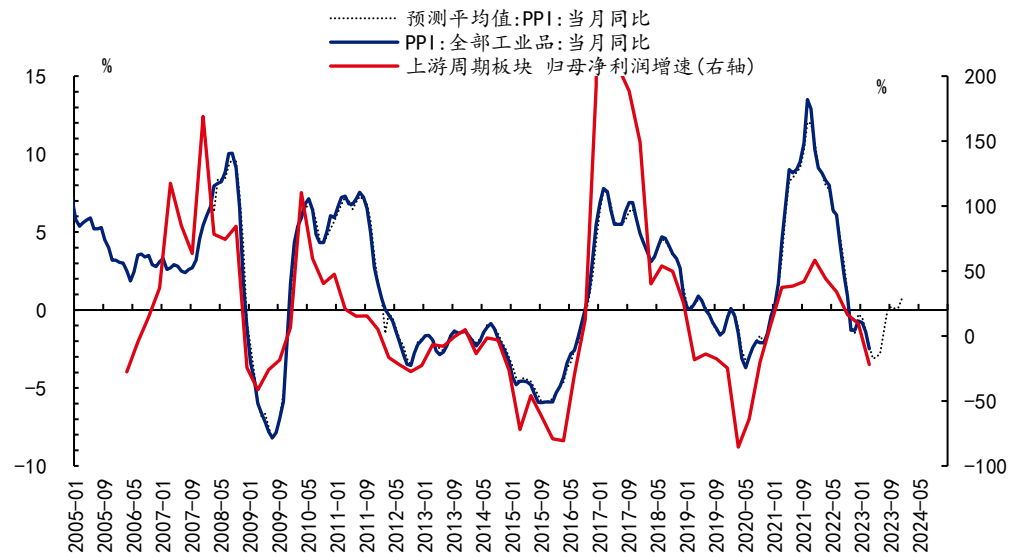
整体上看，营收增速方面仅必选消费板块出现环比改善，利润增速方面可选消费、金融地产板块均出现环比改善。

图 13：可选消费、金融地产的净利润增速环比改善



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 14：历史上看，上游周期板块的净利润增速与 PPI 走势接近

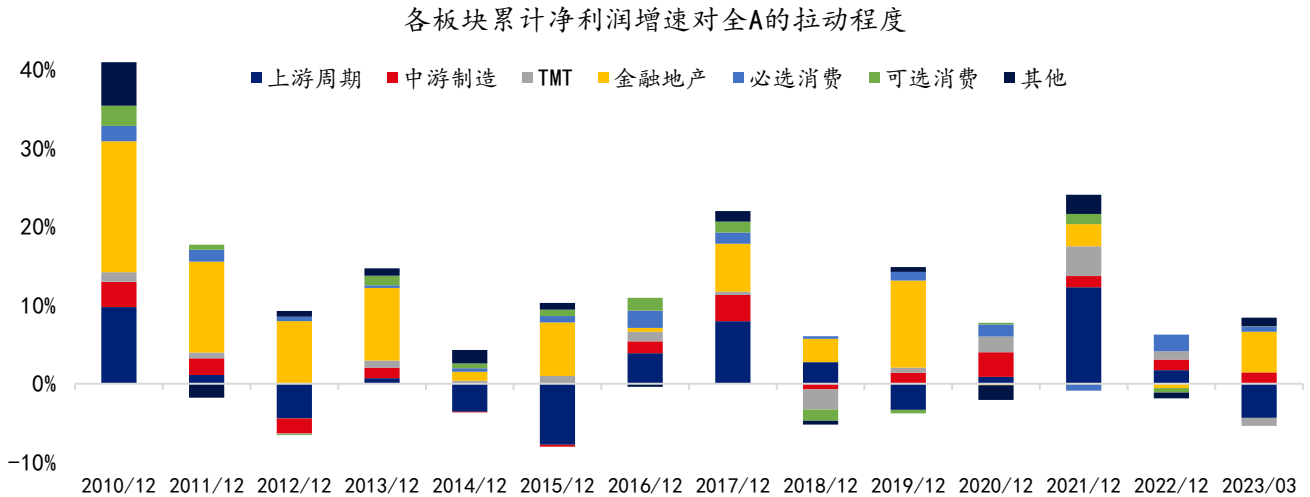


资料来源：万得，信达证券研发中心

从各板块单季度盈利占全 A 的比例来看，金融板块的盈利占比最大。2023 年一季度，上游周期/中游制造/TMT/金融地产/必选消费/可选消费单季度净利润占比分别为 14.94%/9.98%/5.30%/50.46%/9.79%/4.05%。

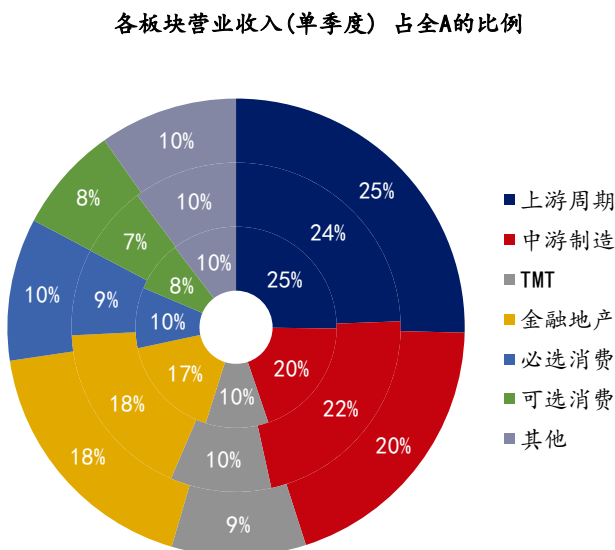
从趋势上来看，金融地产板块单季度净利润占全A的比例从高位回落，由2022Q4的56.81%下降至2023Q1的50.46%，自2021年以来在50%上下波动。TMT板块单季度净利润占全A的比例由2022Q4的4.68%扩大至5.30%。上游周期板块的净利润占全A的比例由2022Q4的16.61%缩小至14.94%。必选消费单季度净利润占全A的比例由2022Q4的9.18%扩大至9.79%，高于历史同期。可选消费板块单季度净利润占全A的比例在今年一季度出现回升迹象，由2022Q4的0.67%扩大至4.05%。

图 15：各板块累计净利润增速对全 A 的拉动程度



资料来源：万得，信达证券研发中心

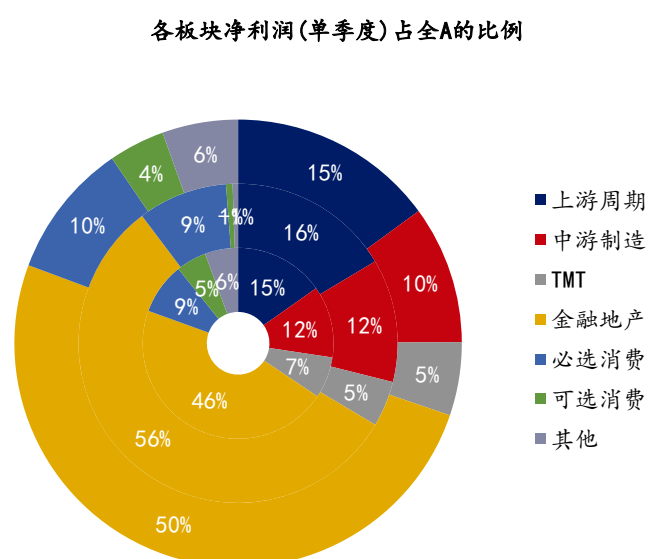
图 16：周期板块单季度营收占全 A 的比例持续扩大



资料来源：万得，信达证券研发中心

*上图中内圈至外圈依次为 2022Q3、2022Q4、2023Q1。

图 17：周期板块单季度净利润占全 A 的比例持续扩大

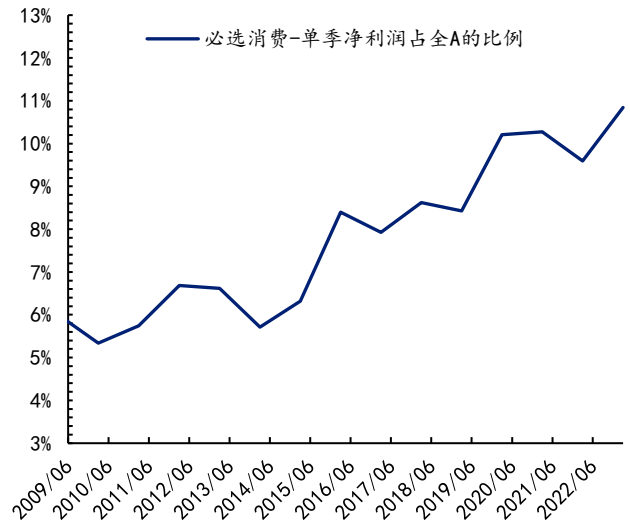


资料来源：万得，信达证券研发中心

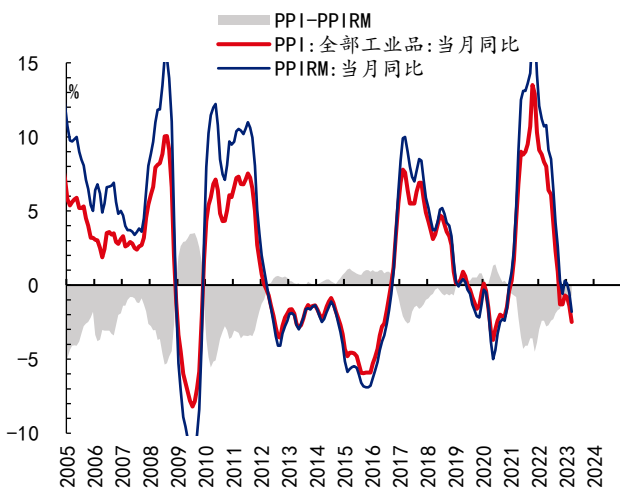
*上图中内圈至外圈依次为 2022Q3、2022Q4、2023Q1。

图 18: 周期板块单季度净利润占比从高位回落

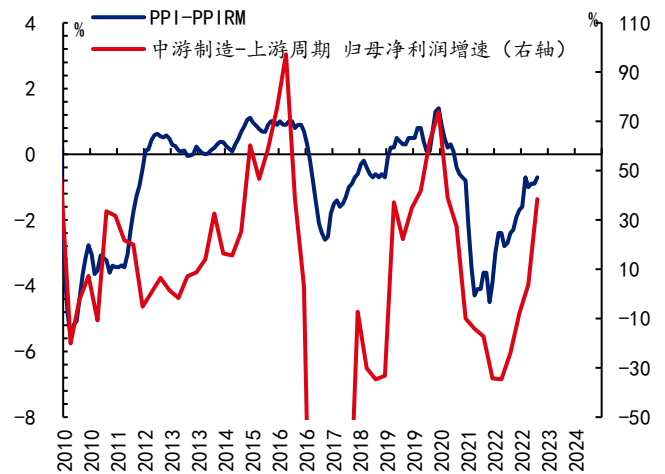

资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 19: 必选消费净利润占比走高, 高于历史同期


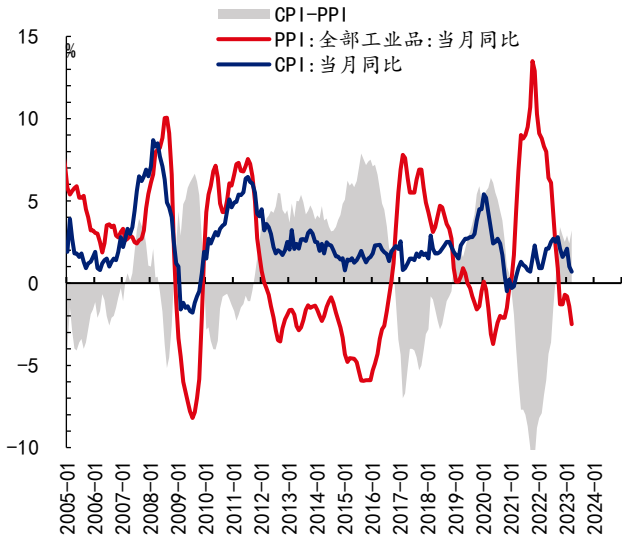
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 20: PPIRM 与 PPI 的剪刀差自历史高位持续回落


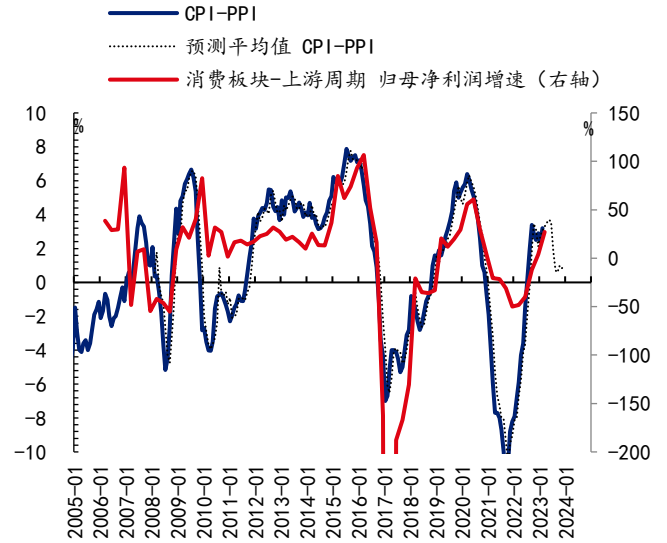
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 21: 中游企业与上游企业的盈利增速差未见收窄, 但斜率放缓


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 22: CPI 与 PPI 的剪刀差从低位回升 (单位: %)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 23: 下游企业与上游企业的盈利增速差出现回升迹象 (单位: %)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

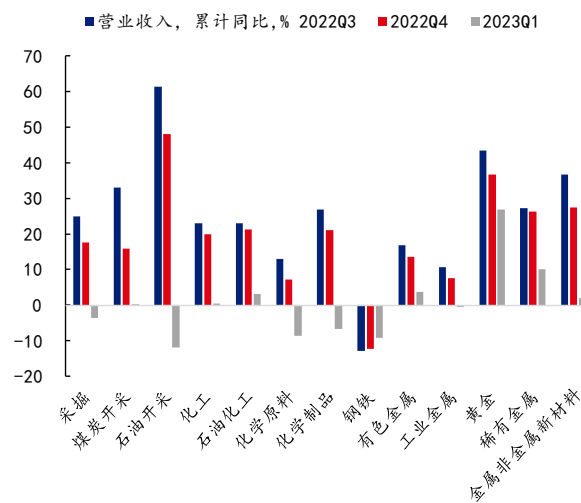
二、周期盈利增速继续从高位回落，可选消费环比改善

2.1 周期行业盈利增速延续高位回落，钢铁行业业绩韧性较强

营收增速方面，多数周期行业营收增速明显回落。

- 1) 仅有钢铁行业的营收增速回升。钢铁行业 2023Q1 营收增速相较 2022Q4 营收累计增速环比改善 3.23 个百分点。
- 2) 营收增速环比回落幅度最大的行业是石油开采行业，其 2023Q1 营收增速相较 2022Q4 营收增速环比下降 59.99 个百分点。
- 3) 多数行业的营收增速回落幅度在 15 个百分点左右。

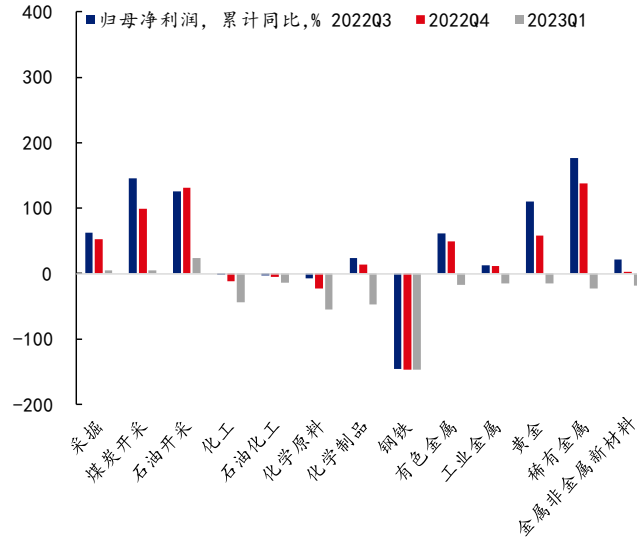
图 24：周期行业营收增速普遍回落，石油开采回落幅度最大



资料来源：万得，信达证券研发中心

盈利增速方面，周期行业的盈利增速均出现回落，且净利润增速的回落幅度普遍大于营收增速的回落幅度。

- 1) 几乎所有的周期类细分行业盈利增速均出现下降。净利润增速环比回落幅度最小的行业是钢铁行业，其 2023Q1 净利润增速相较 2022Q4 净利润增速环比下降 0.73 个百分点。
- 2) 净利润增速环比回落幅度最大的行业是稀有金属行业，其 2023Q1 净利润增速相较 2022Q4 净利润累计增速环比下降 161.37 个百分点。其次是石油开采行业，其 2023Q1 净利润增速相较 2022Q4 净利润累计增速环比下降 107.44 个百分点。
- 3) 多数行业的净利润增速回落幅度在 50 个百分点左右。

图 25：所有周期性行业中，仅钢铁的净利润增速回落幅度最小


资料来源：万得，信达证券研发中心

表 2：周期板块细分行业的盈利增速

大类板块	行业	扣非归母净利润，累计同比，%				归母净利润，累计同比，%				营业收入，累计同比，%			
		2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q1-2022Q4	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q1-2022Q4	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q1-2022Q4
上游周期	采掘	70.93	54.48	3.56	-50.92	62.72	52.32	5.15	-47.17	24.92	17.70	-3.66	-21.36
上游周期	煤炭开采	138.65	93.13	1.02	-92.11	146.01	99.15	5.15	-94.00	33.09	15.90	0.10	-15.80
上游周期	石油开采	184.71	147.95	22.34	-125.61	126.00	131.43	23.99	-107.44	61.39	48.04	-11.95	-59.99
上游周期	化工	-0.29	-14.87	-46.80	-31.94	-1.82	-12.22	-44.25	-32.02	23.06	19.96	0.45	-19.51
上游周期	石油化工	-3.19	-18.08	-14.24	3.84	-3.18	-5.55	-13.49	-7.95	22.92	21.32	3.09	-18.23
上游周期	化学原料	-7.18	-20.27	-55.09	-34.81	-7.19	-22.48	-54.90	-32.42	12.89	7.19	-8.56	-15.76
上游周期	化学制品	28.39	16.22	-50.53	-66.76	24.22	13.66	-47.20	-60.86	26.85	21.12	-6.74	-27.86
上游周期	钢铁	-152.26	-156.72	-156.28	0.44	-145.67	-146.58	-147.32	-0.73	-12.74	-12.33	-9.10	3.23
上游周期	有色金属	62.15	52.70	-18.37	-71.07	61.80	49.09	-17.19	-66.29	16.77	13.50	3.78	-9.71
上游周期	工业金属	2.53	1.95	-15.96	-17.90	12.89	11.30	-14.64	-25.94	10.70	7.51	-0.45	-7.97
上游周期	黄金	110.45	73.38	-12.97	-86.35	109.74	57.96	-15.26	-73.22	43.47	36.67	26.88	-9.79
上游周期	稀有金属	230.07	174.78	-24.20	-198.99	176.54	138.23	-23.14	-161.37	27.33	26.23	10.19	-16.04
上游周期	金属非金属新材料	23.21	2.87	-23.56	-26.43	21.03	2.15	-18.23	-20.39	36.62	27.40	2.05	-25.35

资料来源：万得，信达证券研发中心

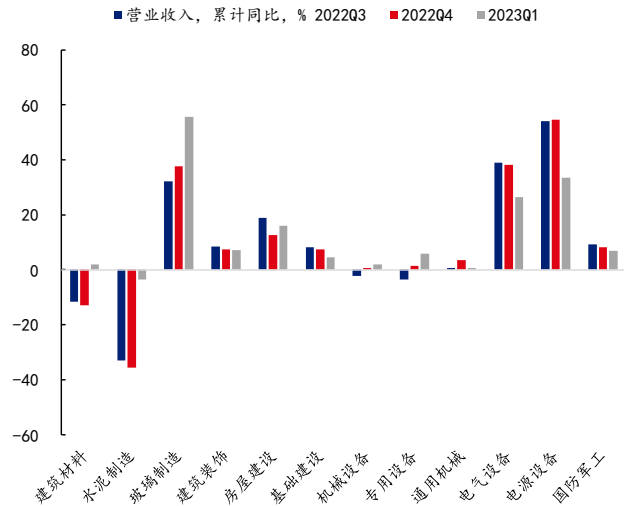
2.2 传统制造业延续分化，基建产业链营收增速环比回升

营收增速方面，半成左右的传统制造业营收增速环比回升。

1) 营收增速环比边际改善幅度最大的行业是水泥制造，其 2023Q1 营收增速相较于 2022Q4 营收累计增速环比改善 32.09 个百分点。

2) 营收增速环比回落幅度最大的行业是电源设备、电气设备行业。这两个子行业 2023Q1 营收增速相较于 2022Q4 营收累计增速分别环比下降 21.01 个百分点、11.76 个百分点。

3) 其他多数行业的营收增速上升幅度在 5 个百分点左右。

图 26：水泥制造营收增速回升的幅度最大


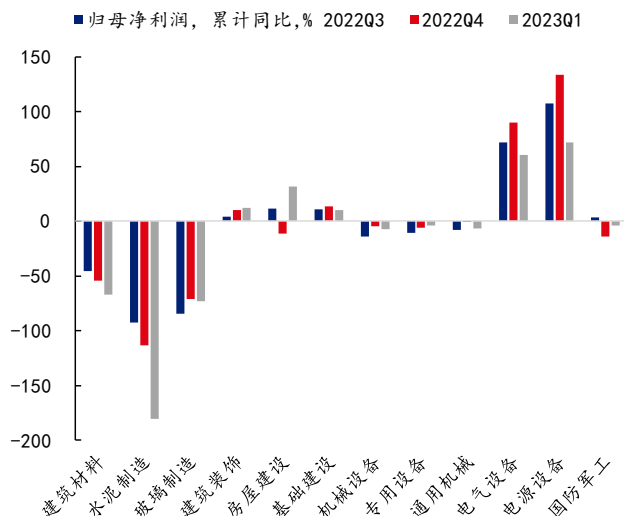
资料来源：万得，信达证券研发中心

盈利增速方面，建材行业利润增速连续两个季度负增长，机械设备行业首现负增长。

1) 所有中游制造行业中，仅有房屋建设、国防军工、专用设备、建筑装饰行业这四个子行业出现净利润增速环比改善。这四个子行业 2023Q1 净利润增速相较于 2022Q4 净利润累计增速分别环比改善 43.13 个百分点、10.04 个百分点、2.28 个百分点、1.88 个百分点。

2) 净利润增速环比回落幅度最大的行业是水泥制造、电源设备，这两个子行业 2023Q1 净利润增速相较于 2022Q4 净利润累计增速分别环比下降 67.04 个百分点、61.42 个百分点。

3) 其他多数行业的净利润增速回落幅度在 10 个百分点左右，其中机械设备行业的净利润增速在 2023Q1 首现负增长。

图 27：水泥制造行业净利润增速下降的幅度最大


资料来源：万得，信达证券研发中心

表 3：制造板块细分行业的盈利增速

大类板块	行业	扣非归母净利润, 累计同比, %				归母净利润, 累计同比, %				营业收入, 累计同比, %			
		2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q1-2022Q4	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q1-2022Q4	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q1-2022Q4
中游制造	建筑材料	-42.11	-56.70	-76.86	-20.17	-45.40	-54.30	-67.05	-12.75	-11.59	-12.84	1.89	14.73
中游制造	水泥制造	-78.39	-113.81	-211.79	-97.99	-92.57	-113.42	-180.46	-67.04	-32.92	-35.67	-3.57	32.09
中游制造	玻璃制造	-93.79	-81.30	-67.79	13.51	-84.46	-70.95	-73.10	-2.15	32.32	37.62	55.67	18.05
中游制造	建筑装饰	1.49	7.52	16.71	9.19	4.14	10.21	12.09	1.88	8.55	7.41	7.13	-0.28
中游制造	房屋建设	3.13	-26.49	52.60	79.09	11.09	-11.38	31.76	43.13	18.93	12.55	16.12	3.57
中游制造	基础建设	7.39	11.52	12.61	1.10	10.89	13.66	10.13	-3.53	8.23	7.39	4.49	-2.90
中游制造	机械设备	-9.79	-2.61	-6.48	-3.88	-14.07	-4.84	-7.14	-2.30	-2.34	0.61	1.98	1.37
中游制造	专用设备	-6.19	-2.96	2.72	5.68	-11.05	-6.20	-3.93	2.28	-3.63	1.32	5.78	4.46
中游制造	通用机械	-6.89	1.54	-13.86	-15.40	-7.87	-0.98	-6.61	-5.62	0.60	3.40	0.54	-2.86
中游制造	电气设备	85.95	108.08	55.29	-52.79	71.69	90.18	60.52	-29.66	38.94	38.28	26.51	-11.76
中游制造	电源设备	124.81	156.33	71.16	-85.17	107.11	133.28	71.86	-61.42	54.18	54.57	33.56	-21.01
中游制造	国防军工	0.00	-20.97	-4.36	16.61	3.63	-13.90	-3.87	10.04	9.23	8.12	6.85	-1.27

资料来源：万得，信达证券研发中心

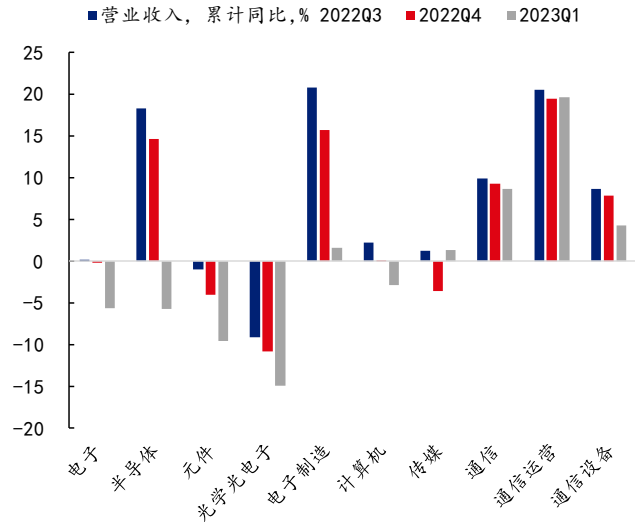
2.3 计算机与传媒行业的盈利增速大幅改善

营收增速方面，传媒、通信运营行业营收增速边际回升。

1) 所有 TMT 行业中，仅有传媒、通信运营这两个行业的营收增速出现边际回升。这两个行业 2023Q1 营收增速相较 2022Q4 营收累计增速分别环比改善 4.9 个百分点、0.2 个百分点。

2) 营收增速环比回落幅度最大的行业是半导体，其 2023Q1 营收增速相较 2022Q4 营收累计增速环比下降 20.42 个百分点。其次是电子制造行业 2023Q1 营收增速相较 2022Q4 营收累计增速环比下降 14.06 个百分点。整体上看，电子行业中的三个子行业营收增速的趋势存在分化，电子制造行业营收增速尚有韧性，其他三个子行业均构成拖累，电子行业营收增速环比下降了 16.37 个百分点。

3) 计算机、通信行业的营收增速边际下降幅度不大，这两个行业 2023Q1 营收增速相较 2022Q4 营收累计增速分别环比下降 2.94 个百分点、0.63 个百分点。

图 28：通信运营的营收增速维持高增


资料来源：万得，信达证券研发中心

盈利增速方面，计算机、传媒行业盈利增速由负转正。

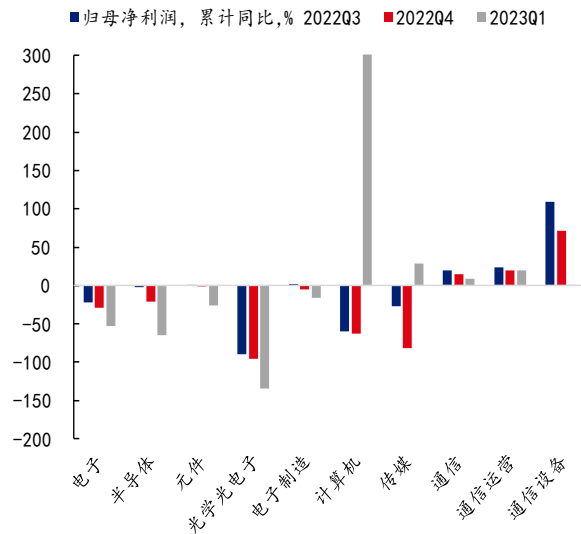
截至 2023Q1，通信设备、半导体、光学光电子、元件的净利润增速均为负值，分别为-70.47%、-43.58%、-38.79%、-25.72%。其中光学光电子、半导体行业已连续负增长三个季度。

1) 所有 TMT 行业中，仅有计算机、传媒的盈利增速出现边际回升，其 2023Q1 净利润增速相较 2022Q4 净利润累计增速分别环比改善 533.49 个百分点、110.26 个百分点。

2) 盈利增速环比回落幅度最大的行业是通信设备行业。其 2023Q1 净利润增速相较 2022Q4 净利润累计增速环比下降 70.47 个百分点。其中光学光电子行业营收增速、净利润增速均偏弱。其次是半导体、光学光电子行业，这两个行业 2023Q1 净利润增速相较 2022Q4 净利润累计增速分别环比下降 43.58 个百分点、38.79 个百分点。

3) 其他多数行业的净利润增速回落幅度在 5 个百分点以内。

3) 其他多数行业的净利润增速回落幅度在 25 个百分点以内。

图 29：计算机行业盈利增速在底部回升


资料来源：万得，信达证券研发中心

表 4：成长板块细分行业的盈利增速

大类板块	行业	扣非归母净利润, 累计同比, %				归母净利润, 累计同比, %				营业收入, 累计同比, %			
		2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q1-2022Q4	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q1-2022Q4	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q1-2022Q4
TMT	电子	-27.00	-35.55	-69.60	-34.04	-22.53	-28.58	-52.54	-23.97	0.22	-0.16	-5.58	-5.42
TMT	半导体	3.04	-19.04	-79.28	-60.23	-1.78	-21.16	-64.74	-43.58	18.34	14.67	-5.76	-20.42
TMT	元件	0.10	-4.68	-30.83	-26.15	0.21	-0.16	-25.88	-25.72	-0.94	-3.97	-9.56	-5.59
TMT	光学光电子	-116.30	-148.03	-252.84	-104.82	-89.28	-95.35	-134.14	-38.79	-9.10	-10.79	-14.93	-4.14
TMT	电子制造	5.03	5.85	-22.25	-28.10	1.62	-4.99	-16.11	-11.13	20.84	15.68	1.63	-14.06
TMT	计算机	-65.10	-61.28	-235.31	-174.02	-60.22	-62.37	471.12	533.49	2.23	0.12	-2.82	-2.94
TMT	传媒	-20.30	-111.11	5.85	116.96	-27.46	-81.85	28.41	110.26	1.24	-3.55	1.35	4.90
TMT	通信	24.13	19.17	1.79	-17.38	20.01	14.96	8.36	-6.59	9.91	9.29	8.66	-0.63
TMT	通信运营	26.02	18.02	4.66	-13.36	23.97	19.58	19.49	-0.08	20.56	19.45	19.65	0.20
TMT	通信设备	298.45	556.32	-1.79	-558.11	109.54	70.99	0.52	-70.47	8.66	7.87	4.25	-3.62

资料来源：万得，信达证券研发中心

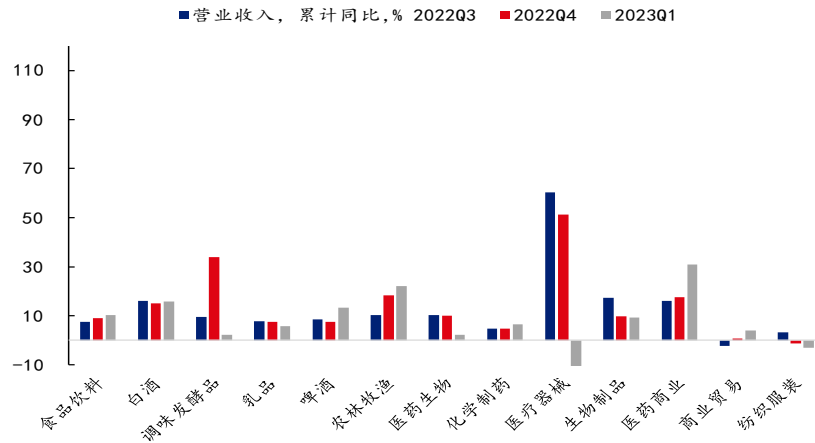
2.4 养殖业盈利增速仍在下探，生物医药盈利增速大幅改善

营收增速方面，医疗器械行业营收增速首现负增长。

1) 所有必选消费行业中，医药商业的营收增速边际回升幅度最大，其 2023Q1 营收增速相较 2022Q4 营收累计增速环比提高 13.20 个百分点。虽然白酒行业的营收增速相较上期环比改善，但拉长时间区间来看，白酒行业最近一次营收增速的高点发生于 2021Q2，当前并未超过前期高点。

2) 营收增速环比回落幅度最大的行业是医疗器械、调味发酵品。这两个行业 2023Q1 营收增速相较 2022Q4 营收累计增速分别环比下降 138.83 个百分点、31.74 个百分点。

3) 其他多数行业的营收增速上升幅度在 4 个百分点左右。

图 30：2023Q1 医疗器械行业营收增速首现负增长（单位：%）


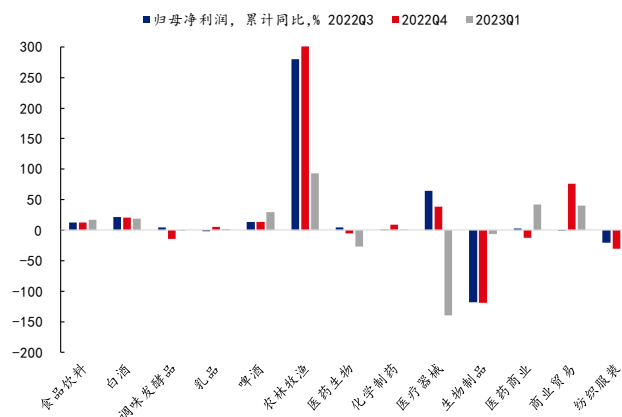
资料来源：万得，信达证券研发中心

盈利增速方面，农林牧渔盈利增速大幅下行。

1) 所有必选消费行业中，生物制品的盈利增速边际回升幅度最大，其 2023Q1 营收增速相较 2022Q4 营收累计增速环比提高 112.62 个百分点。

2) 净利润增速环比回落幅度最大的行业是农林牧渔，其 2023Q1 净利润增速相较 2022Q4 净利润累计增速环比下降 336.44 个百分点。除此之外，医疗器械、商业贸易、医药生物行业的净利润增速也出现明显回落，这三个行业 2023Q1 净利润增速相较 2022Q4 净利润累计增速分别环比下降 177.63 个百分点、35.57 个百分点、21.88 个百分点。

3) 其他多数行业的净利润增速上升幅度在 10 个百分点左右。

图 31：农林牧渔盈利增速大幅下行


资料来源：万得，信达证券研发中心

表 5：必选消费板块细分行业盈利增速

大类板块	行业	扣非归母净利润，累计同比，%				归母净利润，累计同比，%				营业收入，累计同比，%			
		2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q1-2022Q4	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q1-2022Q4	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q1-2022Q4
必选消费	食品饮料	13.87	15.10	17.14	2.04	12.84	12.49	17.21	4.72	7.41	9.00	10.31	1.31
必选消费	白酒	21.22	20.57	19.47	-1.10	21.24	20.36	19.23	-1.12	16.08	15.16	15.82	0.67
必选消费	调味发酵品	2.83	-4.51	4.39	8.90	4.33	-14.24	-0.92	13.32	9.43	33.91	2.12	-31.79
必选消费	乳品	-3.89	4.51	2.74	-1.77	-2.15	5.66	2.26	-3.40	7.87	7.42	5.79	-1.63
必选消费	啤酒	16.51	31.26	33.69	2.44	13.60	13.90	29.59	15.69	8.56	7.49	13.19	5.70
必选消费	农林牧渔	212.96	367.66	77.75	-289.91	280.56	429.64	93.20	-336.44	10.30	18.43	21.98	3.56
必选消费	医药生物	10.48	12.89	-31.81	-44.70	4.82	-5.15	-27.03	-21.88	10.20	9.96	2.29	-7.67
必选消费	化学制药	8.08	25.84	1.51	-24.33	0.31	8.94	0.25	-8.69	4.85	4.85	6.49	1.64
必选消费	医疗器械	73.60	46.21	-144.46	-190.68	64.37	38.44	-139.19	-177.63	60.40	51.34	-87.49	-138.83
必选消费	生物制品	-121.63	-124.72	-11.16	113.56	-117.72	-118.76	-6.14	112.62	17.38	9.75	9.16	-0.59
必选消费	医药商业	14.97	8.72	36.44	27.72	2.33	-12.74	42.43	55.17	16.06	17.59	30.79	13.20
必选消费	商业贸易	-8.88	-85.39	-23.12	62.26	-1.25	75.79	40.22	-35.57	-2.29	0.79	4.04	3.25
必选消费	纺织服装	-14.31	-26.24	-3.81	22.43	-20.49	-30.07	8.79	38.86	3.27	-1.33	-3.13	-1.80

资料来源：万得，信达证券研发中心

2.5 可选消费板块多数行业盈利改善，休闲服务实现大幅正增长

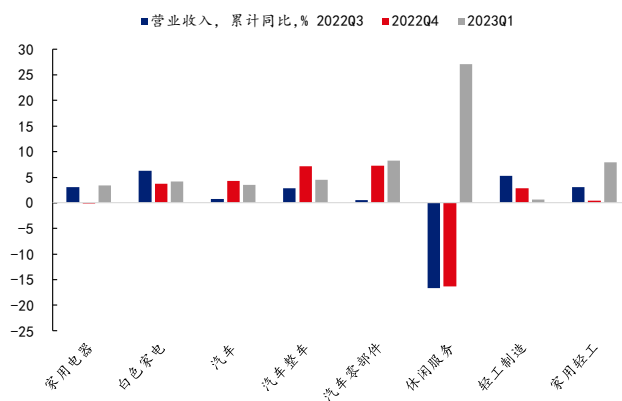
营收增速方面，多数行业营收增速均出现改善，休闲服务行业改善幅度最大。

1) 所有可选消费行业中，仅有汽车整车、轻工制造、汽车这三个行业的营收增速下降。这三个行业 2023Q1 营收增速相较 2022Q4 营收累计增速分别环比下降 2.64 个百分点、2.20 个百分点、0.81 个百分点。

2) 营收增速环比回升最大的行业是休闲服务，其 2023Q1 营收增速相较 2022Q4 营收累计增速环比回升了 43.41 个百分点。值得关注的是，休闲服务的营收增速转为正增长，是 2022 年以来首次。

3) 其他多数行业的营收增速回升幅度在 3 个百分点左右。

图 32：休闲服务的营收增速大幅改善



资料来源：万得，信达证券研发中心

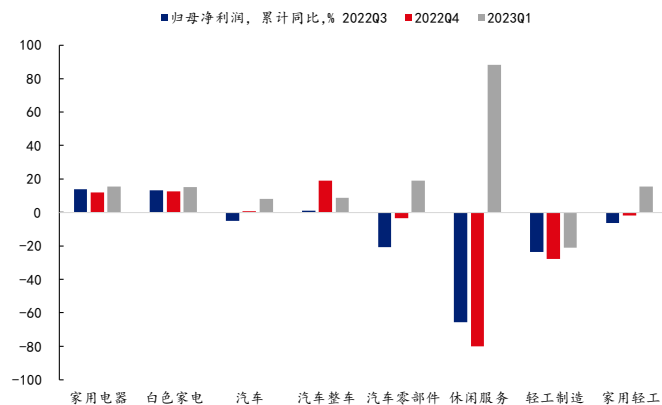
盈利增速方面，休闲服务净利润增速大幅上升。

1) 仅有汽车整车行业的净利润增速环比下降，其 2023Q1 净利润增速相较 2022Q4 净利润累计增速环比下降了 10.51 个百分点。整体上看，白色家电呈现出营收增速承压，但盈利增速边际转好的特征。其次为白色家电的净利润增速环比持平，其 2023Q1 净利润增速相较 2022Q4 净利润累计增速环比上升了 2.63 个百分点。

2) 休闲服务的净利润增速环比大幅上升，其 2023Q1 净利润增速相较 2022Q4 净利润累计增速分别环比上升了 168.20 个百分点。

3) 其他多数行业的净利润增速回升幅度在 10 个百分点左右。

图 33：多数可选消费行业净利润增速出现正增长



资料来源：万得，信达证券研发中心

表 6：可选消费板块细分行业盈利增速

大类板块	行业	扣非归母净利润，累计同比，%				归母净利润，累计同比，%				营业收入，累计同比，%			
		2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q1-2022Q4	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q1-2022Q4	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q1-2022Q4
可选消费	家用电器	18.79	25.14	14.10	-11.04	13.97	11.82	15.57	3.75	3.12	-0.15	3.42	3.57
可选消费	白色家电	18.36	18.96	13.48	-5.48	13.22	12.54	15.17	2.63	6.31	3.69	4.16	0.47
可选消费	汽车	-8.93	28.72	-11.24	-39.95	-5.13	0.74	7.97	7.23	0.74	4.34	3.53	-0.81
可选消费	汽车整车	-7.43	1210.15	-29.12	-1239.27	0.86	19.12	8.61	-10.51	2.82	7.20	4.56	-2.64
可选消费	汽车零部件	-25.90	3.01	20.43	17.42	-20.84	-3.57	18.97	22.54	0.51	7.23	8.28	1.05
可选消费	休闲服务	-72.05	-94.03	127.91	221.94	-65.84	-80.10	88.10	168.20	-16.65	-16.31	27.10	43.41
可选消费	轻工制造	-24.06	-27.48	-32.99	-5.51	-23.61	-27.86	-20.97	6.89	5.24	2.88	0.68	-2.20
可选消费	家用轻工	-6.85	5.79	2.24	-3.55	-6.34	-1.95	15.41	17.36	3.03	0.44	7.91	7.47

资料来源：万得，信达证券研发中心

三、盈利能力：ROE 延续回落，毛利率降幅放缓

3.1 资产周转率拖累全 A ROE 延续回落，中游制造板块 ROE 小幅回升

全 A 净资产收益率延续回落。全部 A 股在 2023Q1 的 ROE(TTM)为 7.98%，较 2022Q4 的 8.40%环比下降 0.42pct，已连续回落三个季度。全部 A 股（非金融两油）在 2023Q1 的 ROE(TTM)为 7.06%，较 2022Q4 的 7.33%环比下降 0.27pct。整体上看，2023Q1 全部 A 股 ROE(TTM)的环比回落幅度有所扩大。

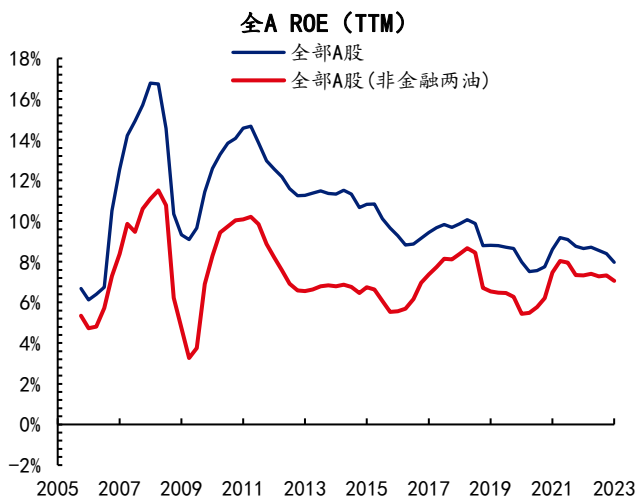
分板块来看，多数板块的 ROE 也回落，仅中游制造板块的 ROE 小幅上行。

1) 中游制造板块是唯一一个 ROE 环比改善的板块，且改善幅度扩大。中游制造板块 2023 年一季度的 ROE(TTM)为 7.56%，较 2022 年四季度的 7.45%环比增加 0.10pct，是连续第三个季度 ROE 环比改善。

2) 消费板块的 ROE 降幅较小。必选消费板块 2023 年一季度的 ROE(TTM)为 8.86%，较 2022 年四季度的 9.00%环比下降 0.14pct。可选消费板块 2023 年一季度的 ROE(TTM)为 6.07%，较 2022 年四季度的 6.18%环比下降 0.11pct。

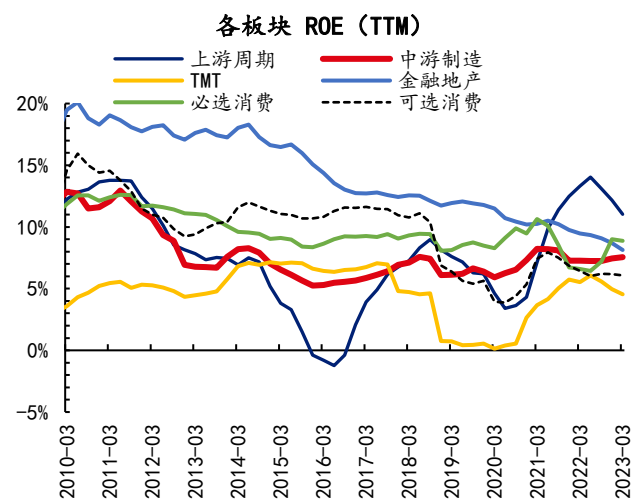
3) TMT 板块、金融地产板块 ROE 降幅较大。TMT 板块 2023 年一季度的 ROE(TTM)为 4.54%，较 2022 年四季度的 4.96%环比下降 0.42pct，是连续三个季度下降。金融地产板块 2023 年一季度的 ROE(TTM)为 8.13%，较 2022 年四季度的 8.69%环比下降 0.56pct。

图 34：全 A（两非）ROE 延续下降



资料来源：万得，信达证券研发中心

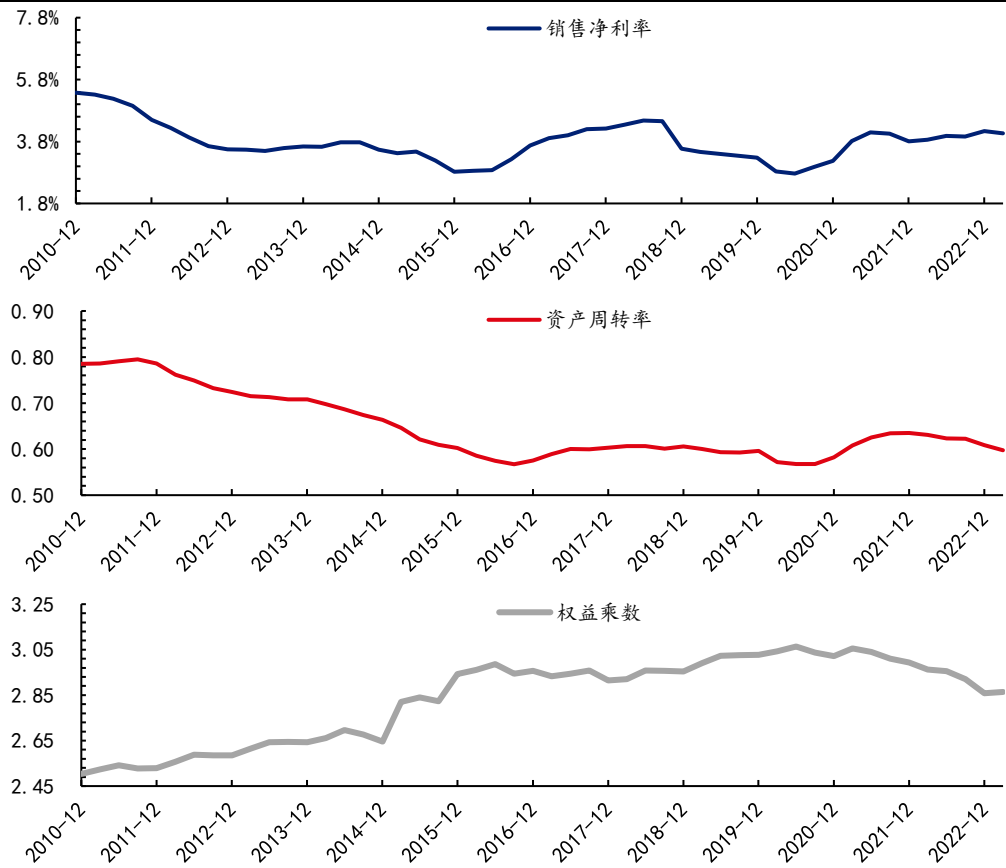
图 35：中游制造板块的 ROE 在 2023Q1 小幅回升



资料来源：万得，信达证券研发中心

从 ROE 的杜邦三因素来看，销售净利率和资产周转率均对 ROE 的表现构成拖累。全部 A 股（非金融两油）在 2023Q1 的销售净利率为 4.06%，较 2022Q4 的 4.14%环比小幅下降，这是过去一年来首次下降；全部 A 股（非金融两油）在 2023Q1 的资产周转率为 0.597，较 2021Q4 的 0.608 环比下降 0.011；全部 A 股（非金融两油）在 2023Q1 的权益乘数为 2.863，较 2021Q4 的 3.00 环比上升 0.005。

图 36: 全 A(非金融两油)的销售净利率和资产周转率均环比下降



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

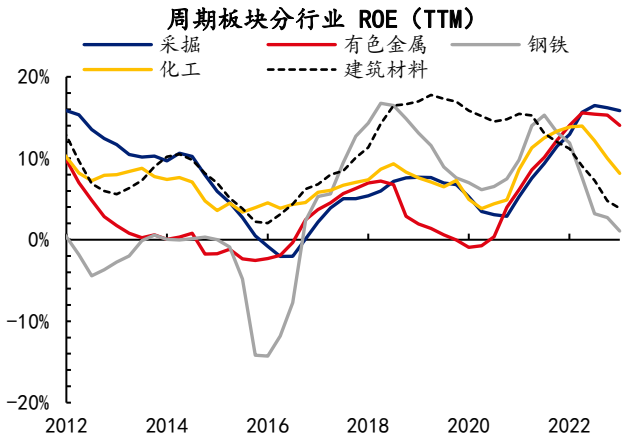
分行业来看,

ROE 改善幅度较大的行业为农林牧渔、休闲服务、非银金融、食品饮料、电气设备, 这五个行业 2023Q1 的 ROE(TTM)较 2022Q4 分别环比增加 2.15pct、1.40pct、1.05pct、0.82pct、0.44pct。

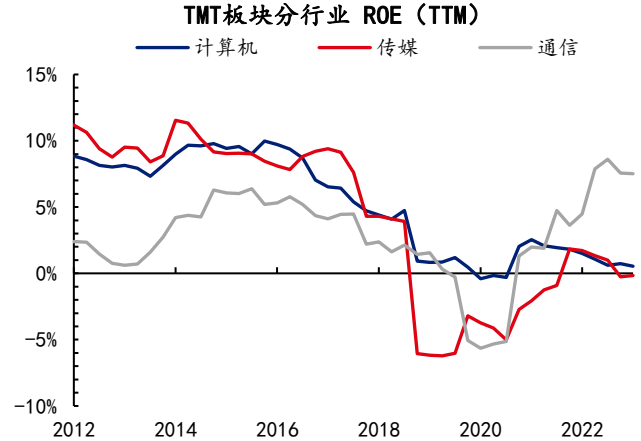
ROE 下降幅度较大的行业为化工、钢铁、有色金属、医药生物、电子, 这五个行业 2023Q1 的 ROE(TTM)较 2022Q4 分别环比下降 1.85pct、1.66pct、1.22pct、1.14pct、1.12pct。

ROE 连续多期走高的行业有建筑装饰、家用电器、公用事业。

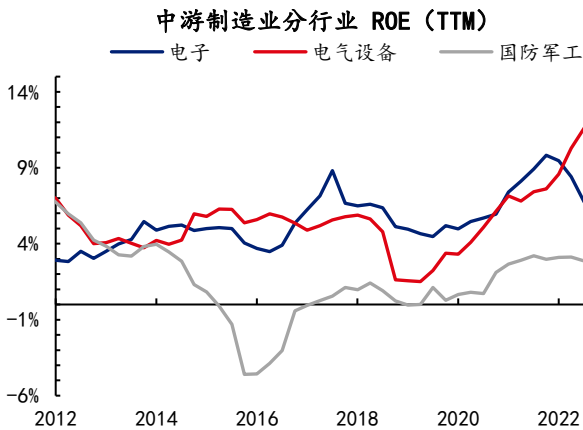
ROE 在 2023Q1 首次环比改善的行业有休闲服务、非银金融。

图 37：周期板块中所有细分行业的 ROE 均下降


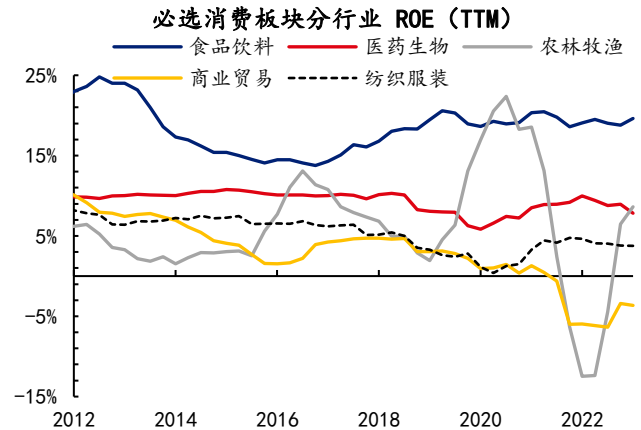
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 38：传媒行业 ROE 小幅改善


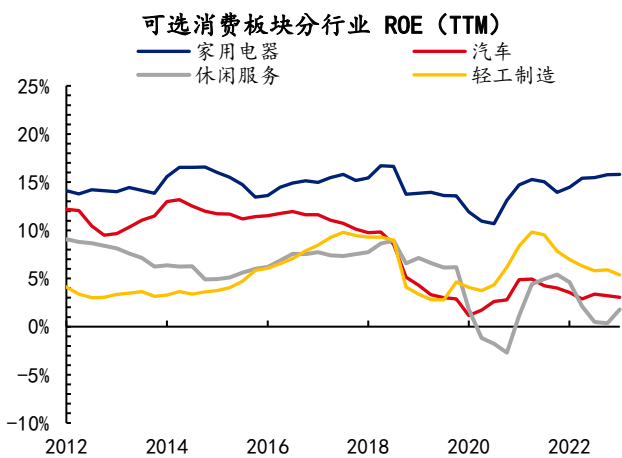
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 39：电气设备行业 ROE 小幅走高但斜率放缓


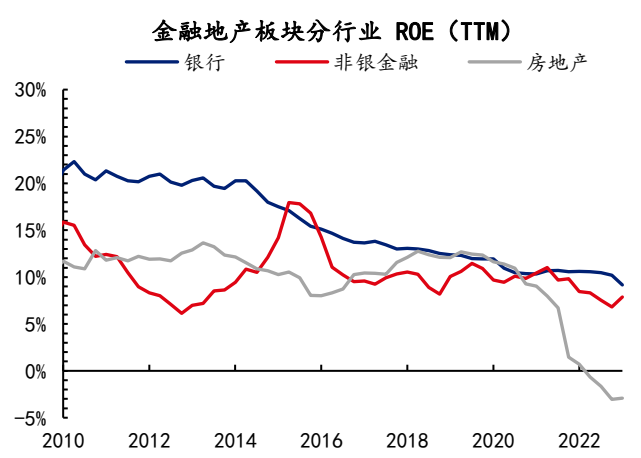
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 40：农林牧渔行业 ROE 延续回升


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 41：休闲服务行业 ROE 触底回升


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 42：地产、非银行业 ROE 均小幅改善


资料来源：万得，信达证券研发中心

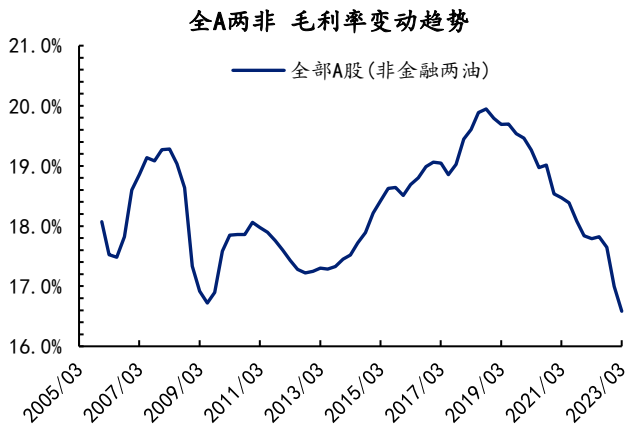
表 7: 申万一级行业 ROE 变动趋势与影响因素

行业名称	ROE TTM				销售净利率				资产周转率			
	2022/9/30	2022/12/31	2023/3/31	趋势	2022/9/30	2022/12/31	2023/3/31	趋势	2022/9/30	2022/12/31	2023/3/31	趋势
采掘	16.47%	16.18%	15.86%	↓	8.26%	8.35%	8.49%	↑	0.93	0.92	0.88	↓
化工	12.14%	9.99%	8.14%	↓	4.89%	4.07%	3.38%	↓	1.05	1.05	1.02	↓
钢铁	3.19%	2.74%	1.08%	↓	1.19%	1.04%	0.41%	↓	1.05	1.03	1.00	↓
有色金属	15.41%	15.28%	14.06%	↓	5.06%	5.23%	4.93%	↓	1.28	1.22	1.19	↓
建筑材料	7.30%	4.77%	3.85%	↓	5.94%	4.18%	3.36%	↓	0.54	0.51	0.50	↓
建筑装饰	6.92%	7.14%	7.30%	↑	1.74%	1.86%	1.91%	↑	0.70	0.68	0.67	↓
电气设备	11.59%	13.03%	13.47%	↑	6.91%	7.50%	7.88%	↑	0.64	0.66	0.65	↓
机械设备	5.46%	5.92%	5.84%	↓	4.48%	5.23%	5.20%	↓	0.53	0.50	0.49	↓
国防军工	2.87%	2.16%	2.07%	↓	3.16%	2.39%	2.29%	↓	0.40	0.40	0.39	↓
汽车	3.39%	3.23%	3.04%	↓	1.62%	1.51%	1.45%	↓	0.78	0.79	0.77	↓
家用电器	15.48%	15.78%	15.79%	↓	6.04%	7.54%	7.90%	↑	0.90	0.74	0.70	↓
纺织服装	4.03%	3.82%	3.76%	↓	3.36%	3.44%	3.45%	↑	0.70	0.64	0.63	↓
轻工制造	5.82%	5.91%	5.36%	↓	3.51%	3.75%	3.42%	↓	0.83	0.80	0.79	↓
商业贸易	-6.36%	-3.42%	-3.65%	↓	-1.81%	-1.00%	-1.09%	↓	1.08	1.02	1.01	↓
农林牧渔	-4.45%	6.47%	8.62%	↑	-1.87%	3.00%	3.97%	↑	0.90	0.82	0.81	↓
食品饮料	19.01%	18.79%	19.62%	↑	17.58%	17.65%	18.12%	↑	0.70	0.69	0.71	↑
休闲服务	0.48%	0.37%	1.77%	↑	0.55%	0.44%	2.01%	↑	0.44	0.42	0.45	↑
医药生物	8.78%	8.96%	7.82%	↓	6.96%	7.28%	6.40%	↓	0.71	0.69	0.69	↓
公用事业	2.64%	4.49%	4.92%	↑	2.20%	3.84%	4.24%	↑	0.36	0.35	0.34	↓
交通运输	4.96%	3.44%	3.39%	↓	2.35%	1.65%	1.63%	↓	0.73	0.72	0.70	↓
房地产	-1.65%	-3.04%	-2.93%	↓	-1.08%	-2.04%	-1.97%	↓	0.20	0.20	0.20	↓
电子	6.77%	5.53%	4.41%	↓	4.19%	3.65%	2.90%	↓	0.73	0.70	0.70	↓
计算机	0.61%	0.73%	0.54%	↓	0.51%	0.65%	0.49%	↓	0.64	0.61	0.61	↓
传媒	1.00%	-0.26%	-0.17%	↓	0.98%	-0.27%	-0.17%	↓	0.59	0.57	0.57	↓
通信	8.61%	7.56%	7.51%	↓	6.40%	7.19%	7.08%	↓	0.67	0.57	0.57	↓
银行	10.46%	10.18%	9.17%	↓	34.20%	34.65%	32.04%	↓	0.02	0.02	0.02	↓
非银金融	7.55%	6.83%	7.88%	↑	8.55%	8.09%	9.99%	↑	0.12	0.11	0.10	↓

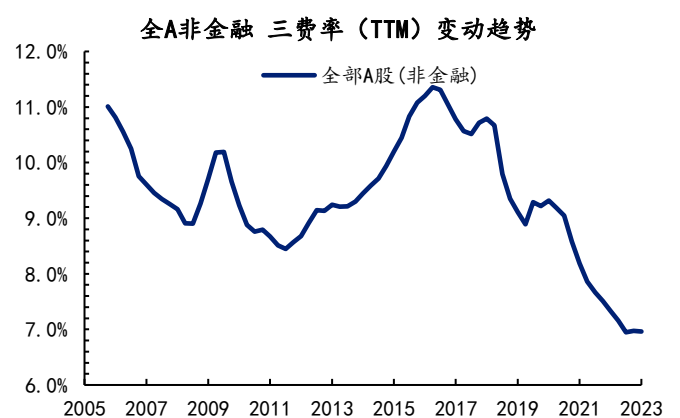
资料来源：万得，信达证券研发中心

3.2 全 A 毛利率延续走低，中游制造毛利率降幅最小

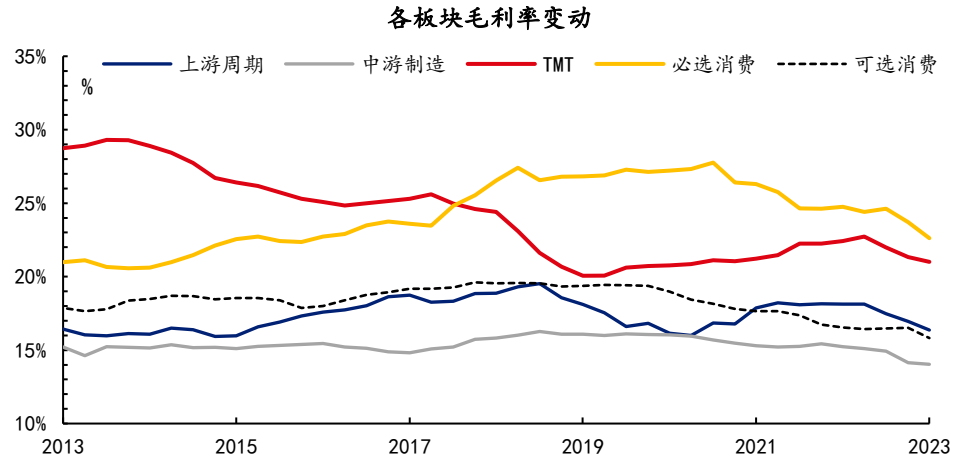
2023 年一季度，全部 A 股（剔除金融两油）的毛利率（TTM）为 16.58%，较去年底环比下降 0.42 个百分点，降幅有所放缓。从趋势上来看，全部 A 股（剔除金融两油）从 2018 年 Q2 之后就持续回落，目前已经降近 18 年以来最低水平。

图 43: 全 A 两非的毛利率下行，但降幅放缓


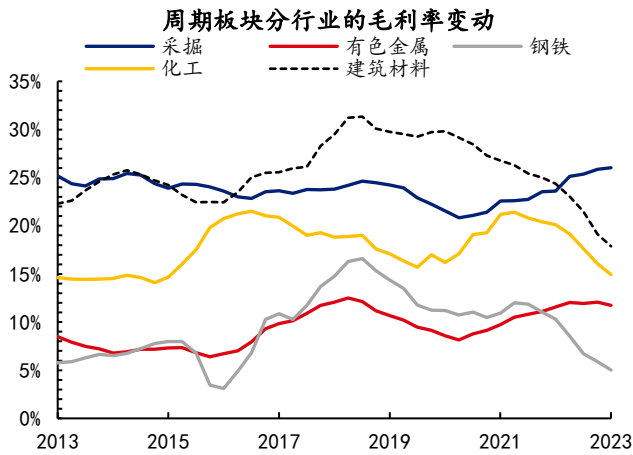
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 44: 全 A 两非的三费率继续受到压缩


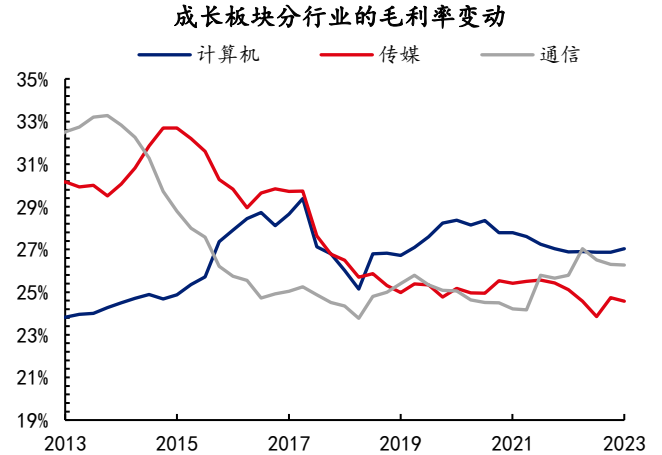
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 45：所有板块毛利率均环比下降


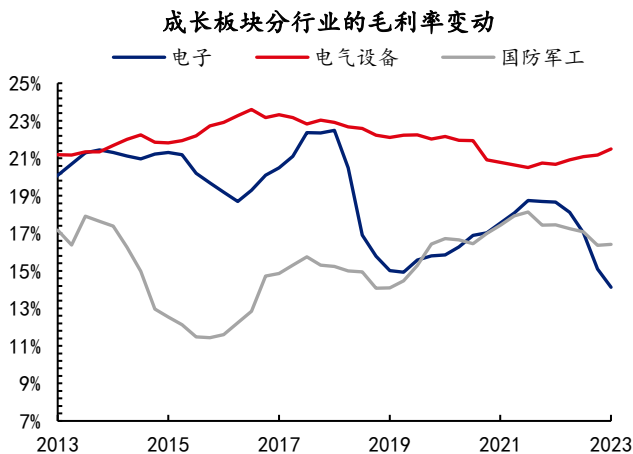
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 46：周期板块中仅剩采掘毛利率还在上行


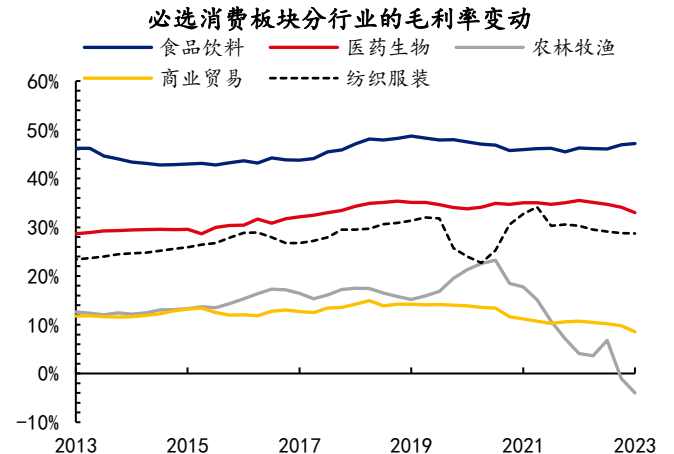
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 47：TMT 板块中计算机行业毛利率企稳回升


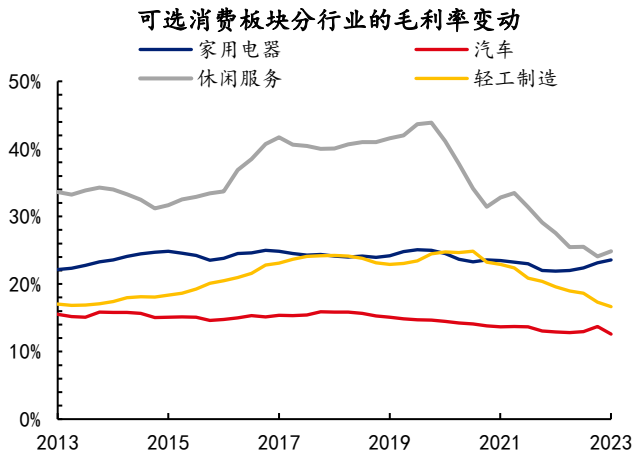
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 48：电子行业毛利率降至过去三年来最低值


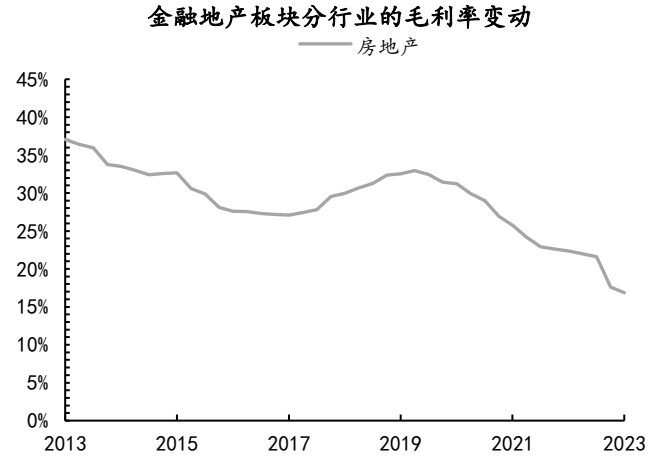
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 49：农林牧渔行业毛利率跌至负值水平


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 50：休闲服务行业毛利率环比改善


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 51：地产行业毛利率边际小幅回落


资料来源：万得，信达证券研发中心

风险因素

报告基于对历史数据的分析，历史数据或已被股票市场定价，数据统计口径可能存在一定偏差。

研究团队简介

樊继拓，信达证券策略首席分析师，10年宏观策略研究经验，先后就职于期货公司和券商研究所，2017年水晶球策略团队公募组第一核心成员，2018第一财经年度最佳新人奖代表观点：2021年12月《V型大震荡》，2022年4月《V型反转》，2022年12月《先Beta，后Alpha》。

李畅，华东师范大学世界经济硕士，4年宏观策略研究经验，2021年6月加入信达证券研发中心，从事策略研究工作。

张颖锐，上海财经大学应用统计硕士，4年策略研究经验，2021年9月加入信达证券研发中心，从事策略研究工作。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张斓夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瞳	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com

华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。