

## 策略深度报告 20230831

# 23 年中报业绩点评：探寻盈利底 ——A 股财报深度分析系列（二）

2023 年 08 月 31 日

证券分析师 陈刚

执业证书：S0600523040001

cheng@dwzq.com.cn

证券分析师 陈李

执业证书：S0600518120001

021-60197988

yjs\_chenl@dwzq.com.cn

### ■ 整体分析：中报全 A 业绩增速转负，ROE 延续下行趋势

截至 2023 年 8 月 31 日，共有 5265 家 A 股上市公司披露中报。2023 年 H1 全部 A 股归母净利润同比增速-3.2%，Q2 环比增速-2.2%；剔除金融和石油石化后，H1 归母净利润同比增速-9.2%，营收同比增速 4.2%。

受杜邦三因素中的资产周转率和销售净利率拖累，2023 年 H1 全 A（非金融石油石化）整体 ROE（TTM）为 6.5%，较一季度的 6.9%进一步下降。

板块方面，主板盈利增速领跑其他上市板，主板/科创板/创业板/北证 H1 归母净利润同比增速分别为 -2.4%/-38.7%/-3.1%/-24.9%；科创板和创业板环比增速改善明显，Q2 归母净利润环比增速分别为 4.7%和 10.4%。指数方面，创业板指盈利增速领先其他宽基指数。风格方面，稳定风格盈利增速同环比增速均领先。市值风格方面，小盘公司中报业绩承压更大，小盘成长和中盘价值环比增速较高。

### ■ 行业分析：周期板块业绩承压，利润向中下游传导

中报高景气度方向聚焦：制造业产业优势出海（航海设备，汽车链，光伏，工程机械）、疫情困境反转（出行链，餐饮消费，传媒影视）、成本端受益（火电，电网设备）、下游需求超预期（新能源车，白电）。

二季度盈利增速和能力提升：制造业（工程机械，自动化设备，航空装备 II）、出行链（社会服务，铁路公路，港口机场）、消费复苏产业（纺织服饰，食品加工，美容护理，传媒）、可选消费（汽车，家用电器）。

上游资源景气度仍受经济周期压制，盈利增速和能力均下行；中游材料表现为盈利增速大幅下降，部分板块盈利增速环比一季度改善；中游制造表现较高的景气度，机械设备毛利率整体上行；下游消费中可选消费韧性优于必选消费；金融地产板块中房地产的资产周转率明显好转；TMT 板块中通信、计算机和传媒景气度已有好转，其中传媒行业业绩落地较快；公共服务板块出行链业绩提升增速上行，公用事业板块毛利率提升。

### ■ 产业链分析：AI 应用端业绩落地，半导体设备业绩高增

AI 产业链算力端业绩仍等待验证，应用端中报业绩落地。光模块板块中报归母净利润增速-3.6%，中文语料库板块净利润增速 4.9%。半导体产业链内部分化，设备业绩高增，产品仍受压制。半导体设备归母净利润同比增速 46.1%，且盈利环比增速也取得大幅提升，为 81.3%。

新能源车盈利增速放缓，工业母机和机器人产业链发展初期尚未业绩验证。以上三个板块中报归母净利润增速分别为 5.8%、-13.4%和-21.4%。光伏板块中下游业绩取得高增速，其中逆变器中报归母净利润同比增速 252.4%；上游硅料硅片中报盈利增速转负，归母净利润同比-10.2%。创新药和中药板块表现较好，中报归母净利润同比分别为 4.6%和 47.2%。

### ■ 切换视角：服饰家居库存底部，钢铁建材供需格局优化

供需视角：钢铁建材供需格局优化。钢铁和建筑材料中报资本开支下降，存货周转率提升，行业或受益于库存见底叠加需求回暖，景气度向上。库存视角：服饰家居库存底部。纺织服饰和家具家居行业处于近 5 年库存底部且库存周期有边际改善，中报整体业绩景气度较好，反映为营收需求向好，后续有望领先进入补库周期。出口视角：中高端制造享受出口增量空间。在低端制造向东南亚国家转移和高端制造回流欧美国家的背景下，国内具有领先地位的中高端制造业相关板块有出口的增量空间，如汽车链和光伏产业链。

### ■ 风险提示：数据统计不全带来的计算误差

### 相关研究

《9 月度金股：“吃饭行情”》

2023-08-31

《资本市场政策四箭齐发，助力 A 股进入做多窗口期——策略、金融组联合点评》

2023-08-28

## 内容目录

|                                        |           |
|----------------------------------------|-----------|
| <b>1. 整体分析：中报全 A 业绩增速转负，ROE 延续下行趋势</b> | <b>4</b>  |
| 1.1. 盈利增速：全 A 利润增速转负，营收延续低增长           | 4         |
| 1.2. 盈利能力：销售净利率下降，ROE 延续下行趋势           | 6         |
| <b>2. 行业分析：周期板块业绩承压，利润向中下游传导</b>       | <b>7</b>  |
| 2.1. 上游资源：景气度仍受经济周期压制                  | 8         |
| 2.2. 中游材料：盈利增速和能力大幅下行                  | 8         |
| 2.3. 中游制造：机械设备毛利率整体上行                  | 9         |
| 2.4. 下游消费：可选较必选消费更有韧性                  | 10        |
| 2.5. 金融地产：地产资产周转率明显好转                  | 12        |
| 2.6. TMT：传媒行业景气度落地较快                   | 12        |
| 2.7. 公共服务：出行链业绩提升增速上行                  | 13        |
| <b>3. 产业链分析：AI 应用端业绩落地，半导体设备业绩高增</b>   | <b>14</b> |
| 3.1. AI 产业链：算力端业绩仍等待验证，应用端中报业绩已有落地     | 14        |
| 3.2. 半导体产业链：设备业绩高增，产品仍受压制              | 14        |
| 3.3. 先进制造产业链：新能源车盈利增速放缓，新兴产业趋势仍需验证     | 15        |
| 3.4. 光伏风电产业链：光伏逆变器业绩高增，风电整机盈利承压        | 15        |
| 3.5. 医药产业链：中药板块保持业绩景气度                 | 16        |
| <b>4. 切换视角：服饰家居库存底部，钢铁建材供需格局优化</b>     | <b>16</b> |
| 4.1. 供需视角：钢铁建材供需格局有所优化                 | 16        |
| 4.2. 库存视角：服饰家居库存底部叠加中报盈利向上             | 17        |
| 4.3. 出口视角：中高端制造享受出口增量空间                | 18        |
| <b>5. 风险提示</b>                         | <b>19</b> |

## 图表目录

|       |                                         |    |
|-------|-----------------------------------------|----|
| 图 1:  | 全 A 归母净利润同比增速 (单位: %)                   | 4  |
| 图 2:  | 全 A 营业收入同比增速 (单位: %)                    | 4  |
| 图 3:  | 2023 年 H1 各大宽基指数盈利增速情况 (单位: %)          | 5  |
| 图 4:  | 2023 年 H1 中信风格的盈利增速情况 (单位: %)           | 5  |
| 图 5:  | 2023 年 H1 价值和成长不同市值的盈利增速情况 (单位: %)      | 6  |
| 图 6:  | ROE (TTM) 走势 (单位: %)                    | 7  |
| 图 7:  | 全 A (非金融石油石化) ROE (TTM) 拆解 (单位: %, %)   | 7  |
| 图 8:  | 申万一级行业供需格局变化情况 (单位: %, %)               | 17 |
| 图 9:  | 申万一级行业海外营收占比>50%的企业中报表现情况 (单位: %, %)    | 19 |
| 表 1:  | 全 A 整体和各板块的归母净利润和营业收入同比及环比情况 (单位: %)    | 4  |
| 表 2:  | 各大宽基指数的归母净利润和营业收入同比及环比情况 (单位: %)        | 5  |
| 表 3:  | 中信风格的归母净利润和营业收入同比及环比情况 (单位: %)          | 5  |
| 表 4:  | 国证指数价值和成长不同市值的归母净利润和营业收入同比及环比情况 (单位: %) | 6  |
| 表 5:  | 全 A (非金融石化) 的 ROE (TTM) 杜邦拆解 (单位: %)    | 6  |
| 表 6:  | 全 A (非金融石油石化) 2023 年中报利润拆解表 (单位: 亿元, %) | 7  |
| 表 7:  | 上游资源行业整体景气度、盈利增速情况及盈利能力情况 (单位: %)       | 8  |
| 表 8:  | 中游材料行业整体景气度、盈利增速情况及盈利能力情况 (单位: %)       | 9  |
| 表 9:  | 中游制造行业整体景气度、盈利增速情况及盈利能力情况 (单位: %)       | 10 |
| 表 10: | 必选消费行业整体景气度、盈利增速情况及盈利能力情况 (单位: %)       | 11 |
| 表 11: | 可选消费行业整体景气度、盈利增速情况及盈利能力情况 (单位: %)       | 11 |
| 表 12: | 金融地产行业整体景气度、盈利增速情况及盈利能力情况 (单位: %)       | 12 |
| 表 13: | TMT 行业整体景气度、盈利增速情况及盈利能力情况 (单位: %)       | 13 |
| 表 14: | 公共服务行业整体景气度、盈利增速情况及盈利能力情况 (单位: %)       | 14 |
| 表 15: | AI 产业链的归母净利润和营业收入同比及环比情况 (单位: %)        | 14 |
| 表 16: | 半导体产业链的归母净利润和营业收入同比及环比情况 (单位: %)        | 15 |
| 表 17: | 先进制造产业链的归母净利润和营业收入同比及环比情况 (单位: %)       | 15 |
| 表 18: | 光伏风电产业链的归母净利润和营业收入同比及环比情况 (单位: %)       | 16 |
| 表 19: | 医药产业链的归母净利润和营业收入同比及环比情况 (单位: %)         | 16 |
| 表 20: | 库存底部行业整体景气度、盈利增速情况及盈利能力情况 (单位: %)       | 17 |
| 表 21: | 工业企业行业及其对应申万行业的库存情况 (单位: %, 分)          | 18 |

## 1. 整体分析：中报全 A 业绩增速转负，ROE 延续下行趋势

### 1.1. 盈利增速：全 A 利润增速转负，营收延续低增长

截至 2023 年 8 月 31 日，累计共有 5265 家 A 股上市公司披露 2023 年中报，披露率达到 99.80%。（仅有经纬纺机一家上市公司未公布业绩）

整体来看，二季度全 A 整体盈利增速进一步下探，让价放量。2023 年 H1 全部 A 股归母净利润同比增速-3.2%，Q2 环比增速-2.2%；H1 营收同比增速 1.6%，Q2 环比增速 7.2%。剔除金融和石油石化后，H1 归母净利润同比增速-9.2%，营收同比增速 4.2%。

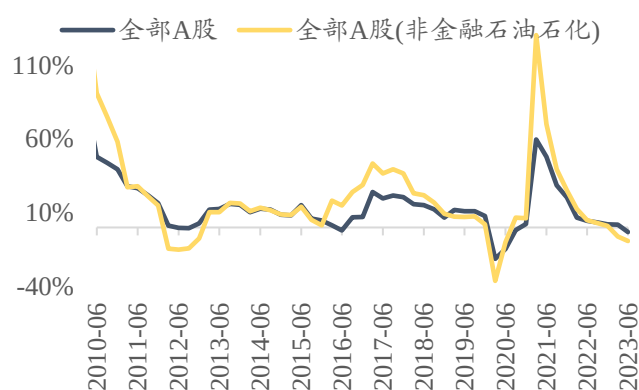
板块方面，主板上市公司盈利增速领跑其他上市板，但其他板块环比增速改善明显。主板/科创板/创业板/北证 H1 归母净利润同比增速分别为-2.4%/-38.7%/-3.1%/-24.9%，Q2 环比增速分别为-4.0%/41.8%/28.6%/28.5%。所有板块营收业绩持续改善，H1 营收同比增速主板 1.1%，科创板 4.7%，创业板 10.4%，北证 4.4%。

表1：全 A 整体和各板块的归母净利润和营业收入同比及环比情况（单位：%）

| 板块      | 归母净利润同比增速 |        |       | 营收同比增速 |        |       | 归母净利润环比增速 |        |        | 营收环比增速 |        |        |
|---------|-----------|--------|-------|--------|--------|-------|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
|         | 2023H1    | 2023Q1 | 2022A | 2023H1 | 2023Q1 | 2022A | 2023Q2    | 2023Q1 | 2022Q4 | 2023Q2 | 2023Q1 | 2022Q4 |
| 全部A股    | -3.2%     | 1.9%   | 2.1%  | 1.6%   | 2.0%   | 7.4%  | -2.2%     | -10.0% | 6.8%   | 7.2%   | -10.0% | 6.8%   |
| 全A非金融石化 | -9.2%     | -6.1%  | 1.1%  | 4.2%   | 4.6%   | 7.6%  | 11.4%     | -14.4% | 10.5%  | 11.4%  | -14.4% | 10.5%  |
| 主板      | -2.4%     | 3.1%   | 1.5%  | 1.1%   | 1.5%   | 6.3%  | -4.0%     | -9.4%  | 6.4%   | 6.6%   | -9.4%  | 6.4%   |
| 科创板     | -38.7%    | -47.6% | 10.4% | 4.7%   | 1.7%   | 31.1% | 41.8%     | -21.2% | 16.8%  | 22.8%  | -21.2% | 16.8%  |
| 创业板     | -3.1%     | 3.0%   | 10.9% | 10.4%  | 11.1%  | 20.1% | 28.6%     | -17.4% | 11.1%  | 12.7%  | -17.4% | 11.1%  |
| 北证      | -24.9%    | -23.9% | 12.7% | 4.4%   | 7.6%   | 21.1% | 28.5%     | -14.4% | 9.1%   | 12.4%  | -14.4% | 9.1%   |

数据来源：Wind，东吴证券研究所；根据整体法测算得出；单元格颜色变化为项目内横向对比，下同

图1：全 A 归母净利润同比增速（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：全 A 营业收入同比增速（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

指数方面，创业板指盈利增速领先其他宽基指数，科创 50 指数盈利环比改善明显。

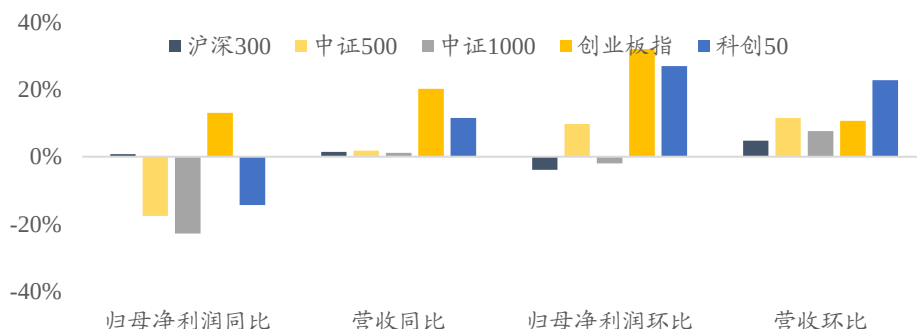
从 2023 年 H1 归母净利润同比增速来看，创业板指（13.0%）>沪深 300（0.7%）>科创 50（-14.4%）>中证 500（-17.6%）>中证 1000（-22.9%）。从 2023 年 Q2 归母净利润环比改善情况看，创业板指（32.0%）>科创 50（27.0%）>中证 500（9.7%）>中证 1000（-2.0%）>沪深 300（-3.9%）。

表2: 各大宽基指数的归母净利润和营业收入同比及环比情况 (单位: %)

| 板块     | 归母净利润同比增速 |        |       | 营收同比增速 |        |       | 归母净利润环比增速 |        |        | 营收环比增速 |        |        |
|--------|-----------|--------|-------|--------|--------|-------|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
|        | 2023H1    | 2023Q1 | 2022A | 2023H1 | 2023Q1 | 2022A | 2023Q2    | 2023Q1 | 2022Q4 | 2023Q2 | 2023Q1 | 2022Q4 |
| 沪深300  | 0.7%      | 6.8%   | 4.7%  | 1.4%   | 1.5%   | 9.9%  | -3.9%     | -7.1%  | 5.3%   | 4.8%   | -7.1%  | 5.3%   |
| 中证500  | -17.6%    | -17.8% | -5.8% | 1.8%   | 2.5%   | 5.9%  | 9.7%      | -14.2% | 6.8%   | 11.6%  | -14.2% | 6.8%   |
| 中证1000 | -22.9%    | -16.2% | -3.0% | 1.1%   | 3.3%   | 3.4%  | -2.0%     | -14.4% | 9.8%   | 7.6%   | -14.4% | 9.8%   |
| 创业板指   | 13.0%     | 33.5%  | 33.5% | 20.2%  | 23.9%  | 40.9% | 32.0%     | -20.3% | 12.4%  | 10.7%  | -20.3% | 12.4%  |
| 科创50   | -14.4%    | -14.5% | 47.0% | 11.6%  | 10.6%  | 43.0% | 27.0%     | -26.6% | 18.9%  | 22.8%  | -26.6% | 18.9%  |

数据来源: Wind, 东吴证券研究所; 根据整体法测算得出

图3: 2023 年 H1 各大宽基指数盈利增速情况 (单位: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

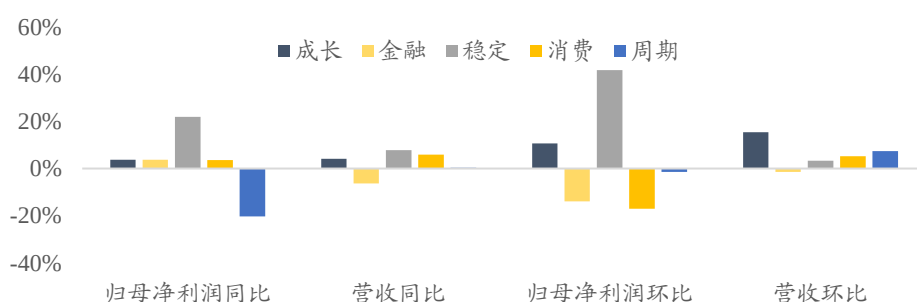
风格方面, 稳定风格盈利增速同环比增速均领先, 周期风格表现为利润负增长, 消费和金融风格环比增速为负。从 2023 年 H1 归母净利润同比增速来看, 稳定 (21.9%) > 金融 (3.8%) > 成长 (3.7%) > 消费 (3.5%) > 周期 (-20.3%)。从 2023 年 Q2 归母净利润环比改善情况看, 稳定 (41.7%) > 成长 (10.7%) > 周期 (-1.5%) > 金融 (-13.9%) > 消费 (-17.1%)。

表3: 中信风格的归母净利润和营业收入同比及环比情况 (单位: %)

| 板块 | 归母净利润同比增速 |        |       | 营收同比增速 |        |       | 归母净利润环比增速 |        |        | 营收环比增速 |        |        |
|----|-----------|--------|-------|--------|--------|-------|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
|    | 2023H1    | 2023Q1 | 2022A | 2023H1 | 2023Q1 | 2022A | 2023Q2    | 2023Q1 | 2022Q4 | 2023Q2 | 2023Q1 | 2022Q4 |
| 成长 | 3.7%      | -11.5% | 17.0% | 4.1%   | 5.0%   | 13.2% | 10.7%     | -23.7% | 14.3%  | 15.4%  | -23.7% | 14.3%  |
| 金融 | 3.8%      | 11.0%  | -1.6% | -6.4%  | -6.3%  | -3.2% | -13.9%    | -6.2%  | 9.6%   | -1.4%  | -6.2%  | 9.6%   |
| 稳定 | 21.9%     | 19.3%  | 12.4% | 7.8%   | 7.9%   | 10.1% | 41.7%     | -9.2%  | 12.6%  | 3.3%   | -9.2%  | 12.6%  |
| 消费 | 3.5%      | 8.0%   | 5.8%  | 5.9%   | 6.2%   | 4.6%  | -17.1%    | -2.0%  | 0.5%   | 5.2%   | -2.0%  | 0.5%   |
| 周期 | -20.3%    | -17.1% | -3.8% | 0.3%   | 0.4%   | 9.8%  | -1.5%     | -8.1%  | 1.3%   | 7.4%   | -8.1%  | 1.3%   |

数据来源: Wind, 东吴证券研究所; 根据整体法测算得出

图4: 2023 年 H1 中信风格的盈利增速情况 (单位: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

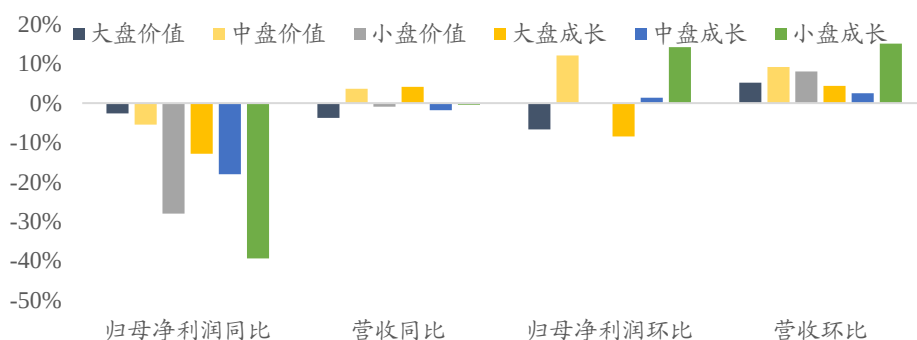
市值风格方面，各市值公司盈利分化，小盘公司中报业绩承压更大，小盘成长和中盘价值环比增速较高。2023 年 H1 各市值归母净利润同比增速均下降，大盘价值上市公司归母净利润同比增速最高，为-2.6%，中盘价值次之，为-5.5%，小盘价值和小盘成长的上市公司增速较低，分别为-28.1%和-39.4%。2023 年 Q2 环比增速来看，小盘成长（14.2%）>中盘价值（12.1%）>中盘成长（1.4%）>大盘价值（-6.6%）>大盘成长（-8.5%）。

表4：国证指数价值和成长不同市值的归母净利润和营业收入同比及环比情况（单位：%）

| 板块   | 归母净利润同比增速 |        |        | 营收同比增速 |        |       | 归母净利润环比增速 |        |        | 营收环比增速 |        |        |
|------|-----------|--------|--------|--------|--------|-------|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
|      | 2023H1    | 2023Q1 | 2022A  | 2023H1 | 2023Q1 | 2022A | 2023Q2    | 2023Q1 | 2022Q4 | 2023Q2 | 2023Q1 | 2022Q4 |
| 大盘价值 | -2.6%     | 3.2%   | 7.0%   | -3.7%  | -3.6%  | 7.8%  | -6.6%     | -7.2%  | 2.2%   | 5.2%   | -7.2%  | 2.2%   |
| 中盘价值 | -5.5%     | 0.9%   | 20.2%  | 3.6%   | 5.4%   | 10.0% | 12.1%     | -16.9% | 16.4%  | 9.1%   | -16.9% | 16.4%  |
| 小盘价值 | -28.1%    | -24.5% | -16.8% | -0.9%  | 2.2%   | 1.5%  | -0.2%     | -11.7% | 5.2%   | 8.1%   | -11.7% | 5.2%   |
| 大盘成长 | -12.8%    | 2.4%   | 37.2%  | 4.1%   | 6.7%   | 33.3% | -8.5%     | -9.0%  | -0.4%  | 4.4%   | -9.0%  | -0.4%  |
| 中盘成长 | -18.1%    | -13.1% | 58.7%  | -1.8%  | 4.3%   | 35.6% | 1.4%      | -10.3% | 0.1%   | 2.5%   | -10.3% | 0.1%   |
| 小盘成长 | -39.4%    | -37.6% | -7.2%  | -0.5%  | 1.6%   | 9.7%  | 14.2%     | -18.4% | 11.2%  | 15.1%  | -18.4% | 11.2%  |

数据来源：Wind，东吴证券研究所；根据整体法测算得出

图5：2023 年 H1 价值和成长不同市值的盈利增速情况（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 1.2. 盈利能力：销售净利率下降，ROE 延续下行趋势

杜邦三因素部分拖累，全 A（非金融石油石化）ROE 继续下降。受杜邦三因素中的资产周转率、销售净利率拖累，2023 年 H1 全 A（非金融石油石化）整体 ROE(TTM) 为 6.5%，较 2023 年 Q1 的 6.9%进一步下降。

资产周转率（TTM）为 59.4%，销售净利率（TTM）为 4.5%，分别较 2023 年 Q1 的 60.0%和 4.8%有所下行。资产负债率为 58.8%，较 Q1 的 58.7%有所提升。

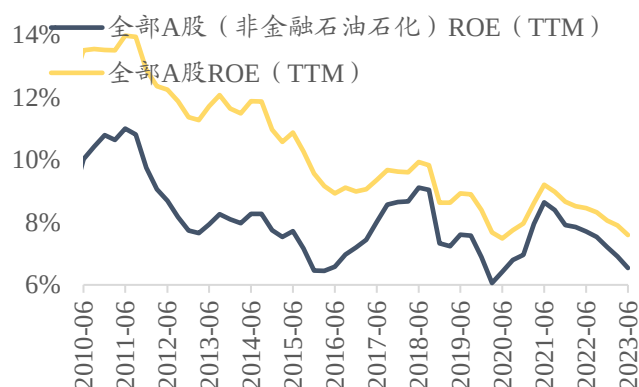
利润拆解下，二季度毛利润同比增速有所回升，所得税同比压力减轻，但营收增速下滑，费用开支和营业外支出同比增加，表现为净利润同比下降。

表5：全 A（非金融石化）的 ROE（TTM）杜邦拆解（单位：%）

| 项目         | 2023H1 | 2023Q1 | 2022A  | 2022H1 | 2022Q1 | 2021A  |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| ROE（TTM）   | 6.5%   | 6.9%   | 7.2%   | 7.7%   | 7.8%   | 7.9%   |
| 资产周转率（TTM） | 59.4%  | 60.0%  | 60.4%  | 61.1%  | 61.5%  | 61.4%  |
| 销售净利率（TTM） | 4.5%   | 4.8%   | 4.9%   | 5.1%   | 5.2%   | 5.2%   |
| 权益乘数       | 243.0% | 241.9% | 243.8% | 245.4% | 244.5% | 247.5% |

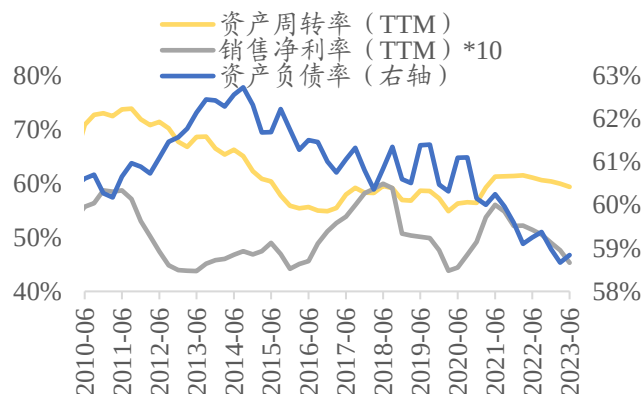
数据来源：Wind，东吴证券研究所；根据整体法测算得出

图6: ROE (TTM) 走势 (单位: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 全 A (非金融石油石化) ROE (TTM) 拆解 (单位: %, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表6: 全 A (非金融石油石化) 2023 年中报利润拆解表 (单位: 亿元, %)

| 项目       | 2023H1合计值<br>(亿元) | 同比增速<br>(%) | 2023Q2合计值<br>(亿元) | 同比增速<br>(%) | 2023Q1合计值<br>(亿元) | 同比增速<br>(%) |
|----------|-------------------|-------------|-------------------|-------------|-------------------|-------------|
| 营业收入     | 274212.97         | 4.2%        | 144448.75         | 4.0%        | 129764.22         | 4.5%        |
| 营业成本     | 226530.69         | 5.3%        | 119299.74         | 4.9%        | 107230.94         | 5.7%        |
| 毛利润      | 47682.28          | -0.6%       | 25149.00          | 0.0%        | 22533.28          | -1.2%       |
| 期间费用     | 26444.59          | 6.8%        | 13540.02          | 7.2%        | 12904.57          | 6.4%        |
| 销售费用     | 8859.09           | 9.5%        | 4645.65           | 13.7%       | 4213.44           | 5.3%        |
| 管理费用     | 8813.70           | 5.5%        | 4496.80           | 6.5%        | 4316.90           | 4.4%        |
| 研发费用     | 6584.19           | 11.1%       | 3623.88           | 10.3%       | 2960.31           | 12.1%       |
| 财务费用     | 2187.62           | -8.4%       | 773.69            | -25.5%      | 1413.92           | 4.8%        |
| 营业税金及附加  | 2780.99           | 5.8%        | 1444.86           | 6.8%        | 1336.13           | 4.8%        |
| 资产减值损失   | 931.83            | 15.4%       | 637.78            | 2.8%        | 294.05            | 57.2%       |
| 公允价值变动损益 | 214.81            | 688.9%      | -16.42            | -108.4%     | 231.23            | 199.4%      |
| 投资收益     | 2168.64           | -9.3%       | 1164.67           | -13.6%      | 1003.97           | -3.7%       |
| 营业利润     | 20905.57          | -9.3%       | 11034.47          | -11.5%      | 9871.10           | -6.8%       |
| 营业外收入    | 322.49            | -0.2%       | 193.86            | -0.6%       | 128.63            | 0.3%        |
| 营业外支出    | 295.94            | -1.7%       | 197.03            | 9.2%        | 98.92             | -18.0%      |
| 利润总额     | 20932.12          | -9.3%       | 11031.30          | -11.6%      | 9900.82           | -6.6%       |
| 所得税      | 4002.66           | -10.0%      | 2045.79           | -12.6%      | 1956.87           | -7.2%       |
| 净利润      | 16929.46          | -9.1%       | 8985.60           | -11.4%      | 7943.86           | -6.4%       |
| 归母净利润    | 15130.02          | -9.1%       | 7971.44           | -11.7%      | 7158.58           | -6.1%       |

数据来源: Wind, 东吴证券研究所; 统计全部 A 股上市公司, 根据整体法测算得出

## 2. 行业分析: 周期板块业绩承压, 利润向中下游传导

基于行业比较的视角分析中报情况, 行业分析拆分为三部分: 整体景气度, 盈利增速情况和盈利能力情况。

(1) 用归母净利润同比增速、营业收入同比增速以及 ROE 的近 10 年分位数表征行业整体景气度情况; (2) 用归母净利润同比增速、营业收入同比增速的较 23 年 Q1 变化表征行业盈利增速情况; (3) 用 ROE、毛利率、销售净利率、资产周转率和资产负债

率的较 23 年 Q1 变化表征行业盈利能力情况。

总体来看，上游资源景气度仍受经济周期压制，盈利增速和能力均下行；中游材料表现为盈利增速大幅下降，部分板块盈利增速环比一季度改善；中游制造表现较高的景气度，机械设备毛利率整体上行；下游消费中可选消费韧性优于必选消费，且盈利增速和能力均环比提升；金融地产板块中房地产的资产周转率明显好转；TMT 板块中通信、计算机和传媒景气度已有好转，其中传媒行业业绩落地较快，半导体周期触底；公共服务板块出行链业绩提升增速上行，公用事业板块受益于原材料价格下行毛利率提升。

## 2.1. 上游资源：景气度仍受经济周期压制

上游资源景气度仍受经济周期压制。受下游需求疲弱叠加大宗商品价格下行影响，上游资源的整体景气度下行明显，盈利增速回落，盈利能力下降。

从整体景气度看，上游资源 23 年 H1 归母净利润同比增速和营收增速都有一定幅度的下行：申万一级行业石油石化、有色金属、煤炭的归母净利润同比增速分别为-14.0%、-31.0%和-26.2%，全部负增长；申万二级中仅油服工程和贵金属板块实现正增长，分别为 38.0%和 19.3%。

从盈利增速看，上游资源 23 年 H1 盈利增速下滑：仅有贵金属板块实现净利润和营收增速增长，工业金属板块营收增速提升，其他板块盈利增速均下降。从盈利能力看，上游资源 ROE 回落，毛利率下降，资产负债率有所提升。

展望后期，上游资源品方面，我们认为稳增长政策下国内需求预期可能逐步改善，建议关注库存分位数较低的工业金属（铜、铝等）。

表7：上游资源行业整体景气度、盈利增速情况及盈利能力情况（单位：%）

| 申万行业   | 23H1归母净利润同比 | 23H1营收同比 | ROE (TTM) 近10年分位数 | 归母净利润同比 23H1-23Q1 | 营收同比 23H1-23Q1 | ROE 23H1-23Q1 | 毛利率 23H1-23Q1 | 销售净利率 23H1-23Q1 | 资产周转率 23H1-23Q1 | 资产负债率 23H1-23Q1 |
|--------|-------------|----------|-------------------|-------------------|----------------|---------------|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 石油石化   | -14.0%      | -3.2%    | 66.6%             | -4.4%             | -3.5%          | -0.7%         | -0.4%         | -0.2%           | -3.6%           | 0.0%            |
| 油气开采II | -11.9%      | -5.1%    | 88.0%             | -5.6%             | -12.6%         | -1.7%         | 0.2%          | -0.2%           | -3.3%           | 0.2%            |
| 油服工程   | 38.0%       | 4.3%     | 73.8%             | -71.7%            | -6.0%          | 0.2%          | 0.6%          | 0.2%            | -0.4%           | -0.3%           |
| 炼化及贸易  | -16.3%      | -3.1%    | 61.9%             | -3.8%             | -3.0%          | -0.6%         | -0.4%         | -0.2%           | -3.5%           | 0.1%            |
| 有色金属   | -31.0%      | 4.4%     | 85.7%             | -11.3%            | -1.5%          | -2.0%         | -1.1%         | -0.7%           | -2.8%           | 0.4%            |
| 金属新材料  | -26.7%      | -1.8%    | 73.8%             | -19.6%            | -3.1%          | -1.3%         | -0.6%         | -0.8%           | -1.9%           | -0.6%           |
| 工业金属   | -20.1%      | 5.7%     | 78.5%             | -7.5%             | 0.8%           | -1.1%         | -0.7%         | -0.3%           | -2.0%           | 0.4%            |
| 贵金属    | 19.3%       | 17.1%    | 85.7%             | 15.6%             | 6.3%           | 0.5%          | -0.6%         | 0.1%            | 2.4%            | 0.9%            |
| 小金属    | +48.5%      | -8.4%    | 78.5%             | -6.0%             | -5.3%          | -2.3%         | -1.0%         | -0.8%           | -7.3%           | 0.2%            |
| 能源金属   | -41.5%      | 10.9%    | 88.0%             | -21.4%            | -25.9%         | -5.8%         | -3.5%         | -3.9%           | -3.9%           | 0.7%            |
| 煤炭     | -26.2%      | -7.3%    | 85.7%             | -31.3%            | -8.1%          | -2.9%         | -1.3%         | -2.0%           | -3.4%           | 0.6%            |
| 煤炭开采   | -24.7%      | -6.4%    | 85.7%             | -32.0%            | -8.0%          | -2.9%         | -1.3%         | -2.0%           | -3.2%           | 0.6%            |
| 焦炭II   | -78.3%      | -24.3%   | 35.7%             | -22.4%            | -9.3%          | -3.1%         | -2.2%         | -1.9%           | -8.6%           | 0.9%            |

数据来源：Wind，东吴证券研究所；黄色表示指标提升，蓝色表示指标下降

ROE、毛利率、销售净利率和资产周转率均为 TTM 指标；下同

## 2.2. 中游材料：盈利增速和能力大幅下行

中游材料盈利增速大幅下行。二季度整体需求侧疲弱，中游材料厂商定价权弱，尽管受益于上游原材料的下行，但行业产品价格下跌以及下游需求不足，使得板块整体景气度下行，盈利增速部分板块边际改善，盈利能力下降。

从整体景气度看，中游材料 23 年 H1 归母净利润同比增速恶化明显：申万一级行业钢铁、建筑材料、基础化工的归母净利润同比增速分别为-70.7%、-40.6%和-52.6%，全部负增长；申万二级中仅装修建材和非金属材料实现正增长，分别为 15.2%和 71.5%。

从盈利增速看，部分中游材料 23 年 H1 盈利增速较 Q1 有所提升：玻璃纤维、塑料和橡胶等板块的归母净利润增速和营收增速均有所上行，但钢铁板块整体下行。从盈利能力看，中游材料整体 ROE 回落，毛利率下降，仅装修建材和非金属材料 II 板块盈利能力提升，后者主要受益于光伏产业链。

展望后期，中游材料方面，我们认为在地产政策支持下，建议关注地产开工链带动的建材需求回暖，库存分位数较低的钢铁行业也有望受益。

表8：中游材料行业整体景气度、盈利增速情况及盈利能力情况（单位：%）

| 申万行业    | 23H1归母净利同比 | 23H1营收同比 | ROE (TTM) 近10年分位数 | 归母净利润同比 23H1-23Q1 | 营收同比 23H1-23Q1 | ROE 23H1-23Q1 | 毛利率 23H1-23Q1 | 销售净利率 23H1-23Q1 | 资产周转率 23H1-23Q1 | 资产负债率 23H1-23Q1 |
|---------|------------|----------|-------------------|-------------------|----------------|---------------|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 钢铁      | -70.7%     | -8.0%    | 21.4%             | -0.7%             | -3.0%          | -1.2%         | -0.9%         | -0.5%           | -3.7%           | 0.2%            |
| 冶钢原料    | -40.1%     | -18.1%   | 54.7%             | -16.6%            | -2.0%          | -2.4%         | -3.4%         | -2.3%           | -3.9%           | -0.1%           |
| 普钢      | -85.3%     | -3.3%    | 16.6%             | -3.7%             | -3.3%          | -1.1%         | -0.8%         | -0.5%           | -3.5%           | 0.1%            |
| 特钢II    | -53.6%     | 2.1%     | 30.9%             | 9.9%              | -2.0%          | -1.3%         | -0.7%         | -0.5%           | -5.1%           | 1.3%            |
| 建筑材料    | -40.6%     | -2.5%    | 9.5%              | 24.8%             | -2.6%          | -0.8%         | -0.3%         | -0.7%           | -1.2%           | 0.4%            |
| 水泥      | -53.5%     | -3.5%    | 2.3%              | 36.8%             | -4.7%          | -0.8%         | -0.6%         | -0.8%           | -1.5%           | 0.4%            |
| 玻璃玻纤    | -41.8%     | 2.3%     | 64.2%             | 11.8%             | 3.7%           | -1.9%         | -1.0%         | -1.9%           | -1.4%           | 1.0%            |
| 装修建材    | 15.2%      | 4.6%     | 16.6%             | -3.8%             | 0.5%           | 0.2%          | 0.6%          | 0.2%            | 0.4%            | -0.4%           |
| 基础化工    | -52.6%     | -3.9%    | 54.7%             | -5.2%             | -4.0%          | -2.6%         | -1.7%         | -1.7%           | -4.5%           | 0.6%            |
| 化学原料    | -69.0%     | -12.2%   | 35.7%             | -9.7%             | -5.5%          | -3.2%         | -2.6%         | -2.6%           | -4.5%           | 0.7%            |
| 化学制品    | -42.5%     | -1.7%    | 14.2%             | 2.2%              | -3.4%          | -1.6%         | -0.9%         | -1.0%           | -4.2%           | 0.8%            |
| 化学纤维    | -41.9%     | 0.4%     | 21.4%             | 7.8%              | 5.1%           | -0.9%         | -0.9%         | -0.5%           | -3.6%           | 1.8%            |
| 塑料      | -40.2%     | 0.5%     | 2.3%              | 0.7%              | 1.8%           | -1.0%         | -0.4%         | -0.7%           | -0.9%           | 0.4%            |
| 橡胶      | -30.8%     | 0.9%     | 14.2%             | 7.8%              | -4.9%          | -0.8%         | -0.6%         | -0.5%           | -2.6%           | 0.7%            |
| 农化制品    | -57.7%     | -19.0%   | 80.9%             | -13.5%            | -7.5%          | -5.1%         | -2.6%         | -2.7%           | -6.9%           | -0.2%           |
| 非金属材料II | 71.5%      | 24.9%    | 97.6%             | 25.6%             | -17.7%         | 2.1%          | 1.6%          | 2.4%            | -2.0%           | -0.9%           |

数据来源：Wind，东吴证券研究所；黄色表示指标提升，蓝色表示指标下降

### 2.3. 中游制造：机械设备毛利率整体上行

中游制造中机械设备毛利率整体上行。二季度制造业表现亮眼，国产替代和制造业出口的强产业趋势下，板块整体景气度上行，盈利增速大多呈现回暖态势，盈利能力也有所提升。

从整体景气度看，中游制造 23 年 H1 盈利增速明显改善：申万一级行业机械设备（归母净利润增速 4.7%，营收增速 5.5%，下同）、电力设备（17.8%，21.5%）、国防军工（7.6%，15.1%）和建筑装饰（6.2%，7.2%）均取得盈利上行；申万二级中装修装饰 II 和航海设备 II 表现亮眼，中报归母净利润增速分别为 115.9%和 1226.8%。

从盈利增速看，机械设备和国防军工盈利增速改善，电力设备增速放缓：在国产替代和制造业出口的强产业趋势下，工程机械和自动化设备板块盈利增速提升，归母净利润同比 23H1-23Q1 的变化分别为 25.4%和 6.8%；航海设备 II 和装修装饰 II 的增速变化分别为 1171.0%和 163.6%。从盈利能力看，机械设备整体毛利率提升，工程机械和自动化设备 ROE 改善。

展望后期，中游制造方面，我们认为国家政策指引以及产业趋势下的工业母机、半

导体设备，具有出口增量空间的工程机械，以及受益于供给端技术迭代的光伏产业链等有进一步向上的可能。

表9：中游制造行业整体景气度、盈利增速情况及盈利能力情况（单位：%）

| 申万行业   | 23H1归母净利润同比 | 23H1营收同比 | ROE (TTM) 近10年分位数 | 归母净利润同比 23H1-23Q1 | 营收同比 23H1-23Q1 | ROE 23H1-23Q1 | 毛利率 23H1-23Q1 | 销售净利率 23H1-23Q1 | 资产周转率 23H1-23Q1 | 资产负债率 23H1-23Q1 |
|--------|-------------|----------|-------------------|-------------------|----------------|---------------|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 机械设备   | 4.7%        | 5.5%     | 73.8%             | 3.0%              | 3.1%           | 0.0%          | 0.4%          | 0.0%            | -0.2%           | 0.1%            |
| 通用设备   | 3.2%        | 0.9%     | 54.7%             | -9.4%             | 5.4%           | -0.3%         | 0.0%          | -0.3%           | -0.6%           | 0.1%            |
| 专用设备   | 8.3%        | 6.6%     | 80.9%             | 5.3%              | -0.4%          | -0.3%         | 0.2%          | -0.2%           | -0.7%           | 0.0%            |
| 轨交设备II | 4.3%        | 0.8%     | 9.5%              | -23.6%            | -0.5%          | -0.1%         | 0.4%          | -0.1%           | -0.8%           | 0.6%            |
| 工程机械   | 29.1%       | 3.1%     | 57.1%             | 25.4%             | 7.7%           | 1.0%          | 1.1%          | 0.6%            | 1.6%            | 0.2%            |
| 自动化设备  | 3.8%        | 0.7%     | 40.4%             | 6.8%              | 5.1%           | 0.1%          | 0.0%          | 0.2%            | 0.1%            | -0.7%           |
| 电力设备   | 7.8%        | 21.5%    | 92.8%             | -14.6%            | -3.5%          | -0.2%         | -0.2%         | -0.2%           | 0.2%            | 0.1%            |
| 电机II   | 5.2%        | 1.9%     | 45.2%             | 0.5%              | 2.3%           | -0.3%         | 0.3%          | -0.2%           | -0.2%           | -0.4%           |
| 其他电源设备 | 104.9%      | 15.9%    | 23.8%             | 47.8%             | 11.3%          | 0.8%          | 0.2%          | 0.6%            | 1.6%            | 1.1%            |
| 光伏设备   | 1.0%        | 32.0%    | 95.2%             | -28.3%            | -7.9%          | -0.2%         | 0.0%          | -0.1%           | -1.1%           | 0.7%            |
| 风电设备   | -28.5%      | 4.4%     | 26.1%             | 8.9%              | 21.7%          | -0.5%         | -0.6%         | -0.6%           | 1.0%            | 0.1%            |
| 电池     | 6.9%        | 22.8%    | 83.3%             | -4.9%             | -8.3%          | -0.8%         | -0.5%         | -0.4%           | 0.7%            | -0.7%           |
| 电网设备   | 21.0%       | 12.4%    | 95.2%             | -34.1%            | -4.6%          | -0.3%         | -0.1%         | -0.1%           | -0.9%           | 0.1%            |
| 国防军工   | 7.6%        | 15.1%    | 73.8%             | 11.8%             | 10.7%          | 0.1%          | -0.3%         | 0.0%            | 1.1%            | -0.3%           |
| 航天装备II | 12.3%       | 1.0%     | 35.7%             | -28.3%            | -12.6%         | -0.4%         | 0.3%          | -0.4%           | -2.0%           | 0.6%            |
| 航空装备II | 23.2%       | 22.9%    | 92.8%             | 8.7%              | 9.6%           | 0.2%          | 0.1%          | 0.1%            | 1.4%            | -0.8%           |
| 地面兵装II | -48.6%      | -7.2%    | 19.0%             | -0.9%             | -3.0%          | -1.3%         | -0.3%         | -1.1%           | -2.3%           | -2.2%           |
| 航海装备II | 1226.8%     | 23.4%    | 47.6%             | 1171.0%           | 31.9%          | 0.6%          | -0.2%         | 0.8%            | 2.5%            | 0.5%            |
| 军工电子II | 9.1%        | 6.1%     | 16.6%             | 10.6%             | 1.8%           | -0.2%         | -0.3%         | -0.2%           | 0.1%            | -0.6%           |
| 建筑装饰   | 6.2%        | 7.2%     | 9.5%              | -7.6%             | -0.9%          | -0.1%         | 0.0%          | 0.0%            | -1.4%           | 0.5%            |
| 房屋建设II | 4.2%        | 6.4%     | 4.7%              | -11.3%            | -1.5%          | -0.2%         | -0.2%         | -0.1%           | -0.9%           | 0.4%            |
| 装修装饰II | 115.9%      | 6.2%     | 14.2%             | 163.6%            | 3.7%           | 0.7%          | -0.3%         | 0.4%            | 1.7%            | -0.4%           |
| 基础建设   | 6.4%        | 5.2%     | 2.3%              | -5.9%             | -0.2%          | -0.1%         | 0.1%          | 0.0%            | -1.8%           | 0.6%            |
| 专业工程   | 5.1%        | 17.5%    | 14.2%             | -10.7%            | -4.0%          | -0.2%         | 0.1%          | -0.1%           | -0.8%           | 0.5%            |
| 工程咨询服务 | 30.6%       | 19.9%    | 26.1%             | -13.2%            | 2.7%           | 0.2%          | -0.6%         | 0.1%            | 2.2%            | -0.9%           |

数据来源：Wind，东吴证券研究所；黄色表示指标提升，蓝色表示指标下降

## 2.4. 下游消费：可选较必选消费更有韧性

下游消费中可选消费相比必选消费更具有韧性。消费板块在同期较低基数影响下整体取得盈利增长，但从 H1 相较 Q1 的环比变化来看，二季度透支效应下消费疲弱，必选消费受影响较大，可选消费更具有韧性，在盈利增速和盈利能力上都有明显提升。

从整体景气度看，下游消费 23 年 H1 盈利增速整体好转，仅农林牧渔板块业绩承压：受益于出行链，社会服务板块盈利高增速，中报归母净利润同比和营收同比增速分别为 196.5%和 30.5%；商用车板块出海高增，中报盈利增速分别为 1142.7%和 25.2%。

从盈利增速看，可选消费 H1 盈利增速持续上行，必选消费回落明显：农林牧渔和食品饮料行业 H1 相比 Q1 盈利增速回落，纺织服饰、医药生物、汽车、家用电器、轻工制造和社会服务等行业盈利增速上行明显。从盈利能力看，可选消费 ROE 和毛利率整体改善，必选消费中纺织服饰和食品饮料也有所提升，农林牧渔整体下行。

展望后期，下游消费方面，我们认为复苏方向确定但判断斜率较缓，建议关注韧性较强、有产业支持逻辑，且受益于地产政策的有关行业，如汽车、家电和家居用品等，以及库存分位数较低且盈利增速上行的纺织服饰板块和受制于分母端的创新药板块。

表10: 必选消费行业整体景气度、盈利增速情况及盈利能力情况 (单位: %)

| 申万行业    | 23H1归母净利<br>润同比 | 23H1营收同<br>比 | ROE (TTM) 近<br>10年分位数 | 归母净利润同比<br>23H1-23Q1 | 营收同比<br>23H1-23Q1 | ROE<br>23H1-23Q1 | 毛利率<br>23H1-23Q1 | 销售净利率<br>23H1-23Q1 | 资产周转率<br>23H1-23Q1 | 资产负债率<br>23H1-23Q1 |
|---------|-----------------|--------------|-----------------------|----------------------|-------------------|------------------|------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| 纺织服饰    | 5.9%            | 4.8%         | 7.1%                  | 11.7%                | 0.5%              | 0.4%             | 0.4%             | 0.3%               | 0.9%               | -0.2%              |
| 纺织制造    | -19.6%          | -1.2%        | 19.0%                 | 4.1%                 | 0.1%              | -0.6%            | -0.2%            | -0.4%              | -2.0%              | 0.7%               |
| 服装家纺    | 24.1%           | -1.6%        | 7.1%                  | 29.3%                | 5.8%              | 1.0%             | 1.6%             | 1.1%               | 0.5%               | -0.6%              |
| 饰品      | 9.9%            | 2.7%         | 9.5%                  | -3.5%                | -3.1%             | 0.1%             | 0.0%             | 0.0%               | 7.9%               | -0.5%              |
| 医药生物    | -21.3%          | 4.1%         | 7.1%                  | 6.4%                 | 1.7%              | -0.5%            | -0.3%            | -0.4%              | -0.1%              | 0.0%               |
| 化学制药    | -2.1%           | 5.0%         | 4.7%                  | -4.0%                | -0.7%             | -0.2%            | 0.2%             | -0.2%              | -0.1%              | -0.3%              |
| 中药II    | 44.8%           | 14.0%        | 28.5%                 | -9.4%                | -0.4%             | 0.6%             | 0.1%             | 0.5%               | 0.9%               | -0.1%              |
| 生物制品    | -10.3%          | 5.9%         | 2.3%                  | 6.9%                 | 0.1%              | 0.0%             | -0.4%            | -0.1%              | -0.1%              | 0.5%               |
| 医药商业    | 1.7%            | 14.6%        | 2.3%                  | -21.5%               | -0.8%             | -0.5%            | -0.1%            | -0.2%              | 0.4%               | 0.4%               |
| 医疗器械    | -57.6%          | -31.4%       | 42.8%                 | 12.8%                | 10.3%             | -1.5%            | -0.2%            | -1.4%              | -2.2%              | -0.6%              |
| 医疗服务    | -16.6%          | -1.8%        | 64.2%                 | -19.0%               | -3.5%             | -1.5%            | -0.1%            | -1.4%              | -1.6%              | -0.5%              |
| 食品饮料    | 14.9%           | 9.7%         | 73.8%                 | -3.2%                | -1.0%             | 0.2%             | 0.4%             | 0.0%               | 1.0%               | -0.4%              |
| 食品加工    | -4.8%           | 6.8%         | 16.6%                 | -20.0%               | -3.9%             | -0.9%            | -0.4%            | -0.5%              | -0.7%              | 0.5%               |
| 白酒II    | 19.3%           | 16.6%        | 92.8%                 | 0.2%                 | 0.8%              | 0.5%             | 0.2%             | 0.1%               | 1.9%               | -1.4%              |
| 非白酒     | 24.8%           | 10.5%        | 78.5%                 | -4.6%                | -0.3%             | 0.6%             | 0.8%             | 0.5%               | 0.4%               | 0.4%               |
| 饮料乳品    | 16.0%           | 4.8%         | 23.8%                 | 5.3%                 | -1.9%             | 0.8%             | 0.1%             | 0.3%               | -0.3%              | 0.8%               |
| 休闲食品    | 21.0%           | 1.0%         | 23.8%                 | -5.0%                | 4.5%              | 0.2%             | -0.2%            | 0.1%               | 2.0%               | -0.8%              |
| 调味发酵品II | -32.3%          | 3.4%         | 2.3%                  | -38.0%               | -2.3%             | -3.0%            | -0.3%            | -3.2%              | -0.6%              | 0.1%               |
| 商贸零售    | 13.4%           | 1.2%         | 16.6%                 | 6.6%                 | -0.7%             | 0.2%             | 0.2%             | 0.1%               | -0.4%              | -0.3%              |
| 贸易II    | -12.6%          | -1.3%        | 23.8%                 | -18.9%               | -12.0%            | -0.6%            | 0.1%             | -0.1%              | -13.9%             | -0.3%              |
| 一般零售    | 27.4%           | 7.5%         | 7.1%                  | 33.8%                | 10.6%             | 0.7%             | -0.8%            | 0.6%               | 1.8%               | -0.4%              |
| 专业连锁II  | -17.3%          | 12.4%        | 57.1%                 | -9.3%                | 1.5%              | -0.8%            | -0.3%            | -0.1%              | 14.2%              | -0.7%              |
| 互联网电商   | 32.1%           | -1.1%        | 11.9%                 | -117.4%              | 0.2%              | -2.7%            | 0.8%             | -0.7%              | -1.0%              | 0.6%               |
| 旅游零售II  | -1.8%           | 29.7%        | 4.7%                  | 8.4%                 | 5.9%              | 0.1%             | 0.2%             | -0.2%              | 3.9%               | -0.5%              |
| 农林牧渔    | 8.8%            | 10.0%        | 19.0%                 | -62.3%               | -5.7%             | -1.5%            | -0.4%            | -0.7%              | 0.0%               | 1.5%               |
| 种植业     | 40.3%           | 44.6%        | 45.2%                 | -25.7%               | 5.0%              | -0.4%            | -1.1%            | -0.6%              | 2.7%               | 1.6%               |
| 渔业      | -208.6%         | 6.2%         | 38.0%                 | -228.1%              | -15.0%            | -2.5%            | -0.8%            | -2.2%              | -0.2%              | -0.1%              |
| 林业II    | -67.3%          | -2.1%        | 28.5%                 | -528.2%              | -17.9%            | -5.2%            | -6.5%            | -10.2%             | -2.6%              | 1.3%               |
| 饲料      | -703.2%         | 13.9%        | 11.9%                 | -744.9%              | -3.5%             | -2.1%            | -0.5%            | -0.6%              | 3.4%               | 1.2%               |
| 农产品加工   | -43.7%          | -1.4%        | 35.7%                 | -79.3%               | -8.0%             | -1.6%            | -0.8%            | -0.6%              | -4.5%              | 1.0%               |
| 养殖业     | 23.1%           | 13.1%        | 21.4%                 | -28.6%               | -5.9%             | -1.5%            | -0.2%            | -0.8%              | 1.9%               | 2.2%               |
| 动物保健II  | 20.8%           | 4.0%         | 11.9%                 | -2.3%                | -2.0%             | 0.2%             | 0.5%             | 0.4%               | -0.4%              | 0.8%               |
| 农业综合II  | -43.7%          | -13.0%       | 28.5%                 | -19.3%               | -13.9%            | -2.1%            | -0.7%            | -0.6%              | -8.5%              | 0.5%               |

数据来源: Wind, 东吴证券研究所; 黄色表示指标提升, 蓝色表示指标下降

表11: 可选消费行业整体景气度、盈利增速情况及盈利能力情况 (单位: %)

| 申万行业    | 23H1归母净利<br>润同比 | 23H1营收同<br>比 | ROE (TTM) 近<br>10年分位数 | 归母净利润同比<br>23H1-23Q1 | 营收同比<br>23H1-23Q1 | ROE<br>23H1-23Q1 | 毛利率<br>23H1-23Q1 | 销售净利率<br>23H1-23Q1 | 资产周转率<br>23H1-23Q1 | 资产负债率<br>23H1-23Q1 |
|---------|-----------------|--------------|-----------------------|----------------------|-------------------|------------------|------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| 汽车      | 29.1%           | 19.4%        | 28.5%                 | 18.9%                | 13.9%             | 0.6%             | 0.2%             | 0.1%               | 3.5%               | 0.2%               |
| 汽车零部件   | 28.9%           | 16.0%        | 26.1%                 | 18.2%                | 8.0%              | 0.5%             | 0.5%             | 0.3%               | 1.7%               | 0.2%               |
| 汽车服务    | -1.5%           | 8.4%         | 2.3%                  | -7.5%                | 13.1%             | -0.1%            | -0.3%            | 0.0%               | 6.0%               | -0.3%              |
| 摩托车及其他  | 6.1%            | -0.5%        | 71.4%                 | -6.5%                | -1.7%             | -0.5%            | 0.4%             | 0.1%               | -4.6%              | -0.6%              |
| 乘用车     | 12.3%           | 23.8%        | 35.7%                 | 9.6%                 | 18.8%             | 0.3%             | 0.1%             | -0.1%              | 4.9%               | 0.2%               |
| 商用车     | 1142.7%         | 25.2%        | 30.9%                 | 905.0%               | 18.2%             | 3.2%             | 0.5%             | 1.3%               | 5.2%               | 0.9%               |
| 家用电器    | 12.7%           | 5.4%         | 47.6%                 | 1.5%                 | 2.2%              | 0.3%             | 0.6%             | 0.2%               | -1.6%              | 0.7%               |
| 白色家电    | 16.2%           | 7.9%         | 23.8%                 | 2.5%                 | 1.6%              | 0.5%             | 0.6%             | 0.2%               | -1.7%              | 0.7%               |
| 黑色家电    | -6.5%           | -0.1%        | 30.9%                 | -26.5%               | 0.0%              | -0.6%            | 0.2%             | -0.2%              | -3.1%              | 0.3%               |
| 小家电     | -2.0%           | -2.8%        | 66.6%                 | 12.7%                | 7.4%              | 0.4%             | 0.4%             | 0.1%               | 0.5%               | 0.1%               |
| 厨卫电器    | 13.8%           | 0.7%         | 38.0%                 | 8.2%                 | 5.9%              | 0.7%             | 0.8%             | 0.5%               | 0.3%               | 0.4%               |
| 照明设备II  | 1.2%            | -4.8%        | 42.8%                 | -6.1%                | 0.5%              | 0.2%             | 1.0%             | 0.2%               | -1.4%              | 1.1%               |
| 家电零部件II | 16.7%           | 9.3%         | 92.8%                 | -15.3%               | 4.7%              | 0.0%             | 0.5%             | -0.1%              | 0.4%               | 0.1%               |
| 其他家电II  | 28.2%           | -21.9%       | 26.1%                 | -2.6%                | 2.0%              | -0.5%            | 2.0%             | -0.3%              | -1.5%              | -1.7%              |
| 轻工制造    | -11.6%          | -5.8%        | 11.9%                 | 15.4%                | 2.7%              | -0.1%            | 0.2%             | 0.0%               | -1.3%              | 0.1%               |
| 造纸      | -77.4%          | -9.6%        | 2.3%                  | 18.4%                | -1.7%             | -1.0%            | -0.9%            | -0.7%              | -2.7%              | 0.4%               |
| 包装印刷    | -0.2%           | -5.4%        | 4.7%                  | 6.7%                 | 2.0%              | 0.1%             | 0.5%             | 0.1%               | -0.6%              | -0.3%              |
| 家居用品    | 21.2%           | -4.7%        | 33.3%                 | 8.6%                 | 6.4%              | 0.6%             | 0.8%             | 0.6%               | -0.7%              | 0.1%               |
| 文娱用品    | -0.8%           | 4.4%         | 54.7%                 | -4.9%                | 6.5%              | -0.3%            | -0.1%            | -0.2%              | 0.3%               | -0.3%              |
| 社会服务    | 96.5%           | 30.5%        | 23.8%                 | 43.4%                | 11.1%             | 1.2%             | 2.3%             | 2.0%               | 2.9%               | 0.1%               |
| 体育II    | -255.6%         | -11.6%       | 95.2%                 | -246.1%              | 17.7%             | -285.5%          | 7.5%             | -55.8%             | 1.7%               | 8.6%               |
| 专业服务    | 23.7%           | 18.3%        | 45.2%                 | 3.6%                 | 1.3%              | 0.4%             | -0.2%            | 0.2%               | 1.9%               | -0.6%              |
| 酒店餐饮    | 86.2%           | 43.6%        | 38.0%                 | 52.4%                | 11.9%             | 2.7%             | 4.0%             | 4.1%               | 2.5%               | 0.6%               |
| 旅游及景区   | 64.7%           | 115.2%       | 28.5%                 | 35.8%                | 51.8%             | 3.7%             | 6.8%             | 10.9%              | 6.0%               | 0.2%               |
| 教育      | 26.3%           | -7.0%        | 33.3%                 | 10.9%                | 8.9%              | 2.0%             | 3.2%             | 3.2%               | 0.6%               | -0.5%              |
| 美容护理    | 27.9%           | 5.9%         | 21.4%                 | 0.2%                 | -0.1%             | 0.7%             | 1.3%             | 0.8%               | 0.4%               | -0.5%              |
| 个护用品    | -6.7%           | 2.1%         | 69.0%                 | -21.7%               | -6.1%             | -0.7%            | 0.2%             | -0.5%              | -1.3%              | -0.7%              |
| 化妆品     | 52.9%           | 6.6%         | 16.6%                 | 21.3%                | 4.8%              | 1.7%             | 1.7%             | 1.7%               | 1.2%               | -0.2%              |
| 医疗美容    | 42.0%           | 17.6%        | 42.8%                 | 2.9%                 | 1.7%              | 1.6%             | 1.1%             | 1.9%               | 2.3%               | -1.4%              |

数据来源: Wind, 东吴证券研究所; 黄色表示指标提升, 蓝色表示指标下降

## 2.5. 金融地产：地产资产周转率明显好转

金融地产板块内部分化，表现为非银金融景气度上行明显，但 H1 增速有所回落；房地产进入新形势，资产周转率明显好转。

从整体景气度看，金融板块在同期低基数效应下取得同比增长，房地产景气度趋势向下：申万一级行业银行、非银金融和房地产的 H1 归母净利润同比增速分别为 3.4%、12.0%和-8.3%；申万二级中房地产服务净利润同比增速 205.0%，实现正增长。

从盈利增速看，受益于地产支持政策，银行和地产的盈利增速 H1 较 Q1 有所提升。从盈利能力看，房地产的资产周转率整体好转，资产负债率下行。

展望后期，政治局会议强调“活跃资本市场，提振投资者信心”，定调房地产金融新形势，建议关注政策经济敏感性较高的非银金融板块和可能受益于地产政策优化的地产链上游。

表12：金融地产行业整体景气度、盈利增速情况及盈利能力情况（单位：%）

| 申万行业     | 23H1归母净利润同比 | 23H1营收同比 | ROB (TTM) 近10年分位数 | 归母净利润同比 23H1-23Q1 | 营收同比 23H1-23Q1 | ROB 23H1-23Q1 | 毛利率 23H1-23Q1 | 销售净利率 23H1-23Q1 | 资产周转率 23H1-23Q1 | 资产负债率 23H1-23Q1 |
|----------|-------------|----------|-------------------|-------------------|----------------|---------------|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 银行       | 3.4%        | -3.4%    | 4.7%              | 1.3%              | 1.0%           | 0.0%          | 0.0%          | 0.6%            | -0.1%           | 0.2%            |
| 国有大型银行   | 2.5%        | -4.8%    | 7.1%              | 1.7%              | 1.4%           | 0.0%          | 0.0%          | 0.7%            | -0.1%           | 0.3%            |
| 股份制银行 II | 2.0%        | -2.7%    | 7.1%              | 0.5%              | 0.2%           | -0.1%         | 0.0%          | 0.4%            | -0.1%           | 0.1%            |
| 城商行 II   | 1.8%        | 4.1%     | 30.9%             | 0.0%              | 0.1%           | 0.0%          | 0.0%          | 0.8%            | -0.1%           | 0.1%            |
| 农商行 II   | 3.9%        | 3.3%     | 59.5%             | 2.1%              | -0.2%          | 0.2%          | 0.0%          | 1.2%            | -0.1%           | 0.1%            |
| 非银金融     | 12.0%       | -13.4%   | 4.7%              | -63.4%            | -1.8%          | -0.8%         | 0.1%          | -0.5%           | -0.6%           | 0.0%            |
| 证券 II    | 3.9%        | 7.2%     | 21.4%             | -71.0%            | -30.0%         | -0.5%         | 0.0%          | -0.9%           | -0.3%           | 0.2%            |
| 保险 II    | 9.7%        | -16.1%   | 2.3%              | -58.4%            | 0.0%           | -1.2%         | 0.0%          | -0.5%           | -0.8%           | -0.1%           |
| 多元金融     | 22.2%       | -16.4%   | 9.5%              | -88.1%            | -2.1%          | -0.3%         | 0.3%          | -0.1%           | -0.3%           | -0.2%           |
| 房地产      | -8.3%       | 4.3%     | 2.3%              | 7.7%              | 0.7%           | 0.0%          | -0.3%         | 0.0%            | 0.6%            | -0.3%           |
| 房地产开发    | -9.2%       | 4.2%     | 2.3%              | 9.3%              | 0.6%           | 0.0%          | -0.3%         | 0.0%            | 0.6%            | -0.3%           |
| 房地产服务    | 205.0%      | 10.1%    | 23.8%             | -1.9%             | 5.8%           | -0.3%         | -0.3%         | -0.1%           | 2.1%            | -0.2%           |

数据来源：Wind，东吴证券研究所；黄色表示指标提升，蓝色表示指标下降

## 2.6. TMT：传媒行业景气度落地较快

TMT 板块受益于 AI 发展在 2023 年上半年表现亮眼，从中报的基本面数据来看，中报业绩较好的细分领域预计主要为运营商、通信设备、传媒等，同时电子和传媒的盈利增速在二季度进一步提高，传媒的盈利能力改善明显。

从整体景气度看，TMT 行业中通信、计算机和传媒板块景气度向上，电子板块业绩仍承压：TMT 板块 H1 归母净利润同比增速排名为传媒（14.6%）>通信（9.5%）>计算机（2.7%）>电子（-46.2%），营收增速排名为通信（6.4%）>传媒（4.8%）>计算机（-0.6%）>电子（-7.4%）。

从盈利增速看，电子和传媒板块盈利增速上行，计算机板块有所降速：受益于游戏版号重新发放以及电影市场充分恢复，相关板块较一季度景气度继续上行；半导体周期筑底，电子板块也在二季度有所回暖。从盈利能力看，TMT 板块整体毛利率提升，传媒和通信 ROE 改善。

展望后期，TMT 板块方面，我们认为中长期海内外持续加码布局 AI 趋势明显，

半导体下行周期触底，建议关注政策密集落地、产业趋势加快的数据要素板块，国产替代下的半导体设备以及业绩较快落地的传媒游戏板块等。

表13: TMT 行业整体景气度、盈利增速情况及盈利能力情况（单位：%）

| 申万行业    | 23H1归母净利润同比 | 23H1营收同比 | ROE (TTM) 近10年分位数 | 归母净利润同比 23H1-23Q1 | 营收同比 23H1-23Q1 | ROE 23H1-23Q1 | 毛利率 23H1-23Q1 | 销售净利率 23H1-23Q1 | 资产周转率 23H1-23Q1 | 资产负债率 23H1-23Q1 |
|---------|-------------|----------|-------------------|-------------------|----------------|---------------|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 电子      | -46.2%      | -7.3%    | 2.3%              | 10.5%             | 1.5%           | -0.7%         | -0.1%         | -0.5%           | -1.8%           | -0.3%           |
| 半导体     | -58.3%      | -7.3%    | 7.1%              | 3.9%              | 3.2%           | -1.4%         | -1.7%         | -2.4%           | -1.3%           | -0.3%           |
| 元件      | -29.2%      | -9.3%    | 30.9%             | 3.4%              | 1.0%           | -0.7%         | -0.4%         | -0.5%           | -2.1%           | 0.1%            |
| 光学光电子   | -155.4%     | -8.1%    | 2.3%              | -4.6%             | 8.4%           | -0.5%         | 0.2%          | -0.5%           | 0.0%            | 0.3%            |
| 其他电子II  | -23.6%      | -23.1%   | 64.2%             | 1.0%              | -1.7%          | -0.7%         | 0.2%          | 0.0%            | -15.4%          | -0.1%           |
| 消费电子    | -2.4%       | -3.4%    | 35.7%             | 8.9%              | -2.9%          | 0.0%          | 0.2%          | 0.1%            | -1.4%           | -0.7%           |
| 电子化学品II | -30.8%      | -7.6%    | 4.7%              | 4.8%              | 4.9%           | -0.9%         | -0.8%         | -1.2%           | -1.1%           | 0.0%            |
| 通信      | 9.5%        | 6.4%     | 95.2%             | -0.4%             | -2.3%          | 0.1%          | 0.2%          | 0.2%            | -0.2%           | -0.1%           |
| 通信服务    | 10.0%       | 7.6%     | 95.2%             | -1.0%             | -2.3%          | 0.1%          | 0.1%          | 0.2%            | -0.1%           | 0.0%            |
| 通信设备    | 6.3%        | 1.3%     | 88.0%             | 3.2%              | -2.1%          | 0.0%          | 0.6%          | 0.2%            | -0.9%           | -0.5%           |
| 计算机     | 2.7%        | -0.6%    | 2.3%              | -52.4%            | 0.7%           | -0.2%         | 0.3%          | -0.1%           | -0.5%           | -0.5%           |
| 计算机设备   | -0.6%       | -3.3%    | 2.3%              | -16.9%            | 5.0%           | -0.3%         | 0.5%          | -0.2%           | -0.5%           | -0.1%           |
| IT服务II  | 19.7%       | -2.3%    | 4.7%              | -160.2%           | -1.3%          | -0.3%         | 0.2%          | -0.2%           | -0.9%           | -1.0%           |
| 软件开发    | -67.7%      | 6.2%     | 4.7%              | -2.6%             | -1.7%          | 0.1%          | 0.1%          | 0.1%            | 0.2%            | -0.3%           |
| 传媒      | 14.6%       | 4.8%     | 26.1%             | 8.6%              | 5.4%           | 0.4%          | 0.2%          | 0.4%            | 0.7%            | -0.1%           |
| 游戏II    | -4.5%       | 0.7%     | 2.3%              | 0.8%              | 5.5%           | -0.1%         | 0.3%          | -0.1%           | -0.4%           | -0.1%           |
| 广告营销    | 12.7%       | 3.1%     | 23.8%             | 21.6%             | 9.2%           | 0.7%          | 0.1%          | 0.3%            | 4.9%            | -0.6%           |
| 影视院线    | 722.6%      | 16.7%    | 33.3%             | 677.3%            | 16.5%          | 2.3%          | 3.0%          | 5.4%            | 1.9%            | -0.2%           |
| 数字媒体    | 13.8%       | 4.7%     | 16.6%             | -29.4%            | 0.0%           | -0.1%         | 0.0%          | -0.2%           | 0.3%            | -0.5%           |
| 出版      | 11.6%       | 6.7%     | 52.3%             | -6.1%             | 0.0%           | 0.2%          | 0.0%          | 0.1%            | 0.3%            | 0.3%            |
| 电视广播II  | 1.2%        | 2.5%     | 4.7%              | 12.4%             | 1.2%           | 0.1%          | 0.6%          | 0.2%            | 0.0%            | 0.3%            |

数据来源：Wind，东吴证券研究所；黄色表示指标提升，蓝色表示指标下降

## 2.7. 公共服务：出行链业绩提升增速上行

公共服务中出行链快速恢复，公用事业板块受益于原材料价格下行毛利率提升。交通运输和公用事业板块整体景气度较好，出行链上铁路公路和航空机场增速持续上行，盈利能力也显著改善。

从整体景气度看，出行链和公用事业领域中报业绩景气度较好，综合行业景气度不佳：申万一级行业交通运输、公用事业、环保和综合的中报归母净利润同比增速分别为19.5%、37.0%、2.9%和-136.5%；申万二级行业中出行链铁路公路和航空机场业绩较高。

从盈利增速看，出行链延续景气，公用事业和综合板块增速放缓。从盈利能力看，出行链和公用事业 ROE 和毛利率均明显改善，其中航空机场 23H1 较 23Q1ROE 改善 17.2pct，毛利率改善 16.6pct。

展望后期，公共服务行业，我们认为经济复苏下的出行链业绩持续向上具有较高确定性，建议关注航空机场国际市场的边际改善，将利好行业景气度向上。

表14：公共服务行业整体景气度、盈利增速情况及盈利能力情况（单位：%）

| 申万行业   | 23H1归母净利润同比 | 23H1营收同比 | ROE (TTM) 近10年分位数 | 归母净利润同比 23H1-23Q1 | 营收同比 23H1-23Q1 | ROE 23H1-23Q1 | 毛利率 23H1-23Q1 | 销售净利率 23H1-23Q1 | 资产周转率 23H1-23Q1 | 资产负债率 23H1-23Q1 |
|--------|-------------|----------|-------------------|-------------------|----------------|---------------|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 交通运输   | 19.5%       | 1.0%     | 19.0%             | 16.0%             | -3.0%          | 0.4%          | 0.0%          | 0.3%            | -2.5%           | 0.7%            |
| 物流     | -6.4%       | 0.0%     | 2.3%              | -3.5%             | -6.4%          | -0.3%         | 0.0%          | 0.0%            | -15.4%          | 1.5%            |
| 铁路公路   | 57.7%       | 17.9%    | 19.0%             | 3.6%              | 2.8%           | 0.7%          | 1.9%          | 1.4%            | 0.6%            | 0.5%            |
| 航空机场   | 80.4%       | 119.1%   | 9.5%              | 10.9%             | 43.7%          | 17.2%         | 16.6%         | 19.4%           | 5.9%            | 0.2%            |
| 航运港口   | -52.4%      | -34.5%   | 78.5%             | -0.9%             | -0.7%          | -3.0%         | -3.9%         | -2.4%           | -3.8%           | -0.4%           |
| 公用事业   | 37.0%       | 8.8%     | 19.0%             | -6.7%             | 1.5%           | 0.4%          | 0.5%          | 0.4%            | -0.6%           | 0.5%            |
| 电力     | 38.4%       | 10.9%    | 19.0%             | -6.4%             | 2.6%           | 0.4%          | 0.6%          | 0.5%            | -0.4%           | 0.5%            |
| 燃气II   | 23.1%       | -2.4%    | 73.8%             | -12.6%            | -4.7%          | 0.0%          | 0.1%          | 0.2%            | -2.7%           | 0.0%            |
| 环保     | 2.9%        | 2.4%     | 21.4%             | 1.3%              | -0.2%          | 0.0%          | -0.1%         | 0.0%            | -0.2%           | 0.0%            |
| 环境治理   | 6.9%        | 2.4%     | 28.5%             | -0.6%             | 0.1%           | 0.0%          | -0.1%         | 0.1%            | -0.2%           | 0.0%            |
| 环保设备II | -17.4%      | 2.6%     | 2.3%              | 9.6%              | -1.3%          | -0.2%         | -0.1%         | -0.2%           | 0.0%            | -0.3%           |
| 综合     | -136.5%     | 7.4%     | 2.3%              | -91.2%            | -5.4%          | -0.9%         | -0.7%         | -0.6%           | 0.4%            | 0.0%            |
| 综合II   | -136.5%     | 7.4%     | 2.3%              | -91.2%            | -5.4%          | -0.9%         | -0.7%         | -0.6%           | 0.4%            | 0.0%            |

数据来源：Wind，东吴证券研究所；黄色表示指标提升，蓝色表示指标下降

### 3. 产业链分析：AI 应用端业绩落地，半导体设备业绩高增

考虑到申行业分类不能完全反映产业链情况，我们基于申万三级、万得概念指数和国证概念指数分析不同产业链在中报业绩中的表现情况。

产业链来看，新兴产业趋势仍在发展，新能源等优势产业实现业绩增长但增速有所放缓。展望后期，建议持续关注新能源车出海以及光伏技术迭代带来的投资方向，关注人工智能浪潮下带来 AI 全产业链的发展机会，如半导体、数据要素和 AI 应用等，同时医药板块低估值叠加分子分母端有望改善，建议关注创新药和中药板块。

#### 3.1. AI 产业链：算力端业绩仍等待验证，应用端中报业绩已有落地

AI 产业链算力端业绩仍等待验证，应用端中报业绩落地。年初至今涨幅最大的光模块板块中报归母净利润同比增速-3.6%，但环比增速 13.7%，业绩有望在三四季度落地实现正增长。代表应用端的中文语料库板块中报归母净利润同比增速 4.9%，营收同比增速 2.5%，实现提前于产业链的业绩落地。网络游戏板块受益于版号恢复发行景气度向上，中报业绩也较去年回暖。

展望后期，中长期海内外价码布局 AI 趋势明显，美股科技龙头业绩已经验证了 AI 产业趋势，建议关注数据要素（政策密集落地，产业趋势加快），以及传媒游戏板块（业绩落地较快）。

表15：AI 产业链的归母净利润和营业收入同比及环比情况（单位：%）

| AI 产业链 | 归母净利润同比增速 |        |         | 营收同比增速 |        |       | 归母净利润环比增速 |        |         | 营收环比增速 |        |        |
|--------|-----------|--------|---------|--------|--------|-------|-----------|--------|---------|--------|--------|--------|
|        | 2023H1    | 2023Q1 | 2022A   | 2023H1 | 2023Q1 | 2022A | 2023Q2    | 2023Q1 | 2022Q4  | 2023Q2 | 2023Q1 | 2022Q4 |
| AI 算力  | 0.0%      | 8.4%   | -6.6%   | -6.5%  | -3.6%  | 11.3% | 29.3%     | -32.3% | -2.8%   | 6.8%   | -32.4% | 15.0%  |
| 光模块    | -3.6%     | 18.8%  | 30.2%   | -8.6%  | -3.4%  | 17.7% | 13.7%     | -3.9%  | -16.4%  | 4.5%   | -0.7%  | 0.9%   |
| AIGC   | 28.6%     | 51.5%  | -215.9% | -3.0%  | -7.3%  | -5.6% | -26.6%    | 134.8% | -69.5%  | 11.8%  | -27.0% | 27.4%  |
| 中文语料库  | 4.9%      | 18.3%  | -39.8%  | 2.5%   | -3.3%  | 0.3%  | 16.8%     | 306.0% | -170.6% | 15.0%  | -28.7% | 30.8%  |
| 网络游戏   | -3.6%     | -3.7%  | -82.0%  | -1.4%  | -5.8%  | -0.1% | -10.0%    | 145.9% | -403.3% | 5.8%   | -7.2%  | 7.2%   |

数据来源：Wind，东吴证券研究所；根据整体法测算得出

AI 算力、光模块、AIGC、中文语料库和网络游戏产业链成分股均来自相应万得概念指数

#### 3.2. 半导体产业链：设备业绩高增，产品仍受压制

半导体产业链内部分化，设备业绩高增，产品仍受压制。国内半导体设备厂商依托本土晶圆产能持续扩张，加速提升国产替代份额，中报业绩显示，半导体设备归母净利润同比增速 46.1%，且盈利环比增速也取得大幅提升，为 81.3%。相比之下，半导体产品受下游需求不足拖累，中报盈利增速仍受压制，H1 归母净利润同比增速-15.0%。

展望后期，科技创新叠加国产替代周期仍处于开端，当前半导体行业周期左侧触底是共识，只是弱需求影响未来预期，随着 AI 浪潮推进以及国内技术突破，整体终端有望增长，带动整个产业链迎来上行周期。

表16：半导体产业链的归母净利润和营业收入同比及环比情况（单位：%）

| 半导体产业链 | 归母净利润同比增速 |        |       | 营收同比增速 |        |       | 归母净利润环比增速 |        |        | 营收环比增速 |        |        |
|--------|-----------|--------|-------|--------|--------|-------|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
|        | 2023H1    | 2023Q1 | 2022A | 2023H1 | 2023Q1 | 2022A | 2023Q2    | 2023Q1 | 2022Q4 | 2023Q2 | 2023Q1 | 2022Q4 |
| 半导体设备  | 46.1%     | 45.2%  | 31.2% | 20.6%  | 19.8%  | 18.8% | 81.3%     | -41.4% | 18.0%  | 25.3%  | -28.6% | 22.3%  |
| 半导体产品  | -15.0%    | 0.6%   | 47.0% | 14.1%  | 17.1%  | 50.9% | -6.5%     | 37.4%  | -38.4% | 19.0%  | -12.4% | 7.2%   |

数据来源：Wind，东吴证券研究所；根据整体法测算得出

半导体设备和半导体产品产业链成分股均来自相应万得概念指数

### 3.3. 先进制造产业链：新能源车盈利增速放缓，新兴产业趋势仍需验证

先进制造产业链新能源车盈利增速放缓，工业母机和机器人产业链发展初期尚未业绩验证。新能源车受其过往高基数以及行业降价内卷影响，让价放量，中报归母净利润增速 5.8%，整体产业链增速有所放缓。工业母机和机器人产业链的国产替代进程仍在进行，中报归母净利润同比增速分别为-13.4%和-21.4%。

展望后期，具有全球领先地位的新能源车产业链出海高增，有望拓展新的增量空间。先进制造产业链趋势叠加国产替代进程加快，随着政策支持的不落地，工业母机和机器人产业链业务前景明朗。

表17：先进制造产业链的归母净利润和营业收入同比及环比情况（单位：%）

| 先进制造产业链 | 归母净利润同比增速 |        |        | 营收同比增速 |        |       | 归母净利润环比增速 |         |        | 营收环比增速 |        |        |
|---------|-----------|--------|--------|--------|--------|-------|-----------|---------|--------|--------|--------|--------|
|         | 2023H1    | 2023Q1 | 2022A  | 2023H1 | 2023Q1 | 2022A | 2023Q2    | 2023Q1  | 2022Q4 | 2023Q2 | 2023Q1 | 2022Q4 |
| 新能源车    | 5.8%      | 30.1%  | 159.1% | 34.6%  | 43.9%  | 88.4% | 8.1%      | -36.0%  | 8.4%   | 9.3%   | -21.3% | 17.1%  |
| 工业母机    | -13.4%    | 5.0%   | 22.0%  | -8.9%  | -14.3% | 25.8% | -19.7%    | 307.0%  | -64.3% | 10.7%  | -23.9% | 10.7%  |
| AI机器人   | -21.4%    | -30.8% | -24.3% | 3.2%   | 5.5%   | 19.4% | 91.6%     | 3087.3% | -98.5% | 14.0%  | -28.4% | 13.8%  |

数据来源：Wind，东吴证券研究所；根据整体法测算得出

新能源车产业链成分股来自相应国证指数，工业母机和 AI 机器人产业链成分股均来自相应万得概念指数

### 3.4. 光伏风电产业链：光伏逆变器业绩高增，风电整机盈利承压

光伏风电产业链内部分化明显。光伏板块中下游业绩取得高增速，其中逆变器中报归母净利润同比增速 252.4%，保持一季度的高增速；而上游硅料硅片行业受硅料价格大幅下跌影响，中报盈利增速转负，归母净利润同比-10.2%。风电板块零部件受益于风电装机需求释放，取得 41.4%的归母净利润同比增速，而风电整机盈利继续承压，归母净利润同比增速为-53.0%。

展望后期，光伏上游价格下跌有望充分释放终端采购需求，同时供给端技术迭代带来的溢价有望延续板块成长红利，建议关注光伏板块新技术放量带来的结构性投资机会。

表18: 光伏风电产业链的归母净利润和营业收入同比及环比情况 (单位: %)

| 光伏风电板块 | 归母净利润同比增速 |        |        | 营收同比增速 |        |        | 归母净利润环比增速 |        |        | 营收环比增速 |        |        |
|--------|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
|        | 2023H1    | 2023Q1 | 2022A  | 2023H1 | 2023Q1 | 2022A  | 2023Q2    | 2023Q1 | 2022Q4 | 2023Q2 | 2023Q1 | 2022Q4 |
| 光伏设备   | 41.0%     | 69.3%  | 139.5% | 32.0%  | 39.9%  | 81.4%  | -1.5%     | -14.2% | 13.6%  | 21.1%  | -14.2% | 13.6%  |
| 硅料硅片   | -10.2%    | 29.3%  | 179.3% | 11.0%  | 21.2%  | 112.8% | -40.6%    | -12.3% | -6.2%  | 12.5%  | -12.3% | -6.2%  |
| 光伏电池组件 | 111.5%    | 137.6% | 197.7% | 35.4%  | 42.5%  | 79.6%  | 22.4%     | -16.1% | 19.5%  | 25.5%  | -16.1% | 19.5%  |
| 逆变器    | 252.4%    | 262.9% | 137.8% | 122.6% | 152.8% | 68.3%  | 46.3%     | -23.5% | 57.5%  | 26.1%  | -23.5% | 57.5%  |
| 光伏辅材   | 6.6%      | 23.5%  | -17.8% | 19.8%  | 27.1%  | 46.7%  | 20.2%     | -1.2%  | 9.0%   | 8.9%   | -1.2%  | 9.0%   |
| 光伏加工设备 | 68.8%     | 68.6%  | 65.3%  | 64.5%  | 56.7%  | 49.1%  | 37.2%     | -8.9%  | 24.5%  | 34.4%  | -8.9%  | 24.5%  |
| 风电设备   | -28.5%    | -37.4% | -25.2% | 4.4%   | -17.3% | -5.4%  | 2.9%      | -55.4% | 61.3%  | 62.0%  | -55.4% | 61.3%  |
| 风电整机   | -53.0%    | -57.9% | -13.1% | -4.4%  | -35.4% | -6.5%  | -20.6%    | -67.3% | 89.3%  | 97.2%  | -67.3% | 89.3%  |
| 风电零部件  | 41.4%     | 54.4%  | -39.9% | 19.8%  | 17.5%  | -3.3%  | 31.6%     | -27.6% | 19.8%  | 24.6%  | -27.6% | 19.8%  |

数据来源: Wind, 东吴证券研究所; 根据整体法测算得出

光伏风电产业链以申万行业进行归类

### 3.5. 医药产业链: 中药板块保持业绩景气度

医药刚需属性明显, 创新药和中药板块业绩表现较好。创新药板块中报归母净利润同比增速 4.6%, 营收同比增速 11.1%, 反映为疫情影响走弱, 集采风险释放并逐步转为收入增量。中药板块归母净利润同比增速 47.2%, 营收同比增速 15.9%, 保持较好的业绩景气度。

展望后期, 美联储加息或处于尾声, 稳增长政策下宏观经济向好值得期待, 医药分母端和分子端改善可能下, 建议关注政策持续鼓励的创新药方向以及具备业绩景气度的中药板块。

表19: 医药产业链的归母净利润和营业收入同比及环比情况 (单位: %)

| 医药产业链 | 归母净利润同比增速 |        |        | 营收同比增速 |        |       | 归母净利润环比增速 |        |        | 营收环比增速 |        |        |
|-------|-----------|--------|--------|--------|--------|-------|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
|       | 2023H1    | 2023Q1 | 2022A  | 2023H1 | 2023Q1 | 2022A | 2023Q2    | 2023Q1 | 2022Q4 | 2023Q2 | 2023Q1 | 2022Q4 |
| 创新药   | 4.6%      | 12.4%  | -11.2% | 11.1%  | 10.3%  | 9.8%  | 3.8%      | 100.4% | -46.9% | 3.4%   | 2.6%   | -2.5%  |
| 中药    | 47.2%     | 54.8%  | 1.2%   | 15.9%  | 15.9%  | 6.5%  | -22.7%    | 103.6% | -9.7%  | -9.0%  | 12.5%  | 12.5%  |

数据来源: Wind, 东吴证券研究所; 根据整体法测算得出

创新药和中药产业链成分股均来自相应万得概念指数

## 4. 切换视角: 服饰家居库存底部, 钢铁建材供需格局优化

### 4.1. 供需视角: 钢铁建材供需格局有所优化

景气度高增板块已被市场认知, 建议关注资本开支下降叠加存货周转率提升, 供需格局优化的钢铁和建筑建材板块。

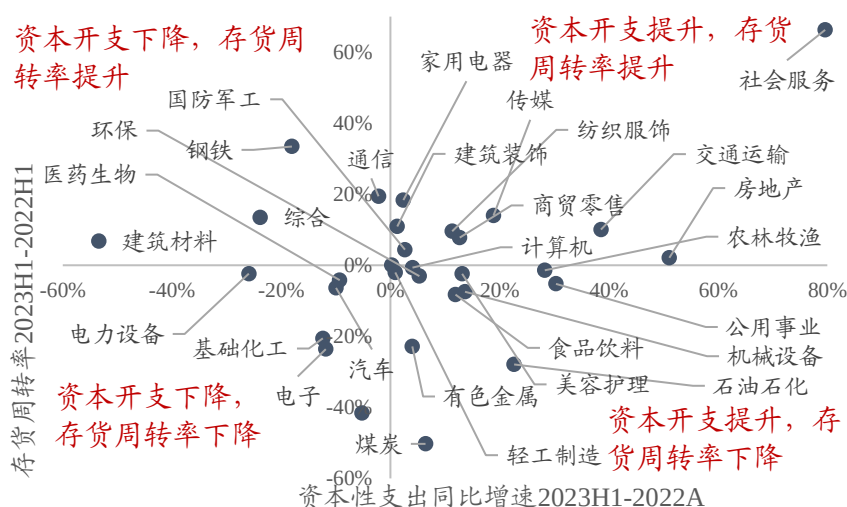
用资本性支出同比增速的变化表征行业供给端的边际变化, 存货周转率的变化表征行业需求端的边际变化, 两个指标构建出对行业供需格局的监测。

中报反映申万一级行业资本开支和存货周转率两项均明显改善的有: 受益于出行链的社会服务和交通运输, 下游消费中的家用电器、商贸零售和纺织服务, 以及受益于电影复苏和游戏版号重新发放的传媒。

中报反映申万一级行业中资本开支提升但存货周转率下降的有: 上游资源整体板块以及食品饮料、农林牧渔和美容护理, 以上行业景气度向上取决于下游需求端回暖。

中报反映申万一级行业中资本开支下降但存货周转率提升的有：钢铁和建筑材料，以上行业或受益于库存见底叠加需求回暖，景气度向上。

图8：申万一级行业供需格局变化情况（单位：%、%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

#### 4.2. 库存视角：服饰家居库存底部叠加中报盈利向上

以近5年库存同比分位数观察行业库存情况，判断库存底部且今年以来库存周期得分边际改善的有：上游资源中的有色金属，中游材料中的钢铁、建材、基础化工，下游消费中的纺织服饰和家具，以及TMT行业。

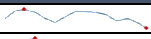
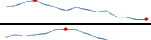
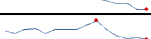
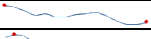
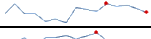
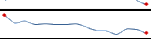
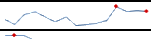
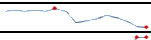
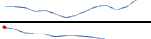
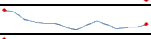
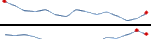
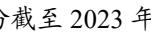
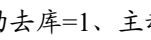
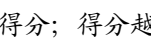
以上组合的中报业绩情况，服装家纺和家居用品整体业绩景气度较好，盈利增速和盈利能力均提升，反映为营收需求较好，后续有望领先进入补库周期。库存分位数低的行业板块中报业绩表现分化，整体景气度较低，但中报业绩反映的盈利增速环比改善，表现为归母净利润同比增速提升，其余指标中装修建材、服装家纺和家居用品表现较好。

表20：库存底部行业整体景气度、盈利增速情况及盈利能力情况（单位：%）

| 申万行业 | 23H1归母净利润同比 | 23H1营收同比 | ROE (TTM) 近10年分位数 | 归母净利润同比 23H1-23Q1 | 营收同比 23H1-23Q1 | ROE 23H1-23Q1 | 毛利率 23H1-23Q1 | 销售净利率 23H1-23Q1 | 资产周转率 23H1-23Q1 | 资产负债率 23H1-23Q1 |
|------|-------------|----------|-------------------|-------------------|----------------|---------------|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 有色金属 | -31.0%      | 4.4%     | 85.7%             | -11.3%            | -1.5%          | -2.0%         | -1.1%         | -0.7%           | -2.8%           | 0.4%            |
| 工业金属 | -20.1%      | 5.7%     | 78.5%             | -7.5%             | 0.8%           | -1.1%         | -0.7%         | -0.3%           | -2.0%           | 0.4%            |
| 钢铁   | -70.7%      | -8.0%    | 21.4%             | -0.7%             | -3.0%          | -1.2%         | -0.9%         | -0.5%           | -3.7%           | 0.2%            |
| 冶钢原料 | -40.1%      | -18.1%   | 54.7%             | -16.6%            | -2.0%          | -2.4%         | -3.4%         | -2.3%           | -3.9%           | -0.1%           |
| 普钢   | -85.3%      | -9.3%    | 16.6%             | -3.7%             | -3.3%          | -1.1%         | -0.8%         | -0.5%           | -3.5%           | 0.1%            |
| 特钢II | -53.6%      | 2.1%     | 30.9%             | 9.9%              | -2.0%          | -1.3%         | -0.7%         | -0.5%           | -5.1%           | 1.3%            |
| 建筑材料 | -40.6%      | -2.5%    | 9.5%              | 24.8%             | -2.6%          | -0.8%         | -0.3%         | -0.7%           | -1.2%           | 0.4%            |
| 水泥   | -53.5%      | -5.5%    | 2.3%              | 36.8%             | -4.7%          | -0.8%         | -0.6%         | -0.8%           | -1.5%           | 0.4%            |
| 玻璃玻纤 | -41.8%      | 2.3%     | 64.2%             | 11.8%             | 3.7%           | -1.9%         | -1.0%         | -1.9%           | -1.4%           | 1.0%            |
| 装修建材 | 15.2%       | 4.6%     | 16.6%             | -3.8%             | 0.5%           | 0.2%          | 0.6%          | 0.2%            | 0.4%            | -0.4%           |
| 基础化工 | -52.6%      | -9.9%    | 54.7%             | -5.2%             | -4.0%          | -2.6%         | -1.7%         | -1.7%           | -4.5%           | 0.6%            |
| 化学原料 | -69.0%      | -12.2%   | 35.7%             | -9.7%             | -5.5%          | -3.2%         | -2.6%         | -2.6%           | -4.5%           | 0.7%            |
| 化学制品 | -42.5%      | -7.7%    | 14.2%             | 2.2%              | -3.4%          | -1.6%         | -0.9%         | -1.0%           | -4.2%           | 0.8%            |
| 化学纤维 | -41.9%      | 0.9%     | 21.4%             | 7.8%              | 5.1%           | -0.9%         | -0.9%         | -0.5%           | -3.6%           | 1.8%            |
| 橡胶   | -30.8%      | 0.9%     | 14.2%             | 7.8%              | -4.9%          | -0.8%         | -0.6%         | -0.5%           | -2.6%           | 0.7%            |
| 纺织服饰 | 5.9%        | 4.8%     | 7.1%              | 11.7%             | 0.5%           | 0.4%          | 0.4%          | 0.3%            | 0.9%            | -0.2%           |
| 纺织制造 | -19.6%      | -5.2%    | 19.0%             | 4.1%              | 0.1%           | -0.6%         | -0.2%         | -0.4%           | -2.0%           | 0.7%            |
| 服装家纺 | 24.1%       | 4.6%     | 7.1%              | 29.3%             | 5.8%           | 1.0%          | 1.6%          | 1.1%            | 0.5%            | -0.6%           |
| 轻工制造 | -11.6%      | -5.8%    | 11.9%             | 15.4%             | 2.7%           | -0.1%         | 0.2%          | 0.0%            | -1.3%           | 0.1%            |
| 家居用品 | 21.2%       | -4.7%    | 33.3%             | 8.6%              | 6.4%           | 0.6%          | 0.8%          | 0.6%            | -0.7%           | 0.1%            |

数据来源：Wind，东吴证券研究所；黄色表示指标提升，蓝色表示指标下降

表21：工业企业行业及其对应申万行业的库存情况（单位：%、分）

| 大类行业    | 工业企业行业 | 对应申万行业  | 近5年库存同比分位数 | 本轮库存走势                                                                                | 2023年库存周期得分 | 本轮库存周期得分 |
|---------|--------|---------|------------|---------------------------------------------------------------------------------------|-------------|----------|
| 煤炭油气上游  | 煤炭开采   | 煤炭      | 74.2%      |    | -17         | -20      |
|         | 石油开采   | 石油石化    | 10.6%      |    | -33         | 0        |
| 矿物产业链上游 | 黑金开采   | 钢铁      | 3.0%       |    | 50          | 7        |
|         | 有金开采   | 有色金属    | 21.2%      |    | -33         | -47      |
|         | 非金开采   | 建筑材料    | 46.9%      |    | -17         | -40      |
| 煤炭油气中游  | 燃料加工   | 炼化、焦炭   | 0.0%       |    | 0           | 0        |
|         | 化学原料   | 化学原料    | 0.0%       |    | 0           | -20      |
|         | 化学纤维   | 化学纤维    | 4.5%       |    | 83          | 27       |
| 矿物产业链中游 | 非金属矿物  | 建筑材料    | 1.5%       |    | 33          | -13      |
|         | 黑色金属   | 钢铁      | 6.0%       |    | 83          | 33       |
|         | 有色金属   | 有色金属    | 31.8%      |    | 50          | -13      |
|         | 金属制品   | 建筑装饰    | 1.5%       |    | 33          | 13       |
| 装备制造业中游 | 通用设备   | 通用设备    | 10.6%      |    | 0           | 27       |
|         | 专用设备   | 专用设备    | 45.4%      |    | 67          | 60       |
|         | 电气机械   | 电力设备、电器 | 37.8%      |    | 17          | 20       |
|         | 仪器仪表   | 通用设备    | 18.1%      |    | 50          | 47       |
|         | 设备修理   | -       | 74.2%      |    | 133         | 93       |
| 橡胶塑料    | 橡胶塑料   | 橡胶      | 13.6%      |    | 67          | 27       |
| 造纸业     | 造纸     | 造纸      | 6.0%       |   | 17          | 20       |
|         | 印刷     | 包装印刷    | 9.0%       |  | 17          | 0        |
| 公用事业    | 电力     | 电力      | 77.2%      |  | 0           | 47       |
|         | 燃气     | 燃气      | 9.0%       |  | -50         | 0        |
|         | 水      | 环保      | 27.2%      |  | 33          | 20       |
| 农林牧渔下游  | 农副食品   | 农林牧渔    | 18.1%      |  | 33          | 107      |
|         | 食品制造   | 食品加工    | 18.1%      |  | 50          | -13      |
|         | 酒饮料    | 酒、饮料    | 24.2%      |  | 33          | -13      |
|         | 烟草     | -       | 95.4%      |  | -17         | -20      |
| 纺织纺服    | 纺织     | 纺织制造    | 12.1%      |  | 83          | 27       |
|         | 服饰     | 服装家纺    | 3.0%       |  | 17          | -7       |
|         | 皮革     | 服装家纺    | 9.0%       |  | 67          | 7        |
| 装备制造业下游 | 汽车     | 汽车      | 25.7%      |  | 50          | 67       |
|         | 运输设备   | 交通运输    | 68.1%      |  | 50          | 73       |
|         | TMT制造  | TMT     | 3.0%       |  | 100         | 60       |
| 木材加工    | 木材     | 家居用品    | 11.8%      |  | 17          | -27      |
| 家具制造    | 家具     | 家居用品    | 9.0%       |  | 100         | 33       |
| 文体用品    | 文体娱乐   | 文娱用品    | 60.6%      |  | -17         | -7       |
| 医药制造    | 医药     | 医药生物    | 33.3%      |  | 100         | 60       |

数据来源：Wind，东吴证券研究所

本轮库存下行周期自 2022 年 4 月开启，表格统计月份截至 2023 年 7 月；

库存周期得分：赋值被动补库=-1、主动去库=0、被动去库=1、主动补库=2，取各月等权重，计算 2023 年以来和 2022 年 4 月以来的库存周期得分；得分越高反映所处库存周期偏复苏和繁荣，得分越低反映库存周期偏回落和困境。

### 4.3. 出口视角：中高端制造享受出口增量空间

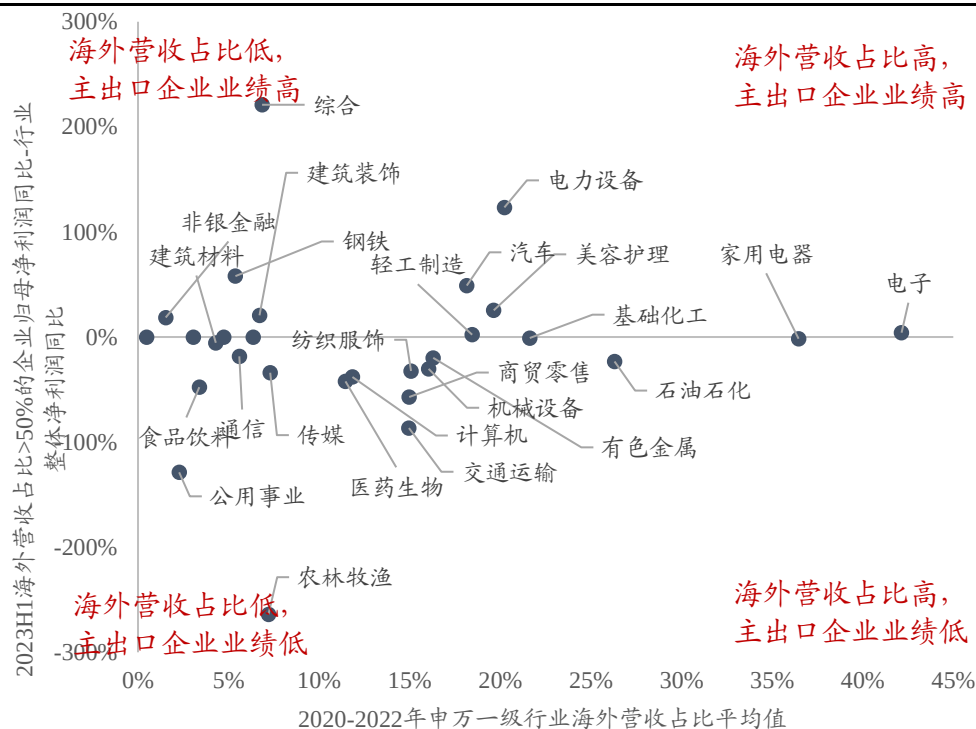
部分行业国内存量博弈转向国外增量空间，新能源车产业链、光伏风电产业链、汽车产业链和工程机械在出口端表现较佳，在低端制造向东南亚国家转移和高端制造回流欧美国家的背景下，国内具有领先地位的中高端制造业相关板块有出口的增量空间。

中报窗口分析产品出海的中国企业，以 2020-2022 年海外营收平均占比判断行业出口情况，筛选 2022 全年海外营收占比>50%的企业，将其定义为行业中的主出口企业，分析这些企业在中报期间的业绩表现，并比较其在行业整体水平，反映主出口企业是否

能获得较高盈利增速。

电子行业 2020-2022 年海外营收平均占比 42.14%，在中报业绩中反映为主出口企业盈利增速较佳，较行业整体领先 4.1pct。电力设备、汽车行业的海外营收平均占比分别为 20.2%和 18.2%，主出口企业的中报盈利增速更高，分别较行业领先 123.3%和 48.9%。其中电网设备、电池、风电设备和汽车零部件等有较大增幅。制造类的建筑装饰、钢铁、建筑材料以及工程机械行业中的主出口企业也有较好表现。

图9：申万一级行业海外营收占比>50%的企业中报表现情况（单位：%、%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 5. 风险提示

**数据统计不全带来的计算误差：**报告中的测算方法均采用整体法，若数据统计不全可能会造成结果误差。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>