

景气转移，上游为王：2022 年 Q2 业绩解读（一）

2022 年 09 月 02 日

➤ **全部 A 股中报业绩画像：多事之秋下，全 A 业绩韧性凸显。**在 2022 年 Q1 所受到的疫情扰动、俄乌冲突导致全球能源价格大幅上涨、出口景气度边际下滑等冲击尚未消散之际，Q2 上市公司进一步面临上海较为严格的疫情防控导致供应链扰动增加，地产景气度持续低迷，消费复苏缓慢，全球陷入滞胀风险等挑战，最终整体法口径下全部 A 股在 2022 年 H1 营收与利润依然分别实现同比 9.31% 与 3.97% 的增长；对于 Q2 单季度而言，营收与利润增速同样录得同比正增长，分别为 6.83% 与 2.72%。即使在剔除金融与石油石化后，Q2 利润增速也仅仅略转负，显著优于 2021 年 Q4。值得一提的是，这个成绩的取得一定程度上也超出了市场预期，**至少相对于 Q1 而言，Q2 的业绩兑现能力得到了显著的提升。**

➤ **宽基视角下创业板指增收不增利现象显著改善，大小盘股指数业绩分化明显。**而结构上看，创业板指营收与利润相较于 2022 年 Q1 出现了抬升，在剔除温氏股份后的上半年利润增速实现了由负转正，相较于 Q1 出现的增收不增利现象，Q2 景气度改善明显。值得一提的是，以行业龙头为主的沪深 300 与基金重仓股利润增速连续两个季度抬升，而中小盘股居多的中证 500 与中证 1000 在 Q2 出现明显下滑，大小盘股业绩分化的背后也体现出了龙头企业优秀的产业链议价能力与出色的经营管理能力，考虑到过去两个月来市场大小盘股走势的巨大分化，**投资者关注到了总量下行时大盘股的增长乏力，但低估了其在经济下行的大背景下卓越的抗风险能力。投资者充分关注中小公司在经济、产业景气整体放缓时的结构增长，但也需要关注其作为整体的抗风险较弱，属于“胜者游戏”。**

➤ **产业链视角下的 A 股面面观：上游占优格局无处不在。**在传统周期产业链中，以煤炭油气为代表的能源板块业绩表现亮眼。而以铜、铝为代表的工业金属即使在 Q2 经历了一定的价格与产量下滑，整个 2022 年 H1 业绩增速仍处于高位。甚至于农化产业链中，上游的农化制品（农药、化肥）的景气度同样领先。而在数字经济产业链中，**新基建的发力带动了上游通信板块景气度的上行**，业绩改善力度超出投资者预期（体现在业绩兑现度的显著抬升上）。而在备受投资者关注的半导体产业中，产业链不同环节景气度分化严重，相较而言受益于新能源、国产替代加速的分立器件（功率半导体）、半导体设备等环节业绩维持了较强韧性。而对于高端制造链而言，**代表性板块新能源车、光伏等业绩表现出色**，景气兑现能力相较 Q1 同样出现抬升，一定程度上缓解了投资者因其过高估值而带来的增长忧虑。然而我们也应当关注到板块内部的利润分配格局正在发生变化，如锂电产业链中此前显著占优的锂电材料板块利润逐渐向上游金属锂与下游锂电池转移，**产业链竞争正在加剧。**而在军工板块之中，2022 年 Q2 业绩表现同样出现了明显分化，**地面兵装/航天装备景气度相对占优。**而对于消费出行链而言，受疫情扰动导致消费场景缺失与上游原材料价格高企影响，板块整体业绩表现不佳。然而这并不意味着产业链本身毫无亮点：居家链中，受益于销售利润率的持续改善，**家电板块尽管 Q2 营收增速边际上出现了下滑，然而利润增速却实现连续三个季度抬升。**出行链中，受益于集中度与单价的提升，**快递行业的景气度显著改善。**餐饮链中，**预制食品延续了 Q1 的高景气，酒类则业绩韧性依旧，而调味品在 Q2 利润增速更是实现了由负转正。**而在医药医美产业链中，以 **CXO 为代表的医疗服务板块高景气依旧**；美容护理板块的业绩兑现度边际上相较 Q1 得到了大幅提升，体现出市场对板块的预期正在逐渐趋于合理。未来线下消费场景的恢复板块表现也同样值得期待。

➤ **资源瓶颈正深刻影响行业利润分配，迎接上游时代。**2022 年中报业绩的披露意味着在资本市场上 2022 年 H1 的彻底告别，新老能源的高景气也先后在股价中得到了一定体现，值得思考的未来是：**利润向上分配的格局已延续多个季度，当前甚至出现新老产业链上游景气共振的现象，我们认为这并不是单纯的偶然所致，资源正在成为“新老世界”发展中的问题。上下游供需格局重塑过程中，需求驱动将与供给长期趋势形成更复杂的演绎，上游时代正在到来。**

➤ **风险提示：**测算误差；美联储超预期加息。



分析师 牟一凌

执业证书：S0100521120002

邮箱：mouyiling@mszq.com

研究助理 吴晓明

执业证书：S0100121120023

邮箱：wuxiaoming@mszq.com

相关研究

1. 策略专题研究：钟摆正在回摆——风格洞察与性价比追踪系列（八）-2022/09/01
2. 策略点评：在顺风处等风来-2022/08/31
3. 策略专题研究：民生研究：2022 年 9 月金股推荐-2022/08/31
4. A 股策略点评：观点没有变化-2022/08/30
5. 行业信息跟踪（2022.08.22-2022.08.28）：粮食安全板块业绩显著改善，资源国汇率大多走弱-2022/08/30

目录

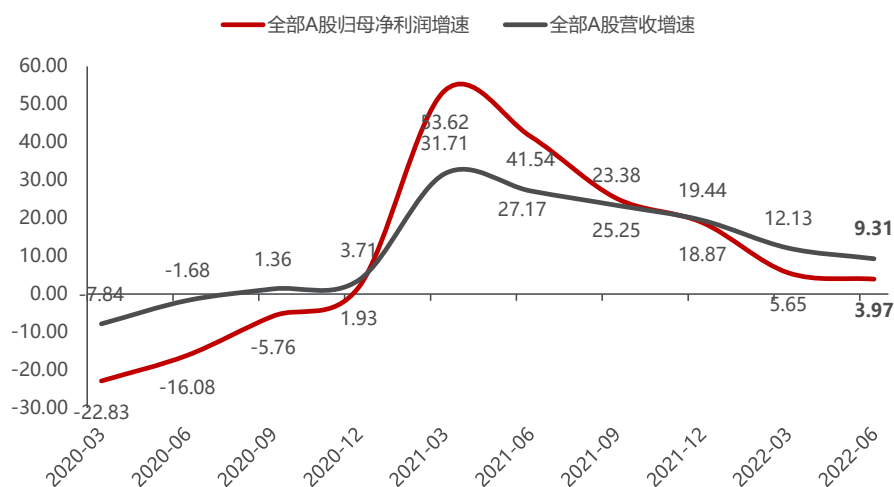
1 全部 A 股中报业绩画像	3
1.1 多事之秋，全 A 业绩仍存韧性	3
1.2 风格视角：周期与成长占优幅度出现收敛	5
2 产业链视角下的利润分配格局	8
2.1 传统周期：产业链利润延续向上分配格局	8
2.2 数字经济：新基建发力，通信板块景气度率先复苏	10
2.3 高端制造：“风光”业绩分化，锂电产业链格局出现变化	11
2.4 餐饮零售：餐饮零售业绩不佳，食饮链表现相对占优	14
2.5 居家出行：整体景气度下行，结构上仍存亮点	15
2.6 医药医美：医药板块内部景气度分化，医美耗材业绩呈韧性	16
3 超预期视角：全 A 整体业绩兑现能力边际改善	18
4 利润向上分配，上游时代到来	20
5 风险提示	21
插图目录	22

1 全部 A 股中报业绩画像

1.1 多事之秋，全 A 业绩仍存韧性

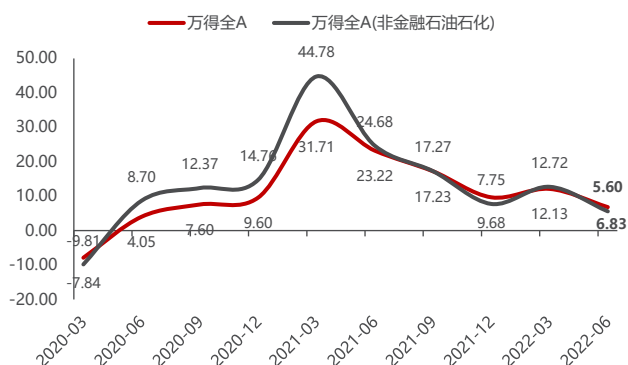
截至 2022 年 8 月 31 日，全部 A 股中报基本披露完毕。在 2022 年 Q1 所受到的疫情扰动、俄乌冲突导致全球能源价格大幅上涨、出口景气度边际下滑等冲击尚未消散之际，Q2 上市公司进一步面临上海较为严格的疫情防控导致供应链扰动增加，地产景气度持续低迷，消费复苏缓慢，全球陷入滞胀风险等挑战。最终整体法口径（如无特殊注明，本文业绩分析均采用整体法）下全部 A 股在 2022 年 H1 营收与利润依然分别实现了 9.31% 与 3.97% 的增长（如无特殊注明，本文所涉增速均为同比增速）；即使被公认为业绩底的 Q2 单季度营收与利润增速同样录得同比正增长，分别为 6.83% 与 2.72%。在剔除金融与石油石化后，Q2 利润增速也仅仅略转负，显著优于 2021 年 Q4。整体而言，上市公司 2022 年 Q2 业绩下滑明显，然而作为中国宏观经济中最具代表性与韧性的企业，在面临诸多不利局面下依然展现出了较强的业绩韧性。

图1：整体法口径下全部 A 股在 2022 年 H1 营收与利润依然分别实现了 9.31% 与 3.97% 的同比增长（%）



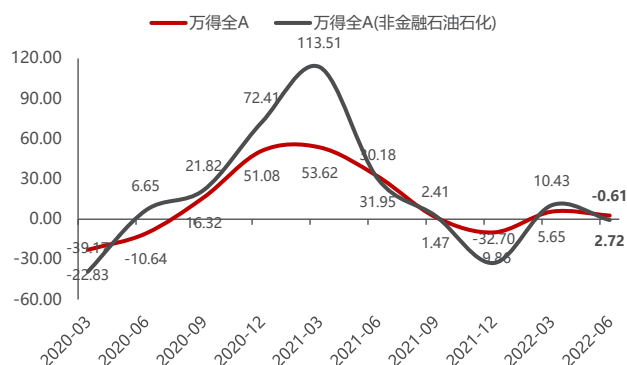
资料来源：wind，民生证券研究院

图2：被公认为业绩底的 Q2 单季度营收增速同样录得同比正增长



资料来源：wind，民生证券研究院

图3：被公认为业绩底的 Q2 单季度利润增速同样录得同比正增长 (%)



资料来源：wind，民生证券研究院

结构上看，主要宽基指数中，仅有创业板指营收与利润相较于 2022 年 Q1 出现了明显改善，在剔除受益于猪周期复苏的温氏股份后，创业板指 2022 年 H1 利润增速相较 Q1 依然实现了由负转正，相较于 Q1 出现的增收不增利现象，Q2 景气度改善明显。值得一提的是，我们同样可以发现：以行业龙头为主的沪深 300 与基金重仓股的 Q2 单季度营收增速相较 Q1 边际略下滑，然而其利润增速却连续两个季度实现边际抬升；相较之下，个股体量相对较小的中证 500 与中证 1000 业绩则在 Q2 出现严重下滑。大小盘股业绩分化的背后也体现出了龙头企业优秀的产业链议价能力与出色的经营管理能力，考虑到过去两个月来市场大小盘股走势的巨大分化，我们认为投资者在对大盘股与经济周期的强相关性进行充分定价的同时，而系统性低估了其在经济下行的大背景下卓越的抗风险能力。通过测算各个宽基指数在 2022 年上半年两个季度利润增速大于 0 的成分股占比，尽管相较于 Q1 均出现了不同程度的占比下降，然而基金重仓指数与沪深 300 指数内部利润增速大于 0 的成分股占比依然显著高于中证 1000 与中证 500。

图4：主要宽基指数单季度营收与归母净利润增速 (%)

单季度营业收入增速							
日期	沪深300	创业板指	中证500	中证1000	科创50	基金重仓	创业板指(剔除温氏)
2020/3/31	-5.22	5.69	-7.57	-8.02	-0.89	-4.10	3.53
2020/6/30	3.54	26.81	7.31	7.33	9.76	13.74	28.56
2020/9/30	6.49	25.73	11.75	12.78	24.96	16.83	27.58
2020/12/31	6.14	23.23	16.45	20.25	30.88	16.11	29.61
2021/3/31	25.01	48.77	42.31	46.05	60.10	28.20	55.38
2021/6/30	20.67	29.37	31.28	30.79	39.30	19.08	34.90
2021/9/30	16.95	22.19	22.34	18.07	21.82	15.75	25.89
2021/12/31	13.02	33.71	9.84	2.58	30.02	12.81	36.99
2022/3/31	14.05	32.39	9.61	9.14	49.08	17.46	35.96
2022/6/30	10.48	35.92	0.89	1.56	41.04	15.94	36.66
单季度归母净利润增速							
日期	沪深300	创业板指	中证500	中证1000	科创50	基金重仓	创业板指(剔除温氏)
2020/3/31	-14.84	26.35	-30.62	-36.97	5.30	-6.26	6.99
2020/6/30	-15.81	78.69	10.99	14.08	53.86	-7.30	85.40
2020/9/30	14.65	46.22	33.04	23.15	126.25	13.20	59.70
2020/12/31	43.50	6.82	29.90	223.29	96.49	34.57	67.46
2021/3/31	38.70	88.63	82.76	139.42	193.50	20.71	108.91
2021/6/30	36.34	12.75	36.32	36.88	95.70	18.84	31.10
2021/9/30	4.51	-21.31	2.32	6.04	36.19	5.68	9.14
2021/12/31	1.81	4.98	-69.83	-4.46	47.24	1.68	15.52
2022/3/31	5.69	-17.16	-4.66	10.59	73.40	17.76	-3.64
2022/6/30	7.44	18.70	-20.11	-5.58	17.16	23.59	9.06

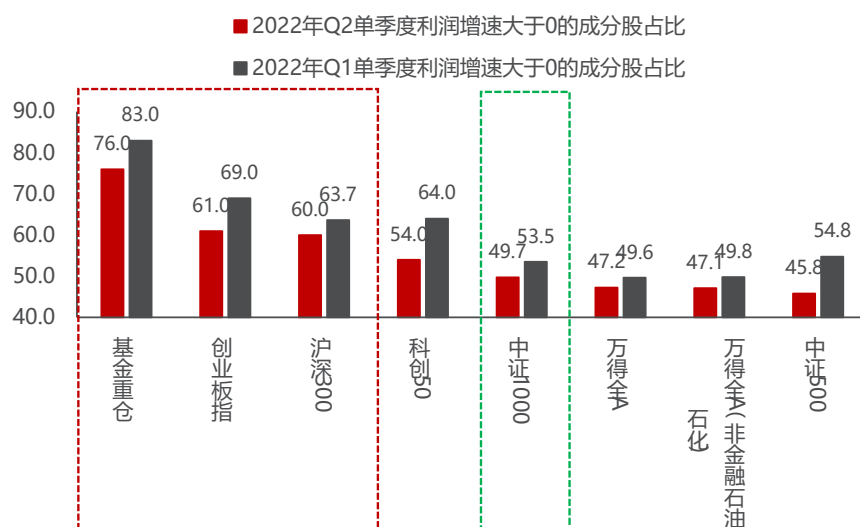
资料来源：wind，民生证券研究院

图5：主要宽基指数累计营收与归母净利润增速 (%)

累计营业收入增速							
日期	沪深300	创业板指	中证500	中证1000	科创50	基金重仓	创业板指(剔除温氏)
2020/3/31	-5.22	5.69	-7.57	-8.02	-0.89	-4.10	3.53
2020/6/30	-0.76	17.26	0.31	0.05	-0.20	4.99	17.16
2020/9/30	1.47	20.43	4.10	4.49	8.56	8.78	21.07
2020/12/31	2.78	21.03	7.68	9.26	15.81	9.10	23.20
2021/3/31	25.01	48.77	42.31	46.05	60.10	28.20	55.38
2021/6/30	22.72	37.82	36.03	37.57	47.71	23.18	43.71
2021/9/30	20.54	31.66	30.92	30.08	33.83	20.06	36.61
2021/12/31	18.39	32.28	24.37	21.02	32.59	18.53	36.73
2022/3/31	14.05	32.39	9.61	9.14	49.08	17.46	35.96
2022/6/30	12.19	34.26	4.79	5.02	44.59	16.65	36.33
累计归母净利润增速							
日期	沪深300	创业板指	中证500	中证1000	科创50	基金重仓	创业板指(剔除温氏)
2020/3/31	-14.84	26.35	-30.60	-36.97	5.30	-6.26	6.99
2020/6/30	-15.23	58.44	-7.60	-8.40	56.47	-6.74	51.66
2020/9/30	-5.64	52.79	4.59	2.05	80.73	-0.16	54.92
2020/12/31	3.50	40.06	10.00	19.41	70.41	3.93	58.05
2021/3/31	38.70	88.63	82.76	139.42	193.50	20.71	108.91
2021/6/30	37.48	38.50	52.49	70.27	115.91	19.74	56.68
2021/9/30	23.88	12.42	33.14	43.35	75.95	13.81	36.24
2021/12/31	18.15	10.71	8.46	34.04	66.12	13.52	30.99
2022/3/31	5.69	-17.16	-4.66	10.59	73.40	17.76	-3.64
2022/6/30	6.59	2.12	-13.70	1.65	36.63	20.80	3.49

资料来源：wind，民生证券研究院

图6：基金重仓指数与沪深 300 指数内部利润增速大于 0 的成分股占比显著高于中证 1000 与中证 500 (%)



资料来源：wind，民生证券研究院

1.2 风格视角：周期与成长占优幅度出现收敛

从风格视角来看，2022 年 H1 周期与成长延续了 2021 年来的占优趋势，然而占优幅度相较于 2021 年显著收敛。而对于 Q2 单季度而言，营收增速上仅有金融板块在营收与利润增速上均有不同程度的边际抬升。细分环节来看，非银板块业绩大幅改善：保险板块 Q2 营收与利润增速相较 Q1 均实现由负转正（营收增速从 Q1 的-4.8%抬升至 3.8%；利润增速由-36.3%抬升至 Q2 的 12.0%）；证券板块同样大幅收敛（营收增速由 Q1 的-29.2%收敛至 Q2 的-10.4%，利润增速由-45.3%收敛至-12.4%）。值得一提的是，在银行板块整体业绩进一步承压的背景下，城商行板块延续了 Q1 以来的高景气度，在 Q2 营收与利润增速分别为 10.7%与 15.1%，相较 Q1 分别抬升 2.3%与 0.7%。

图7：主要风格指数单季度营收与归母净利润增速（%）

单季度营业收入增速					
	周期	成长	金融	消费	稳定
2020/3/31	-15.49	-4.51	2.80	-11.64	-7.92
2020/6/30	-7.74	10.86	9.48	3.89	15.37
2020/9/30	-1.79	12.18	8.62	11.60	18.63
2020/12/31	1.43	15.57	10.03	15.16	14.17
2021/3/31	36.63	41.66	9.40	37.43	47.16
2021/6/30	33.37	27.47	10.93	21.74	16.35
2021/9/30	28.92	18.30	7.44	8.93	12.17
2021/12/31	20.09	11.95	1.19	3.70	3.88
2022/3/31	19.33	16.60	-1.89	7.60	15.98
2022/6/30	10.63	9.98	-1.10	2.15	8.92

单季度归属母公司的净利润增速					
	周期	成长	金融	消费	稳定
2020/3/31	-88.61	-31.16	-3.79	-16.18	-37.83
2020/6/30	-26.48	12.96	-17.51	18.89	2.58
2020/9/30	56.27	22.70	0.02	29.36	17.54
2020/12/31	127.09	357.59	28.33	8.19	26.39
2021/3/31	1017.14	141.21	6.84	56.54	75.03
2021/6/30	139.18	30.09	16.03	-7.61	17.86
2021/9/30	16.61	22.73	4.70	-36.86	-18.05
2021/12/31	74.67	-20.98	-14.00	-29.44	-55.62
2022/3/31	25.92	21.83	-2.43	-6.85	0.36
2022/6/30	4.27	15.11	-0.40	-1.78	1.93

资料来源：wind，民生证券研究院

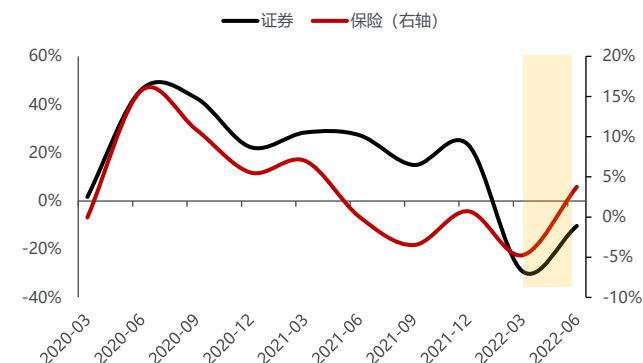
图8：主要风格指数累计营收与归母净利润增速（%）

累计营业收入增速					
	周期	成长	金融	消费	稳定
2020/3/31	-15.49	-4.53	2.80	-11.64	-7.92
2020/6/30	-11.30	3.72	5.94	-3.70	4.57
2020/9/30	-8.33	6.68	6.80	1.52	9.47
2020/12/31	-5.87	9.91	7.67	5.31	10.18
2021/3/31	36.63	41.66	9.40	37.43	47.16
2021/6/30	34.82	33.74	10.23	28.81	28.89
2021/9/30	32.53	27.79	9.31	21.29	21.87
2021/12/31	29.22	22.66	7.05	16.11	16.17
2022/3/31	19.33	16.60	-1.89	7.60	15.98
2022/6/30	14.63	12.92	-1.50	4.77	12.17

累计归属母公司的净利润增速					
	周期	成长	金融	消费	稳定
2020/3/31	-88.61	-31.22	-3.79	-16.16	-37.79
2020/6/30	-53.68	-4.12	-10.69	1.85	-15.52
2020/9/30	-18.62	5.71	-7.43	11.41	-4.60
2020/12/31	-11.50	37.43	-0.90	11.97	1.23
2021/3/31	1016.48	141.20	6.84	56.49	75.03
2021/6/30	251.83	62.98	11.15	18.47	37.37
2021/9/30	108.59	47.47	9.03	-3.47	10.91
2021/12/31	105.45	35.58	3.57	-7.35	-4.59
2022/3/31	25.92	21.83	-2.43	-6.85	0.36
2022/6/30	13.31	16.90	-1.44	-4.55	1.29

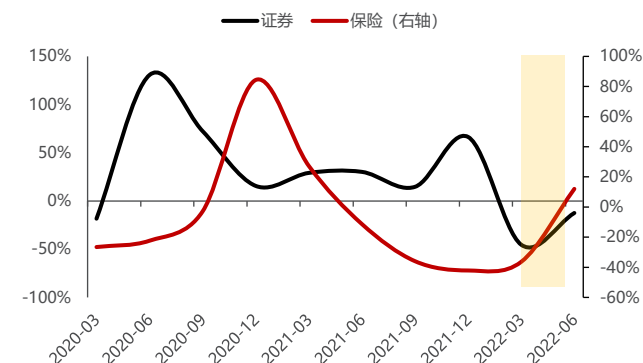
资料来源：wind，民生证券研究院

图9：非银板块业绩大幅改善，其中保险板块 Q2 单季度营收增速相较 Q1 均实现由负转正（%）



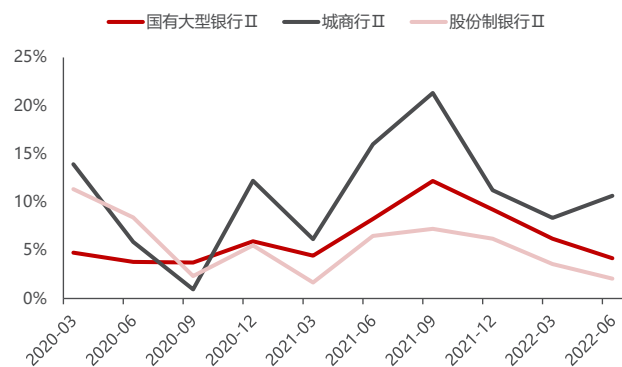
资料来源：wind，民生证券研究院

图10：非银板块业绩大幅改善，其中保险板块 Q2 单季度归属母公司利润增速相较 Q1 均实现由负转正



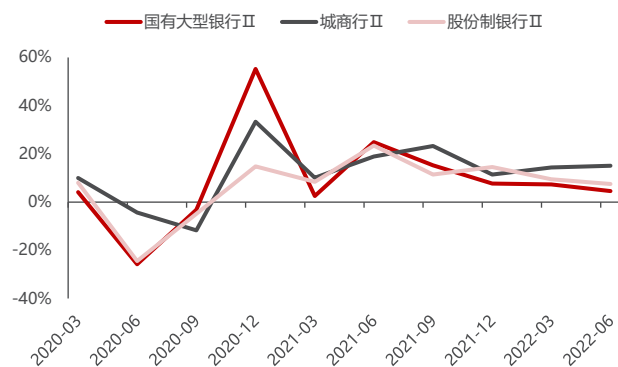
资料来源：wind，民生证券研究院

图11：在银行板块整体业绩进一步承压的背景下，城商行板块延续了 Q1 以来的高景气度，单季度营收增速边际抬升



资料来源：wind，民生证券研究院

图12：在银行板块整体业绩进一步承压的背景下，城商行板块延续了 Q1 以来的高景气度，单季度归母净利润增速边际抬升



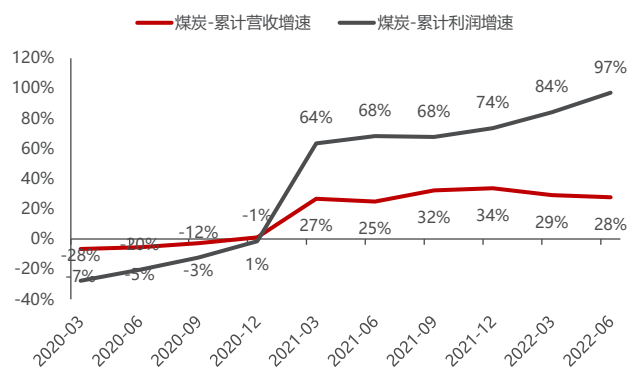
资料来源：wind，民生证券研究院

2 产业链视角下的利润分配格局

2.1 传统周期：产业链利润延续向上分配格局

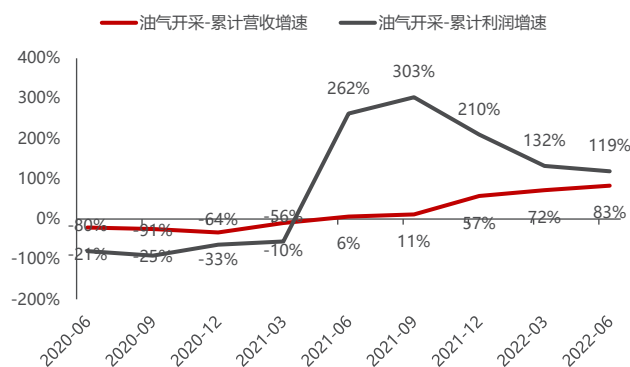
在过去传统的经济周期分析框架中，投资者往往采用下游地产或基建等需求端景气程度作为传统周期产业链“量”的表征，决定了整体利润的大小，而将 PPI-CPI 作为产业链“价”的表征，决定了利润分配的方向。在需求端收缩，PPI 下行且 CPI 上行的经济状态中，投资者往往会判断当下传统周期产业链将呈现利润萎缩，并且向下游分配的格局。然而在本轮周期中该框架似乎失去了效果：诚然，在 2022 年上半年，地产景气度低迷拖累下游需求，钢铁、工程机械、建筑材料、电力、交运等中游板块业绩表现不佳。然而与以往不同，上游板块延续了 2021 年来的高景气，即使在 2022 年上半年 PPI 与 CPI 价格持续收敛，产业链有限的利润也依然呈现向上游持续分配的格局：以煤炭/油气开采为代表的能源板块 2022 年 H1 营收与利润增速分别为 27.74%/33.19%，97.03%/82.80%；而以铜、铝为代表的工业金属即使在 Q2 经历了一定的价格与产量下滑，然而在 2022 年 H1 营收与利润依然达到了 17.25%与 48.66%，远高于周期风格本身。甚至于农化产业链上游的农化制品（农药、化肥）同样维持了较高的景气度。我们认为这样的现象或许并不是偶然，对于供给受到明显约束的上游原材料板块而言，在未来全球可能将处于的长期滞胀环境下，过去的需求驱动框架可能不再适用，产业链利润向上游分配的持续时间也可能会超出投资者预期。

图13：煤炭板块 2022 年 H1 营收与利润增速分别为 27.74%/33.19%，97.03%/82.80%



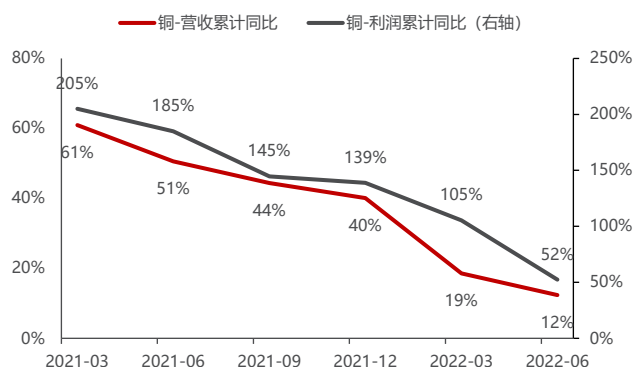
资料来源：wind，民生证券研究院

图14：油气板块 2022 年 H1 营收与利润增速分别为 27.74%/33.19%，97.03%/82.80%



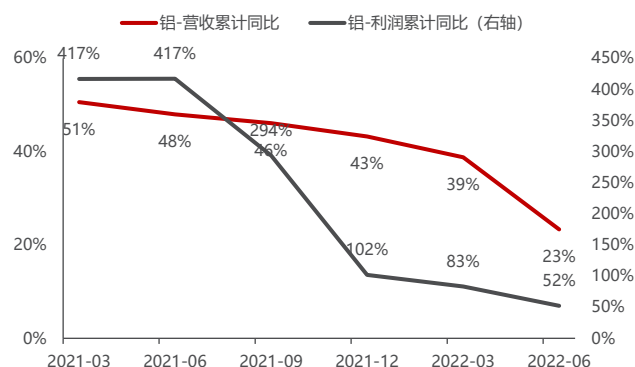
资料来源：wind，民生证券研究院

图15: 金属铜即使在 Q2 经历了一定的价格与产量下滑, 然而在 2022 年 H1 利润增速依然达到了 52%



资料来源: wind, 民生证券研究院

图16: 金属铝即使在 Q2 经历了一定的价格与产量下滑, 然而在 2022 年 H1 利润增速依然达到了 52%



资料来源: wind, 民生证券研究院

图17: 传统周期链内部主要行业 2022 年 Q2 单季度营收与利润增速

传统周期链单季度营业收入增速													
日期	2021/3/31	2021/6/30	2021/9/30	2021/12/31	2022/3/31	2022/6/30	细分行业	2021/3/31	2021/6/30	2021/9/30	2021/12/31	2022/3/31	2022/6/30
钢铁	49.22%	58.06%	45.53%	14.86%	5.60%	-5.19%							
工程机械	89.51%	17.16%	-5.98%	-21.47%	-27.25%	-34.06%							
建筑材料	62.88%	11.24%	60.39%	25.64%	16.61%	6.17%	水泥	58.08%	3.44%	76.64%	31.13%	20.16%	9.38%
							玻璃玻纤	61.78%	35.51%	26.52%	13.21%	12.64%	8.44%
							装修建材	81.04%	27.82%	20.34%	13.61%	8.47%	-4.63%
建筑装饰	57.51%	18.29%	10.75%	-0.81%	15.81%	6.93%							
公用事业	34.48%	11.31%	19.95%	24.41%	23.47%	17.26%	电力	26.98%	16.29%	18.10%	23.63%	20.92%	13.25%
交通运输	47.51%	55.78%	34.88%	23.53%	20.87%	4.92%	仓储物流	85.50%	63.84%	50.36%	44.06%	24.97%	17.72%
							公路货运	85.53%	56.61%	41.70%	38.53%	12.72%	7.03%
							原材料供应链服务	59.41%	65.00%	39.00%	20.61%	21.46%	7.27%
							跨境物流	79.86%	42.60%	71.50%	42.33%	18.00%	-8.44%
							航运	53.23%	65.20%	86.16%	86.70%	56.35%	36.04%
							公交	40.81%	0.26%	-7.94%	-13.53%	-13.76%	-26.72%
							铁路运输	17.91%	25.48%	2.39%	7.88%	-5.69%	-17.77%
轻工制造	61.88%	29.13%	18.78%	12.61%	7.99%	5.55%	高速公路	144.26%	48.87%	7.70%	30.65%	-0.11%	6.40%
基础化工	43.59%	31.25%	32.21%	30.89%	26.30%	26.25%	造纸	58.66%	25.51%	26.11%	10.69%	8.01%	18.90%
							化学制品	56.98%	51.86%	52.81%	38.00%	29.67%	27.83%
							化学原料	45.86%	18.48%	23.85%	25.90%	12.19%	21.35%
							农化制品	19.05%	15.84%	22.37%	45.82%	44.45%	42.86%
传统周期链单季度归母净利润增速													
日期	2021/3/31	2021/6/30	2021/9/30	2021/12/31	2022/3/31	2022/6/30	细分行业	2021/3/31	2021/6/30	2021/9/30	2021/12/31	2022/3/31	2022/6/30
钢铁	245.03%	222.92%	79.02%	-77.02%	-25.90%	-67.17%							
工程机械	144.00%	-14.14%	-22.16%	-65.64%	-50.71%	-55.87%							
建筑材料	99.08%	7.05%	25.02%	2.86%	-8.06%	-23.70%	水泥	39.01%	-11.60%	26.46%	15.98%	-10.23%	-27.23%
							玻璃玻纤	413.94%	228.80%	100.84%	114.80%	5.72%	-6.14%
							装修建材	370.50%	8.98%	-22.15%	-74.40%	-27.10%	-30.83%
建筑装饰	84.53%	15.88%	7.75%	-65.51%	10.57%	2.74%							
公用事业	50.74%	-10.20%	-68.68%	-362.46%	-23.38%	-6.09%	电力	44.91%	-12.99%	-72.57%	-418.65%	-24.73%	-4.38%
交通运输	409.48%	451.34%	73.00%	250.71%	43.88%	-47.37%	仓储物流	63.04%	3.51%	76.61%	-4.02%	95.40%	28.52%
							公路货运	690.40%	-12.78%	71.03%	1090.35%	-25.20%	-31.23%
							原材料供应链服务	8.11%	76.62%	39.32%	57.92%	17.16%	-10.43%
							跨境物流	185.46%	31.91%	43.63%	13.47%	49.34%	0.38%
							航运	440.42%	334.01%	502.36%	226.59%	81.76%	64.10%
							公交	161.47%	155.86%	-73.03%	-63.20%	183.56%	-122.74%
							铁路运输	61.28%	93.46%	-2.33%	-55.34%	-25.61%	-52.42%
轻工制造	184.68%	39.98%	-12.75%	-95.10%	-40.74%	-32.47%	高速公路	361.63%	150.50%	-18.19%	-14.58%	-10.46%	-18.91%
基础化工	216.91%	141.32%	108.66%	105.98%	32.51%	13.34%	造纸	186.08%	155.17%	-10.06%	-76.61%	-56.40%	-51.84%
							化学制品	140.39%	110.11%	81.49%	54.79%	22.98%	1.61%
							化学原料	318.53%	376.40%	177.00%	36.72%	7.49%	-10.36%
							农化制品	179.35%	171.55%	178.44%	320.01%	150.83%	95.29%

资料来源: wind, 民生证券研究院

2.2 数字经济：新基建发力，通信板块景气度率先复苏

为刻画数字经济产业链的景气度，数字产业化我们主要跟踪计算机、电子、通信、传媒（数字媒体、游戏）板块与的业绩表现；产业数字化则跟踪工控自动化（表征制造业数字化）与商贸零售（互联网电商，表征服务业数字化）的业绩表现。

2.2.1 数字产业化：基础设施建设加速，通信业绩明显改善

整体而言，受全球消费电子出货量下滑、疫情反复导致信创项目正常开展受阻等因素影响，2022 年 H1 数字板块表现不佳，尤其是半导体板块在 Q2 景气度显著回落，单季度营收与利润增速仅为 13.70%与 1.44%，仅有受新能源旺盛需求与国产替代加速带动下的分立器件、半导体设备端利润增速相较 Q1 出现明显抬升，展现出较强的业绩韧性。而在产业链其他环节中，受新型能源系统、5G 基站、数据中心等新基建项目的带动，上游通信板块业绩表现在数字经济产业链中相对占优，2022 年 H1 累计营收与利润增速分别为 10.39%与 25.51%，其中 Q2 单季度营收与利润增速分别为 9.51%与 37.05%，在数字产业中均遥遥领先。

图18：数字产业细分业态 2022 年 Q2 单季度营收与利润增速，其中通信板块景气复苏明显

数字产业化单季度营业收入增速													
日期	2021/3/31	2021/6/30	2021/9/30	2021/12/31	2022/3/31	2022/6/30	细分行业	2021/3/31	2021/6/30	2021/9/30	2021/12/31	2022/3/31	2022/6/30
计算机	31.22%	15.90%	15.26%	7.65%	15.10%	0.43%	IT服务Ⅱ	22.91%	21.09%	19.78%	8.38%	14.17%	-3.49%
							计算机设备	35.22%	14.90%	14.02%	4.94%	13.72%	-3.77%
电子	42.41%	28.52%	9.31%	-3.82%	-0.21%	-5.29%	软件开发	44.34%	8.34%	9.68%	9.35%	18.48%	12.91%
							元件	46.99%	22.34%	29.03%	14.59%	11.74%	2.85%
							光学光电子	79.51%	56.88%	37.72%	-2.98%	3.69%	-12.23%
							分立器件	20.55%	13.63%	9.49%	13.29%	26.64%	11.53%
							半导体材料	62.12%	47.39%	34.27%	13.52%	17.23%	4.96%
							半导体设备	65.25%	70.99%	60.47%	49.56%	66.89%	45.35%
							数字芯片设计	47.23%	52.94%	26.69%	37.42%	18.84%	14.64%
							模拟芯片设计	69.00%	83.43%	26.98%	36.07%	14.84%	-17.29%
							集成电路制造	20.04%	31.99%	24.47%	43.18%	52.48%	36.57%
							集成电路封测	31.31%	29.04%	32.15%	19.77%	23.40%	11.36%
							消费电子	37.59%	13.65%	10.66%	11.08%	16.85%	21.90%
							电子化学品Ⅱ	50.58%	32.77%	44.07%	19.54%	28.82%	13.24%
通信	17.33%	9.49%	10.79%	6.12%	11.37%	9.51%	通信服务	13.06%	10.49%	10.08%	4.86%	12.17%	8.95%
							通信设备	29.23%	7.46%	13.66%	11.03%	7.51%	12.10%
传媒	23.18%	18.67%	5.74%	-5.00%	-2.32%	-11.55%	数字媒体	46.34%	23.71%	10.20%	-10.67%	-20.20%	-11.56%
							游戏Ⅱ	-0.75%	1.74%	9.78%	12.20%	3.86%	2.24%
数字产业化单季度归母净利润增速													
日期	2021/3/31	2021/6/30	2021/9/30	2021/12/31	2022/3/31	2022/6/30	细分行业	2021/3/31	2021/6/30	2021/9/30	2021/12/31	2022/3/31	2022/6/30
计算机	690.86%	-17.87%	-9.53%	3.47%	-57.48%	-32.82%	IT服务Ⅱ	223.11%	-23.75%	-2.84%	182.53%	-34.42%	-21.45%
							计算机设备	106.22%	-0.42%	-6.63%	-27.02%	-26.11%	-16.13%
电子	151.99%	72.32%	44.19%	155.32%	-5.67%	-24.73%	软件开发	165.63%	-38.00%	-20.86%	-29.65%	-207.94%	-89.41%
							元件	60.77%	12.85%	46.04%	1.25%	3.49%	-7.03%
							光学光电子	1871.38%	418.78%	108.73%	118.85%	-49.39%	-88.34%
							分立器件	63.52%	2.69%	107.54%	271.66%	18.45%	30.20%
							半导体材料	153.64%	110.52%	937.61%	10.56%	35.26%	18.61%
							半导体设备	347.91%	95.23%	67.76%	68.33%	52.55%	91.33%
							数字芯片设计	133.25%	102.86%	110.21%	127.68%	48.03%	22.22%
							模拟芯片设计	106.58%	149.49%	423.23%	32.91%	24.63%	-45.54%
							集成电路制造	163.16%	295.06%	32.96%	148.39%	137.80%	-16.02%
							集成电路封测	282.47%	149.50%	90.68%	63.37%	39.65%	-26.74%
							消费电子	60.29%	-16.48%	-7.04%	-14.00%	-14.12%	11.72%
							电子化学品Ⅱ	54.43%	42.52%	8.40%	71.91%	44.68%	30.91%
通信	40.55%	-13.76%	1.31%	-8.27%	10.18%	37.05%	通信服务	14.36%	39.92%	3.56%	-4.84%	8.50%	17.09%
							通信设备	143.13%	-130.54%	-15.32%	-84.17%	22.07%	674.41%
传媒	71.60%	31.06%	-22.21%	88.27%	-19.85%	-29.83%	数字媒体	106.44%	9.74%	-1.48%	-49.71%	-54.91%	-13.79%
							游戏Ⅱ	-28.91%	-31.24%	7.67%	-27.79%	4.64%	-33.35%

资料来源：wind，民生证券研究院

2.2.2 产业数字化：制造业核心环节工业互联网景气度下滑，工控设备 Q2 业绩占优

而在产业数字化方面，受国内制造业投资高位放缓、下游家电/手机/汽车等销量下滑、原材料价格处于高位影响，第二产业数字化核心环节工业互联网产业链景气度下滑：智能感知终端机床设备/工业机器人/激光设备 Q2 营收与利润增速分别为 -33.95%/-1.86%/2.06%与 -23.35%/-70.60%/-24.49%，相较之下工控设备 Q2 利润增速为 25.99%，成为相对更为占优的环节，并且相较于 Q1 的 8.22%同样出现显著改善。

图19：第二产业数字化核心环节工业互联网景气度下滑，工控设备 Q2 业绩占优

产业数字化单季度营业收入增速													
日期	2021/3/31	2021/6/30	2021/9/30	2021/12/31	2022/3/31	2022/6/30	细分行业	2021/3/31	2021/6/30	2021/9/30	2021/12/31	2022/3/31	2022/6/30
商贸零售	27.58%	10.40%	-1.34%	-2.92%	-8.77%	-8.99%	电商服务	21.25%	-3.17%	3.08%	-10.94%	8.53%	-9.14%
							综合电商	-0.21%	-25.62%	-52.79%	-52.63%	-47.35%	-29.30%
							跨境电商	18.22%	-15.95%	-19.95%	-26.35%	-23.66%	-19.81%
							其他自动化设备	80.22%	18.83%	20.95%	9.70%	0.91%	0.81%
机械设备	59.07%	23.70%	13.80%	-1.10%	-1.94%	-9.18%	工控设备	88.39%	29.48%	31.36%	24.17%	24.73%	17.58%
							机器人	44.09%	0.60%	29.49%	23.04%	8.43%	-1.86%
							激光设备	119.48%	31.95%	34.07%	41.01%	30.66%	2.06%
产业数字化单季度归母净利润增速													
日期	2021/3/31	2021/6/30	2021/9/30	2021/12/31	2022/3/31	2022/6/30	细分行业	2021/3/31	2021/6/30	2021/9/30	2021/12/31	2022/3/31	2022/6/30
商贸零售	279.66%	-42.94%	-72.63%	-486.07%	-14.41%	-24.52%	电商服务	-1.96%	-7.69%	-19.22%	-56.72%	-36.65%	-83.25%
							综合电商	204.69%	-946.14%	-619.18%	-646.69%	-264.13%	61.68%
							跨境电商	109.89%	98.84%	-189.05%	38.26%	-243.84%	-24.26%
							其他自动化设备	901.87%	3.96%	-33.09%	-95.87%	-22.02%	-0.34%
机械设备	190.51%	2.96%	5.21%	-52.86%	-19.07%	-18.72%	工控设备	265.74%	19.15%	26.32%	921.39%	8.22%	25.99%
							机器人	33.80%	-61.84%	-24.32%	75.05%	-32.66%	-70.60%
							激光设备	503.39%	3.01%	80.09%	100.00%	3.76%	-24.49%

资料来源：wind，民生证券研究院

2.3 高端制造：“风光”业绩分化，锂电产业链格局出现变化

在高端制造产业链中，我们主要跟踪汽车（主要为新能源车产业链）、新型能源系统（主要为光伏、风电、储能、电网建设等）、国防军工的业绩情况。

2.3.1 新能源车：金属锂延续高景气，动力电池业绩明显修复

我们曾在此前报告《2022 年 H1 业绩展望——成长篇》中提到，在政策呵护与旺盛需求支持下，锂电全产业链景气度均处于高位，板块业绩表现出色，然而在锂电产业链内部利润分配格局存在一定的变化。随着 Q2 提价逐渐落地，电池制造环节业绩明显改善，Q2 单季度利润增速为 74.45%，而受益于良好的供需格局，上游金属锂板块的业绩表现同样出色，Q2 单季度利润增速为 750.60%；相较而言，中游电池化学品尽管 Q2 依然维持了 67.82%的利润增速，然而无论是相较于自身 Q1 的 161.39%，或是相较于产业链上游的金属锂与下游的锂电池制造，均存在一定差距，相较于 Q1 的锂电产业链利润严格自下而上分配格局，随着中游锂电材料价格的下滑，未来似乎有望呈现出利润向两端分配的现象。

图20：新能源车：金属锂延续高景气，动力电池业绩明显修复

新能源车单季度营业收入增速													
日期	2021/3/31	2021/6/30	2021/9/30	2021/12/31	2022/3/31	2022/6/30	细分行业	2021/3/31	2021/6/30	2021/9/30	2021/12/31	2022/3/31	2022/6/30
有色金属	51.18%	37.47%	27.73%	34.37%	29.25%	17.22%	锂	55.45%	52.00%	71.11%	154.85%	245.52%	282.12%
电力设备	61.54%	30.18%	32.51%	26.26%	50.24%	40.48%	电池化学品	130.88%	122.89%	104.00%	106.41%	105.07%	85.23%
							锂电池	91.04%	75.07%	65.05%	100.00%	100.07%	103.24%
							锂电专用设备	69.41%	78.33%	45.50%	110.68%	93.76%	52.36%
汽车	72.53%	9.76%	-6.91%	-8.43%	-4.86%	-13.41%	乘用车	93.18%	8.51%	-3.04%	1.53%	10.89%	-1.64%
							商用车	69.08%	-3.56%	-19.21%	-26.20%	-40.07%	-48.17%
							汽车服务	89.79%	14.10%	-3.01%	-33.87%	-14.12%	-24.59%
							底盘与发动机系统	63.37%	12.33%	-12.36%	-14.27%	-18.48%	-20.16%
							汽车电子电气系统	24.59%	36.51%	-4.56%	-1.47%	4.29%	1.07%
新能源车单季度归母净利润增速													
日期	2021/3/31	2021/6/30	2021/9/30	2021/12/31	2022/3/31	2022/6/30	细分行业	2021/3/31	2021/6/30	2021/9/30	2021/12/31	2022/3/31	2022/6/30
有色金属	336.58%	203.38%	126.99%	60.25%	141.28%	88.74%	锂	265.85%	917.96%	1320.82%	4233.31%	1489.34%	750.60%
电力设备	163.52%	14.65%	32.65%	23.91%	51.96%	89.17%	电池化学品	348.35%	261.78%	212.80%	450.43%	161.39%	67.82%
							锂电池	262.59%	172.85%	51.11%	126.13%	-14.07%	74.45%
							锂电专用设备	74.36%	25.61%	18.57%	357.10%	18.69%	40.48%
汽车	485.07%	4.49%	-32.24%	-88.17%	-16.38%	-28.02%	乘用车	3299.89%	-16.02%	-23.64%	146.86%	30.04%	-10.25%
							商用车	657.49%	-40.50%	-106.26%	-545.61%	-87.31%	-141.85%
							汽车服务	402.32%	-4.22%	-4.17%	13.93%	-35.94%	-45.31%
							底盘与发动机系统	91.24%	2.58%	-35.59%	-106.95%	-38.40%	-45.04%
							汽车电子电气系统	325.22%	123.72%	-139.49%	61.57%	-83.15%	122.40%

资料来源：wind，民生证券研究院

2.3.2 新型能源系统建设：风光产业链呈现出显著的分化

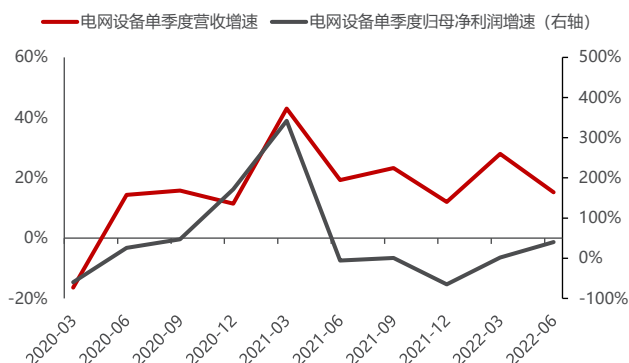
而在新型能源系统建设板块，风光产业链呈现出显著的分化，光伏产业链受益于旺盛的出口需求与国内装机的加速，全产业链 Q2 业绩表现出色，利润分配上与 Q1 类似，遵循着向上游分配的规律，即硅料硅片 (198.75%) > 组件 (112.61%) > 辅材 (50.45%)、逆变器 (48.95%)。而对于风电产业链而言，我们在报告《2022 年 H1 业绩展望——成长篇》中曾详细分析道，受疫情影响，风电装机出现显著后移，并且原材料端钢铁、玻纤等原材料价格尽管出现了显著下滑，然而均值在 Q2 依然维持在相对高位，对板块利润形成压制。最终结果来看，2022 年 Q2 风电整机制造/零部件单季度营收与利润增速分别为 -24.41%/-14.36%与 -7.83%/-42.37%。值得一提的是，电网设备 Q2 单季度营收与利润增速分别为 15.21%与 40.17%，在营收相较 Q1 出现边际下滑的背景下利润增速出现大幅抬升，销售净利率明显改善，未来随着电网投资的逐渐加速，我们预期板块业绩有望进一步抬升。

图21：新型能源系统建设：风光产业链呈现出显著的分化

新型能源系统建设单季度营业收入增速													
日期	2021/3/31	2021/6/30	2021/9/30	2021/12/31	2022/3/31	2022/6/30	细分行业	2021/3/31	2021/6/30	2021/9/30	2021/12/31	2022/3/31	2022/6/30
电力设备	61.54%	30.18%	32.51%	26.26%	50.24%	40.48%	光伏加工设备	91.42%	61.56%	77.16%	61.10%	94.21%	76.30%
							光伏电池组件	55.17%	41.51%	42.26%	38.34%	63.40%	84.43%
							光伏辅材	61.06%	35.92%	46.59%	10.60%	41.22%	60.30%
							硅料硅片	46.01%	81.22%	90.81%	57.69%	133.93%	114.64%
							逆变器	85.95%	8.69%	38.17%	24.33%	44.60%	53.81%
							风电整机	77.40%	3.62%	2.41%	-9.11%	17.60%	-21.41%
							风电零部件	52.39%	2.86%	-6.98%	-10.53%	-11.43%	-14.36%
							电网设备	42.98%	19.25%	23.27%	12.05%	28.00%	15.21%
新型能源系统建设单季度归母净利润增速													
日期	2021/3/31	2021/6/30	2021/9/30	2021/12/31	2022/3/31	2022/6/30	细分行业	2021/3/31	2021/6/30	2021/9/30	2021/12/31	2022/3/31	2022/6/30
电力设备	163.52%	14.65%	32.65%	23.91%	51.96%	89.17%	光伏加工设备	136.86%	111.67%	75.71%	46.42%	59.35%	71.56%
							光伏电池组件	28.64%	-10.55%	1.54%	299.29%	58.05%	112.61%
							光伏辅材	179.57%	36.82%	8.42%	-28.01%	-38.12%	50.45%
							硅料硅片	132.03%	359.45%	133.27%	349.31%	448.86%	198.75%
							逆变器	110.78%	35.42%	1.65%	-64.92%	15.24%	48.95%
							风电整机	85.37%	104.80%	65.35%	-3.64%	85.93%	-7.83%
							风电零部件	148.77%	-13.46%	-19.87%	-29.94%	-61.40%	-42.37%
							电网设备	342.03%	-5.61%	0.79%	-64.65%	2.02%	40.17%

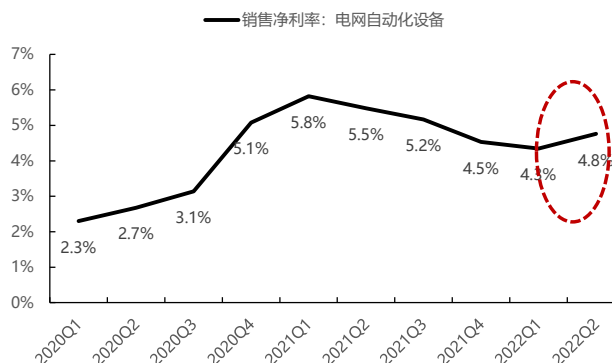
资料来源：wind，民生证券研究院

图22：电网设备 Q2 单季度营收与利润增速分别为 15.21%与 40.17%，在营收相较 Q1 出现边际下滑的背景下利润增速出现大幅抬升



资料来源：wind，民生证券研究院

图23：电网设备销售净利率明显改善



资料来源：wind，民生证券研究院

2.3.3 国防军工：景气出现分化，地面兵装/航天装备景气相对占优

而对于国防军工板块而言，2022 年 Q2 业绩表现同样出现了明显分化。相较而言地面兵装/航天装备的 2022 年 Q2 营收与利润增速分别为 9.81%/33.75%与 20.01%/21.57%，景气度相对占优。

图24：国防军工：景气出现分化，地面兵装/航天装备景气相对占优

国防军工单季度营业收入增速													
日期	2021/3/31	2021/6/30	2021/9/30	2021/12/31	2022/3/31	2022/6/30	细分行业	2021/3/31	2021/6/30	2021/9/30	2021/12/31	2022/3/31	2022/6/30
国防军工	29.59%	15.13%	8.04%	8.22%	13.30%	5.12%	军工电子II	57.61%	11.31%	14.59%	-3.22%	9.25%	0.16%
							地面兵装II	34.71%	21.42%	17.52%	-1.83%	20.72%	9.81%
							航天装备II	27.81%	9.84%	11.13%	-1.53%	15.75%	20.01%
							航海装备II	17.41%	4.43%	-6.89%	22.50%	4.92%	-18.13%
							航空装备II	24.68%	24.75%	12.55%	9.23%	19.18%	18.99%
国防军工单季度归母净利润增速													
日期	2021/3/31	2021/6/30	2021/9/30	2021/12/31	2022/3/31	2022/6/30	细分行业	2021/3/31	2021/6/30	2021/9/30	2021/12/31	2022/3/31	2022/6/30
国防军工	8.11%	27.48%	14.33%	-17.50%	12.82%	0.63%	军工电子II	228.28%	11.76%	24.15%	-39.41%	5.35%	-1.68%
							地面兵装II	292.23%	12.70%	-56.27%	-8.34%	41.89%	33.75%
							航天装备II	81.75%	15.07%	-13.37%	-11.16%	7.35%	21.57%
							航海装备II	-89.16%	-26.08%	0.68%	-28.46%	-67.36%	-195.29%
							航空装备II	50.71%	57.44%	39.08%	0.40%	30.06%	5.12%

资料来源：wind，民生证券研究院

2.4 餐饮零售：餐饮零售业绩不佳，食饮链表现相对占优

在餐饮零售链上，受疫情影响，餐饮与商贸零售板块普遍业绩不佳，仅有超市、专业连锁等少量板块在 Q2 实现了营收与利润的正增长。相较而言，食品饮料板块的表现更为稳健，与我们在前期中报业绩展望中结论一致，调味品 2022 年 Q2 营收与利润增速分别为 19.82%与 19.84%，相较 Q1 大幅改善；与此同时预制品板块同样延续了 Q1 的高景气，在整个上半年录得 27.36%的利润增速。而对于市场颇为关注的白酒板块而言，尽管 Q2 经历了一定下滑，在 2022 年 H1 营收与利润增速分别为 16.03%与 21.13%，依然维持了较强的业绩韧性。值得一提的是，我们曾在前期展望报告中预期白酒 Q2 业绩韧性强于啤酒，然而事实上啤酒 Q2 营收与利润增速相较 Q1 下滑并不明显，15.97%的利润增速甚至高于白酒的 12.93%，先前预期一定程度上低估了啤酒板块的销售利润率改善能力。

图25：受疫情影响，餐饮与商贸零售板块普遍业绩不佳，食品饮料板块的表现更为稳健

餐饮零售单季度营业收入增速													
日期	2021/3/31	2021/6/30	2021/9/30	2021/12/31	2022/3/31	2022/6/30	细分行业	2021/3/31	2021/6/30	2021/9/30	2021/12/31	2022/3/31	2022/6/30
社会服务	18.04%	42.81%	17.29%	-10.01%	9.77%	-15.28%	餐饮	64.12%	70.20%	6.54%	-7.85%	4.77%	-31.17%
商贸零售	27.58%	10.40%	-1.34%	-2.92%	-8.77%	-8.99%	超市	-8.99%	-3.46%	-0.47%	-1.65%	0.39%	0.34%
							专业连锁Ⅲ	53.47%	16.96%	25.89%	33.24%	7.14%	14.19%
							一般零售	5.68%	6.38%	4.92%	0.67%	1.10%	-5.67%
							互联网电商	3.05%	-23.05%	-45.63%	-46.43%	-41.46%	-26.44%
							旅游零售Ⅱ	137.46%	49.00%	-11.73%	4.11%	-7.45%	-37.51%
食品饮料	24.52%	8.22%	6.78%	5.18%	7.43%	6.07%	贸易Ⅱ	84.82%	39.03%	23.36%	22.58%	-2.60%	-6.56%
							烘焙食品	27.53%	23.41%	8.66%	14.52%	7.86%	7.06%
							熟食	31.43%	12.33%	9.18%	11.35%	5.58%	-6.17%
							零食	1.85%	-9.19%	6.18%	14.23%	-1.65%	-1.06%
							白酒Ⅲ	23.03%	19.81%	15.79%	13.78%	19.55%	10.80%
							调味发酵品Ⅲ	24.17%	-8.14%	0.04%	17.54%	4.75%	19.82%
							其他酒类	44.21%	32.14%	12.30%	3.21%	5.16%	-15.24%
							啤酒	66.97%	16.11%	13.12%	-40.14%	7.82%	6.88%
							保健品	36.13%	17.22%	-2.01%	12.36%	-3.43%	-1.22%
							肉制品	4.95%	-11.46%	-16.13%	-15.37%	-25.21%	-9.45%
							预加工食品	26.51%	10.81%	16.09%	13.87%	10.31%	23.00%
							乳品	36.63%	10.20%	9.89%	11.25%	12.19%	8.46%
							软饮料	48.93%	18.21%	12.06%	16.60%	1.94%	-5.68%
餐饮零售单季度归母净利润增速													
日期	2021/3/31	2021/6/30	2021/9/30	2021/12/31	2022/3/31	2022/6/30	细分行业	2021/3/31	2021/6/30	2021/9/30	2021/12/31	2022/3/31	2022/6/30
社会服务	59.89%	636.36%	-91.59%	-7.51%	-105.38%	-149.73%	餐饮	41.70%	153.22%	-39.93%	-184.46%	-34.40%	-771.78%
商贸零售	279.66%	-42.94%	-72.63%	-486.07%	-14.41%	-24.52%	超市	-78.19%	-296.00%	-399.46%	-1557.16%	86.24%	52.44%
							专业连锁Ⅲ	202.90%	6.30%	22.28%	129.90%	27.53%	2.87%
							一般零售	103.98%	-32.60%	-53.65%	751.46%	8.14%	-43.94%
							互联网电商	916.19%	-246.16%	-338.50%	-398.97%	-192.36%	75.28%
							旅游零售Ⅱ	2471.06%	138.91%	40.22%	-60.93%	-10.02%	-45.25%
食品饮料	27.88%	4.25%	5.10%	-0.88%	16.71%	7.61%	贸易Ⅱ	73.03%	-6.80%	-13.61%	-2221.11%	18.81%	-15.93%
							烘焙食品	56.07%	1.30%	-5.79%	-7.43%	-31.98%	-14.61%
							熟食	136.52%	14.79%	54.29%	-109.60%	-58.54%	-84.84%
							零食	43.13%	-86.37%	-8.07%	-13.97%	-26.54%	-5.09%
							白酒Ⅲ	17.90%	26.33%	16.11%	12.67%	26.27%	12.93%
							调味发酵品Ⅲ	18.42%	-25.86%	-22.13%	7.36%	-10.19%	19.84%
							其他酒类	103.97%	179.98%	-0.13%	-120.68%	-3.83%	-52.51%
							啤酒	331.68%	3.65%	23.75%	-108.01%	19.48%	15.97%
							保健品	47.33%	9.11%	-41.52%	-32.89%	-32.88%	-23.22%
							肉制品	6.34%	-31.01%	-62.11%	-88.90%	-16.92%	9.63%
							预加工食品	-3.15%	-7.15%	-19.45%	-9.26%	26.19%	28.42%
							乳品	184.78%	-4.19%	10.57%	-42.54%	21.33%	-8.94%
							软饮料	68.81%	24.51%	-0.10%	-0.34%	-20.03%	-22.74%

资料来源：wind，民生证券研究院

2.5 居家出行：整体景气度下行，结构上仍存亮点

居家链中，部分板块如厨电、家居家纺等景气度同样受到地产板块影响，2022年H1业绩整体不佳。然而细分环节来看，受益于销售利润率的持续改善，家电板块尽管Q2营收增速边际上出现了下滑（从Q1的6.51%下滑至Q2的1.27%），然而利润增速却实现连续三个季度抬升。而对于深受疫情影响的出行链而言，影院、机场航空、酒店、旅游景区等多数板块在2022年H1依然处于困境之中，然而同样存在亮点，受益于行业集中度与快递单件价格的提升，快递板块在2022年H1的营收与利润增速分别为36.7%与197.17%，相较2021年出现了显著改善。

图26：居家链与出行链整体景气度下行，结构上仍存亮点

居家出行单季度营业收入增速													
日期	2021/3/31	2021/6/30	2021/9/30	2021/12/31	2022/3/31	2022/6/30	细分行业	2021/3/31	2021/6/30	2021/9/30	2021/12/31	2022/3/31	2022/6/30
家用电器	46.76%	16.91%	2.97%	8.21%	6.51%	1.27%	其他家电Ⅲ	86.96%	11.57%	-1.54%	-1.00%	-16.85%	-18.51%
							卫浴电器	58.83%	19.46%	7.90%	11.49%	2.02%	-10.58%
							厨房电器	73.06%	35.08%	14.67%	21.29%	13.28%	-1.62%
							家电零部件Ⅲ	56.39%	43.27%	23.83%	8.95%	11.90%	3.09%
							个护小家电	29.29%	23.67%	14.19%	11.05%	25.13%	14.03%
							厨房小家电	46.79%	3.97%	-0.76%	1.53%	6.06%	-4.61%
							清洁小家电	99.10%	60.36%	27.19%	29.19%	22.56%	8.61%
							照明设备Ⅲ	48.70%	5.10%	2.86%	7.80%	20.92%	14.98%
							冰洗	31.63%	9.29%	0.12%	3.73%	8.25%	7.60%
							空调	50.83%	16.66%	2.95%	19.29%	11.03%	2.76%
其他黑色家电	30.92%	5.20%	33.19%	16.85%	8.83%	32.15%							
	彩电	47.22%	19.02%	-5.45%	-9.63%	-13.47%	-14.47%						
轻工制造	61.88%	29.13%	18.78%	12.61%	7.99%	5.55%	家居用品	78.80%	33.75%	16.42%	12.88%	8.43%	-0.50%
纺织服饰	30.34%	19.00%	19.51%	7.14%	11.39%	-3.24%	家纺	38.65%	18.21%	9.22%	8.29%	3.61%	-7.92%
传媒	23.18%	18.67%	5.74%	-5.00%	-2.32%	-11.55%	影视院线	147.08%	202.80%	17.51%	-7.33%	-14.33%	-43.65%
交通运输	47.51%	55.78%	34.88%	23.53%	20.87%	4.92%	航空机场	-6.21%	85.76%	3.31%	-16.15%	-6.05%	-51.51%
							快递	37.41%	16.59%	19.83%	42.24%	38.59%	34.97%
社会服务	18.04%	42.81%	17.29%	-10.01%	9.77%	-15.28%	酒店	22.13%	60.88%	3.43%	-2.74%	0.00%	-19.67%
							旅游及景区	-22.59%	103.26%	3.65%	-25.07%	-20.27%	-54.89%
居家出行单季度归母净利润增速													
日期	2021/3/31	2021/6/30	2021/9/30	2021/12/31	2022/3/31	2022/6/30	细分行业	2021/3/31	2021/6/30	2021/9/30	2021/12/31	2022/3/31	2022/6/30
家用电器	108.71%	11.10%	-9.75%	-7.89%	11.05%	14.44%	其他家电Ⅲ	1171.16%	-8.30%	-44.32%	37.06%	-50.04%	-38.62%
							卫浴电器	152.36%	35.02%	-40.54%	-136.69%	-23.62%	-7.42%
							厨房电器	99.29%	23.59%	6.79%	-68.56%	10.34%	-15.82%
							家电零部件Ⅲ	125.85%	41.30%	19.58%	283.46%	4.79%	66.91%
							个护小家电	36.61%	7.85%	3.86%	-20.19%	41.84%	-0.90%
							厨房小家电	61.90%	-35.45%	-29.54%	-17.23%	-2.75%	11.71%
							清洁小家电	211.68%	68.72%	36.46%	27.58%	14.03%	5.30%
							照明设备Ⅲ	180.98%	-21.93%	-36.58%	-78.07%	-45.84%	4.12%
							冰洗	304.66%	96.16%	-14.78%	75.77%	22.30%	27.13%
							空调	58.17%	3.60%	-5.62%	-11.64%	13.26%	11.64%
其他黑色家电	149.05%	-8.62%	-182.19%	218.51%	55.70%	185.79%							
	彩电	408.28%	-19.61%	-48.41%	-57.51%	7.94%	-16.87%						
轻工制造	184.68%	39.98%	-12.75%	-95.10%	-40.74%	-32.47%	家居用品	460.47%	4.07%	-18.93%	-107.40%	-32.48%	-18.77%
纺织服饰	132.41%	64.62%	26.96%	-80.56%	8.17%	-31.14%	家纺	71.88%	20.68%	2.45%	-30.46%	-12.52%	-41.25%
传媒	71.60%	31.06%	-22.21%	88.27%	-19.85%	-29.83%	影视院线	205.18%	131.27%	113.65%	65.88%	-75.21%	-234.86%
交通运输	409.48%	451.34%	73.00%	250.71%	43.88%	-47.37%	快递	-131.70%	-47.36%	-39.94%	34.65%	583.62%	30.08%
							航空机场	16.51%	97.05%	-183.32%	84.52%	-52.64%	-7583.16%
社会服务	59.89%	636.36%	-91.59%	-7.51%	-105.38%	-149.73%	旅游及景区	58.38%	186.63%	-136.76%	50.49%	-109.10%	-285.05%
							酒店	5.07%	402.51%	-51.43%	183.38%	12.91%	-153.80%

资料来源：wind，民生证券研究院

2.6 医药医美：医药板块内部景气度分化，医美耗材业绩呈韧性

对于医药板块而言，2022 年 Q2 板块景气度出现显著下滑，整体业绩表现不佳，单季度营收与利润增速仅为 6.48%与-4.75%。然而结构上看，板块内部景气分化明显，以 CXO 为代表的医疗服务板块营收从 Q1 的 41.56%微下滑至 Q2 的 40.21%，然而利润增速却从 Q1 的 32.25%进一步抬升至 118.91%，景气度高企；与此同时，受疫情影响，医药商业板块的营收增速在 Q2 依然出现了下滑，然而其利润表现却显著改善，实现由负转正。相较而言，医疗器械、中药、生物制品等细分赛道的业绩则在 Q2 出现了大幅下降。

而对于医美板块而言，消费场景的受限使得医美服务板块在 2022 年 H1 业绩受损严重，然而其产业链上游的耗材板块则表现出较强的业绩韧性，2022 年 H1 的营收与利润增速分别为 48.65%与 35.49%。

图27：医药医美：医药板块内部景气度分化，医美耗材业绩呈韧性

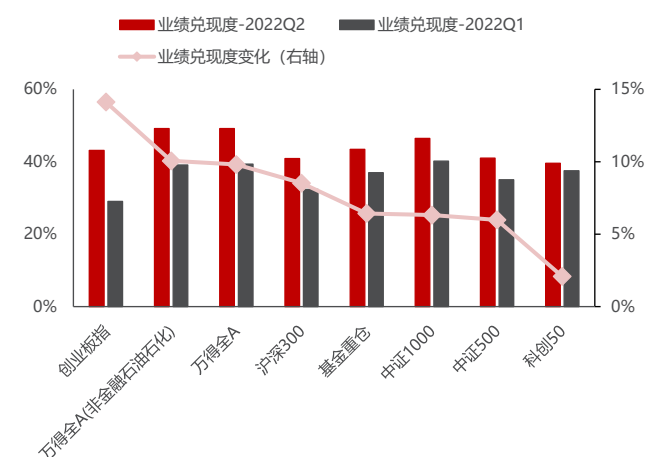
医药医美单季度营业收入增速													
日期	2021/3/31	2021/6/30	2021/9/30	2021/12/31	2022/3/31	2022/6/30	细分行业	2021/3/31	2021/6/30	2021/9/30	2021/12/31	2022/3/31	2022/6/30
医药生物	31.24%	13.12%	5.69%	5.82%	14.46%	6.48%	中药II	16.80%	3.52%	0.11%	-1.85%	0.79%	2.75%
							化学制药	20.98%	7.38%	4.88%	6.62%	5.24%	2.03%
							医疗器械	112.39%	13.70%	0.58%	-0.44%	53.18%	7.22%
							医疗服务	73.93%	20.89%	12.87%	21.66%	41.56%	40.21%
							医药商业	25.36%	16.03%	4.24%	3.32%	7.74%	4.34%
							生物制品	39.95%	39.27%	37.89%	37.81%	34.04%	11.28%
美容护理	26.95%	-6.27%	-22.36%	25.27%	3.81%	9.13%	医美服务	386.85%	222.29%	-76.32%	-81.66%	-48.56%	-21.98%
							医美耗材	131.73%	106.72%	68.09%	84.23%	62.69%	39.16%
医药医美单季度归母净利润增速													
日期	2021/3/31	2021/6/30	2021/9/30	2021/12/31	2022/3/31	2022/6/30	细分行业	2021/3/31	2021/6/30	2021/9/30	2021/12/31	2022/3/31	2022/6/30
医药生物	89.50%	19.19%	-0.86%	1203.77%	27.73%	-4.75%	中药II	15.88%	46.50%	0.15%	148.69%	-1.06%	-25.62%
							化学制药	26.28%	-6.99%	5.46%	123.79%	-5.38%	-2.32%
							医疗器械	261.91%	15.11%	-20.99%	-33.45%	70.65%	-12.69%
							医疗服务	4291.44%	-24.04%	4.25%	11.45%	32.25%	118.91%
							医药商业	48.54%	18.32%	-17.41%	-49.62%	-16.37%	5.08%
							生物制品	101.58%	116.69%	41.95%	75.72%	30.53%	-32.70%
美容护理	51.37%	-23.85%	-39.05%	432.75%	-21.59%	-5.79%	医美服务	135.56%	118.57%	66.17%	-1104.72%	-229.69%	-295.60%
							医美耗材	113.85%	75.84%	52.46%	33.09%	48.49%	26.24%

资料来源：wind，民生证券研究院

3 超预期视角：全 A 整体业绩兑现能力边际改善

我们沿用一季报中的分析框架，构建上市公司中报的业绩兑现度指标来衡量中报所体现的各个行业与宽基指数的业绩兑现能力。对于全部 A 股而言，尽管 2022 年 Q2 地业绩表现相较于 Q1 是出现明显地边际下滑，然而我们从投资者预期的角度来看，其业绩兑现能力反倒是相较于 Q1 有着明显地抬升。这或许也表明 Q2 上市公司的表现至少在市场看来并不算差。结构上看，宽基指数中创业板指的业绩兑现能力相较 Q1 抬升幅度最高，意味着 2022 年 Q2 创业板指的业绩快速修复程度其实并非“众望所归”，而是属于超预期地“好”。而从风格视角来看，消费板块整体尽管仍处于困境之中，然而边际上看，其相较于 Q1 的业绩兑现能力改善幅度却是显著高于其他风格，尽管不排除 Q1 投资者对消费复苏过于乐观的可能，然而一定程度上也表明了市场可能低估了消费板块在经历了多轮疫情冲击后，抗风险能力的提升力度。

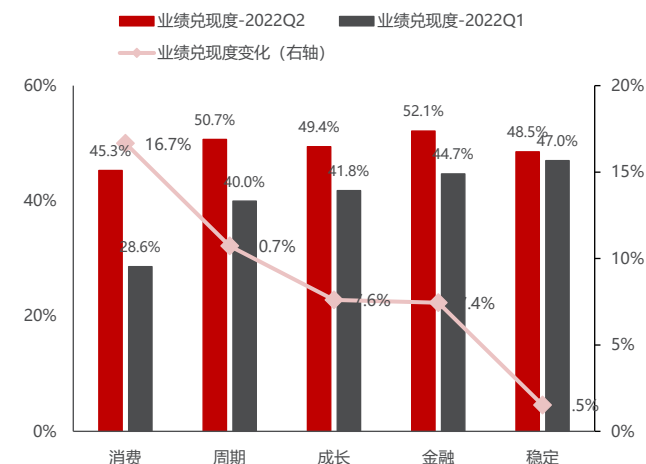
图28：主要宽基指数的业绩兑现度相较 Q1 均有不同改善



资料来源：wind，民生证券研究院

业绩兑现度意为板块/指数/行业内成分股在业绩披露后上调或维持盈利预测不变的个股占比，具体定义与有效性复盘可参考一季报深度分析。

图29：主要风格指数的业绩兑现度相较 Q1 均有不同改善，其中消费改善相对明显



资料来源：wind，民生证券研究院

而具体到行业层面，绝对视角来看，煤炭行业业绩兑现度达到了 65.2%，与 2022 年 Q1 持平，成为唯一超过 60% 的板块，体现了极强的景气兑现能力。此外房地产、通信、电力设备、基础化工、社会服务板块的业绩兑现度均在 55% 以上，业绩兑现能力同样不弱。而边际视角来看，相较 Q1 业绩兑现能力抬升最为明显的是美容护理行业，其业绩兑现度从 2022 年 Q1 的 10.5% 抬升至 Q2 的 44.4%，改善力度高达 33.9%。值得一提的是，业绩兑现能力改善幅度较大的板块均是 Q1 业绩兑现度较小，排名靠后的行业，房地产行业是唯一的连续两个季度业绩兑现度在 50% 以上，同时 Q2 边际上仍在抬升的行业（抬升 6.6%），这或许意味着投资者对地产板块业绩预期与潜在的市场定价已经悲观到极致，在未来板块迎来困境

反转的时刻，其股价弹性也可能会超出投资者预期。

图30：具体到行业层面，绝对视角来看，煤炭行业业绩兑现度相对领先

行业	业绩兑现度-2022Q2	业绩兑现度-2022Q1	业绩兑现度变化（右轴）
美容护理	44.4%	10.5%	33.9%
传媒	53.6%	25.0%	28.6%
非银金融	44.7%	17.9%	26.8%
通信	58.1%	31.6%	26.6%
汽车	49.0%	24.4%	24.6%
社会服务	55.0%	32.4%	22.6%
纺织服饰	45.9%	23.8%	22.1%
农林牧渔	54.3%	33.3%	21.0%
轻工制造	38.2%	17.5%	20.8%
电力设备	57.8%	37.8%	19.9%
食品饮料	35.9%	18.4%	17.5%
家用电器	38.1%	25.0%	13.1%
交通运输	49.1%	36.4%	12.7%
机械设备	49.1%	36.8%	12.3%
电子	51.0%	40.1%	10.9%
商贸零售	48.7%	39.4%	9.3%
建筑装饰	54.0%	45.8%	8.2%
医药生物	49.0%	41.7%	7.3%
房地产	58.6%	52.0%	6.6%
国防军工	51.5%	46.0%	5.4%
建筑材料	31.0%	25.6%	5.3%
计算机	43.5%	41.1%	2.4%
煤炭	65.2%	65.2%	0.0%
基础化工	56.7%	57.7%	-1.0%
石油石化	33.3%	35.3%	-2.0%
环保	44.7%	52.6%	-8.0%
公用事业	45.6%	56.4%	-10.8%
有色金属	48.1%	60.6%	-12.5%
钢铁	38.7%	57.1%	-18.4%
银行	50.0%	72.2%	-22.2%

资料来源：wind，民生证券研究院

4 利润向上分配，上游时代到来

随着上市公司中报披露完毕，对资本市场而言，2022年上半年彻底画上句点。面对海外俄乌冲突引起的通胀大幅攀升、疫情导致的供应链扰动、房地产低迷引起的需求坍塌等种种冲击，A股最终所展现出的业绩韧性实属难能可贵。而结构上看整体呈现出利润向上分配的格局，上游时代到来：

在传统周期产业链中，产业链利润向上游分配的格局仍在延续，以煤炭为代表的能源板块业绩表现亮眼，我们认为这样的现象或许并不是偶然，对于供给受到明显约束的上游原材料板块而言，在未来全球可能将处于的长期滞胀环境下，过去的需求驱动框架可能不再适用，产业链利润向上游分配的持续时间也可能会超出投资者预期。值得一提的是，从业绩兑现度的视角来看，投资者对地产板块业绩预期与市场定价已经悲观到极致，我们曾在前期多篇报告中提示，地产复苏的信号正在变得逐渐明朗，在极度悲观的预期下，板块股价弹性可能会超出投资者预期。

而对于数字经济而言，新基建的发力带动了通信板块景气上行，业绩改善力度超出投资者预期（体现在业绩兑现度的显著抬升上）。而在备受投资者关注的半导体产业中，产业链不同环节景气度分化严重，相较而言受益于新能源、国产替代加速的分立器件（功率半导体）、半导体设备等环节业绩维持了较强韧性。

而对于以新能源为代表的高端制造板块而言，其2022年Q2出色的市场表现体现了投资者对其高景气兑现的期待，事实上，新能源车、光伏等在Q2不负众望，业绩表现相当出色，景气兑现能力同样不差。考虑到对于高景气赛道而言，超额收益的来源并不是高增长本身，而是超预期的高增长，板块业绩兑现度的提升一定程度上也缓解了投资者的担忧。然而我们也应当关注到板块内部的利润分配格局正在发生变化（如锂电产业链），这对投资者的产业链跟踪无疑提出了更高的要求。

消费板块无疑是疫情以来受损最为严重的板块之一，在2022年H1再次遭遇疫情冲击后，板块整体再度陷入困境，然而这并不意味着产业链本身毫无亮点：食品饮料板块中，预制品延续了Q1的高景气，酒类则业绩韧性依旧，而调味品在Q2利润增速更是实现了由负转正。出行链中，受益于集中度与单价的提升，快递行业的景气度显著改善；医药医美产业链中，以CXO为代表的医疗服务板块高景气依旧，而美容护理板块的业绩兑现度边际上相较Q1得到了大幅提升，体现出市场对板块的预期正在逐渐趋于合理。随着未来线下消费场景的恢复，板块复苏后表现也同样值得期待。

5 风险提示

- 1) **测算误差。**业绩计算结果基于整体法出发，存在极端值影响板块整体表现得情况，使得分析结果与现实存在一定误差。
- 2) **美联储超预期加息。**上游时代的到来意为利润向上游分配的格局将长期持续，依赖于未来全球经济有望长期处于滞胀状态，然而如果美联储采用超预期加息的方式来“杀死”需求，全球经济快速进入深度衰退后，上游板块同样会受到严重冲击。

插图目录

图 1: 整体法口径下全部 A 股在 2022 年 H1 营收与利润依然分别实现了 9.31%与 3.97%的同比增长 (%)	3
图 2: 被公认为业绩底的 Q2 单季度营收增速同样录得同比正增长	4
图 3: 被公认为业绩底的 Q2 单季度利润增速同样录得同比正增长 (%)	4
图 4: 主要宽基指数单季度营收与归母净利润增速 (%)	4
图 5: 主要宽基指数累计营收与归母净利润增速 (%)	4
图 6: 基金重仓指数与沪深 300 指数内部利润增速大于 0 的成分股占比显著高于中证 1000 与中证 500 (%)	5
图 7: 主要风格指数单季度营收与归母净利润增速 (%)	6
图 8: 主要风格指数累计营收与归母净利润增速 (%)	6
图 9: 非银板块业绩大幅改善, 其中保险板块 Q2 单季度营收增速相较 Q1 均实现由负转正 (%)	6
图 10: 非银板块业绩大幅改善, 其中保险板块 Q2 单季度归属母公司利润增速相较 Q1 均实现由负转正	6
图 11: 在银行板块整体业绩进一步承压的背景下, 城商行板块延续了 Q1 以来的高景气度, 单季度营收增速边际抬升	7
图 12: 在银行板块整体业绩进一步承压的背景下, 城商行板块延续了 Q1 以来的高景气度, 单季度归母净利润增速边际抬升	7
图 13: 煤炭板块 2022 年 H1 营收与利润增速分别为 27.74%/33.19%, 97.03%/82.80%	8
图 14: 油气板块 2022 年 H1 营收与利润增速分别为 27.74%/33.19%, 97.03%/82.80%	8
图 15: 金属铜即使在 Q2 经历了一定的价格与产量下滑, 然而在 2022 年 H1 利润增速依然达到了 52%	9
图 16: 金属铝即使在 Q2 经历了一定的价格与产量下滑, 然而在 2022 年 H1 利润增速依然达到了 52%	9
图 17: 传统周期链内部主要行业 2022 年 Q2 单季度营收与利润增速	9
图 18: 数字产业细分业态 2022 年 Q2 单季度营收与利润增速, 其中通信板块景气复苏明显	10
图 19: 第二产业数字化核心环节工业互联网景气度下滑, 工控设备 Q2 业绩占优	11
图 20: 新能源车: 金属锂延续高景气, 动力电池业绩明显修复	12
图 21: 新型能源系统建设: 风光产业链呈现出显著的分化	13
图 22: 电网设备 Q2 单季度营收与利润增速分别为 15.21%与 40.17%, 在营收相较 Q1 出现边际下滑的背景下利润增速出现大幅抬升	13
图 23: 电网设备销售净利率明显改善	13
图 24: 国防军工: 景气出现分化, 地面兵装/航天装备景气相对占优	14
图 25: 受疫情影响, 餐饮与商贸零售板块普遍业绩不佳, 食品饮料板块的表现更为稳健	15
图 26: 居家链与出行链整体景气度下行, 结构上仍存亮点	16
图 27: 医药医美: 医药板块内部景气度分化, 医美耗材业绩呈韧性	17
图 28: 主要宽基指数的业绩兑现度相较 Q1 均有不同改善	18
图 29: 主要风格指数的业绩兑现度相较 Q1 均有不同改善, 其中消费改善相对明显	18
图 30: 具体到行业层面, 绝对视角来看, 煤炭行业业绩兑现度相对领先	19

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026