

2024年05月24日

周期和消费中报业绩可能继续改善

主题报告

投资要点

- ◆ **2023 年全 A 年报盈利同比增速降幅收窄，2024 年一季报盈利同比增速再次回落。**
2023Q1-Q4 全部 A 股单季度净利润同比增速分别为 1.3%、-4.4%、-2.9%、-1.8%，2023 年全年、2024 年一季度盈利同比增速分别为-2.7%、-4.8%，显示 2024 年一季报盈利增速再次回落。
- ◆ **2024 年全部 A 股一季度营收增速有所放缓，电子、农林牧渔、轻工、交运、电力等行业一季度盈利增速占优。**(1)总体盈利：全部 A 股一季度营收同比增速为 0.2%，较 2023 年营收同比增速下降 1.3pcts；一季度销售毛利率为 16.5%，较 2023 年年报上升 0.2pcts；一季度销售净利率为 9.1%，较 2023 年年报上升 1.3pcts。(2)板块盈利：一季度盈利同比增速上，稳定>消费>周期>金融>成长；一季度营收同比增速上，周期>稳定>消费>成长>金融；一季度毛利率上，消费>成长>周期>金融>稳定；一季度净利率上，金融>消费>稳定>周期>成长。(3)行业盈利：一季度盈利同比增速上，电子、农林牧渔、轻工行业、交运占优，地产链与新能源偏弱；一季度营收同比增速上，电子、军工、计算机、汽车偏高；一季度毛利率，食品饮料、交运等较 2023Q4 提升较多；一季度净利率，综合金融、非银等提升较多。
- ◆ **全部 A 股 24Q1 的 ROE 小幅下降，食品饮料、家电、煤炭、石油石化、有色金属等行业 24Q1 的 ROE 偏高。**(1)整体 ROE：全部 A 股一季度 ROE 为 8.0%，较 2023Q4 下降 0.4pcts，主要是净利率下降 0.04pcts、总资产周转率下降 0.1pcts、杠杆率上升 0.2pcts。(2)板块 ROE：稳定和消费占优，成长偏弱。一是一季度 5 大板块 ROE 较 2023Q4 均有所下滑，其中消费和稳定均小幅下降 0.2pcts，成长下滑 0.6 pcts。二是金融、稳定和消费一季度净利率较 2023Q4 上升，成长和周期下滑；5 大板块一季度资产周转率较 2023Q4 均下滑，周期和消费下滑较大；成长、金融一季度资产负债率较 2023Q4 上升，消费、稳定、周期下滑。(3)行业 ROE：食品饮料、家电、煤炭、石油石化、有色金属一季度 ROE 偏高；销售净利率提升较多的有食品饮料(+0.7%)、煤炭(+0.6%)，资产负债率提升较多的是电子(+0.9%)、综合金融(+0.6%)，资产周转率提升较多的是通信(+6.0%)等。
- ◆ **预计有色、石化、交运、电力、家电、轻工、纺服、电子、通信、计算机等行业中报业绩可能偏好。**(1)盈利增速预测视角：一是以计算机、传媒、汽车、机械、军工等成长行业的净利润增速预测上调较多；二是消费者服务、农林牧渔、纺织服装等消费行业盈利预测上调也较多。(2)基本面视角：其一，上游原料方面，供需格局改善下有色、石油石化等上游行业盈利可能持续修复；其二，中游制造业方面，计算机、电子、通信、汽车等行业盈利可能修复；其三，下游消费方面，家电、纺服、交运、社服等盈利也可能继续改善。(3)一季报视角：一是景气延续角度上，轻工、交运、电力等周期行业和汽车、社服、纺服、食品饮料等消费行业近几个季度盈利同比增速持续为正；二是困境反转角度上，一季度净利润同比增速转正的行业主要是电子、通信、医药。(4)综合来看，预计有色、石化、交运、电力、家电、轻工、纺织等行业中报业绩可能偏好。
- ◆ **风险提示：历史经验未来不一定适用、政策超预期变化、经济修复不及预期。**

分析师

邓利军

 SAC 执业证书编号：S0910523080001
 denglijun@huajinsec.com

相关报告

近端新股上周有走强迹象，新股新一轮上行周期拐点或正在酝酿-华金证券新股周报
2024.5.19

震荡偏强，关注顺周期和成长 2024.5.18

数读 IPO 系列 2024.5.16

IPO 审核即将重启，新股配置暂时继续维持底部思维布局-华金证券新股周报
2024.5.12

核心资产见底了吗？ 2024.5.11



内容目录

一、全 A 23 年年报盈利增速降幅收窄，24Q1 盈利增速回落	4
二、全 A24Q1 营收增速放缓，部分消费和周期行业增速较高	4
（一）总体盈利：全 A 24Q1 营收增速放缓，毛利率、净利率上升	4
（二）板块盈利：稳定板块位于景气高位，成长、金融板块盈利改善	5
（三）行业盈利：一季度电子、农林牧渔、轻工行业盈利增速较高	7
三、全 A 24Q1 的 ROE 下降，部分消费和周期行业 ROE 较高	8
（一）整体 ROE：2024 年一季度全 A ROE 小幅下降	8
（二）板块 ROE：稳定和消费板块占优，成长板块较弱	9
（三）行业 ROE：部分周期和消费行业一季度 ROE 较高	10
四、预计有色、交运、通信、计算机等行业中报业绩可能偏好	12
（一）盈利增速预测视角，部分成长、消费行业净利润增速预测上调	12
（二）基本面视角，部分周期、制造、消费行业有望改善	14
（三）一季报视角，关注景气延续以及困境反转的行业	16
五、风险提示	18

图表目录

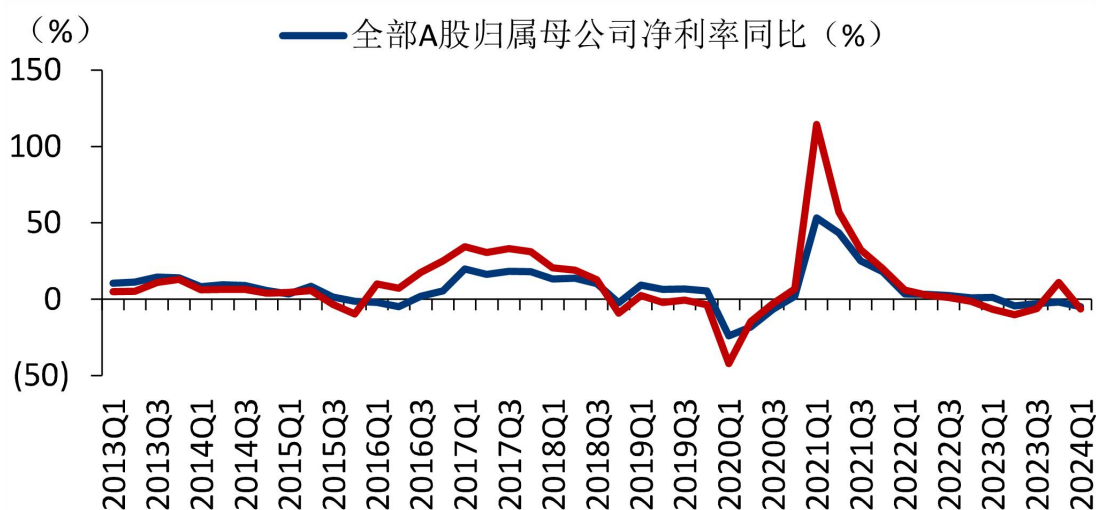
图 1：24Q1A 股整体盈利增速再次回落	4
图 2：2024Q1A 股营收同比增长率有所放缓	5
图 3：2024Q1 全部 A 股销售毛利率相比 23Q4 下降	5
图 4：A 股 2024Q1 全 A 销售净利率有所回升	5
图 5：24Q1 稳定、消费风格景气高位，成长、金融盈利增速改善	6
图 6：金融与成长风格营收相比 2023Q4 上行	6
图 7：消费毛利率相比 23Q4 上行 0.3pcts	7
图 8：24Q1 五大板块净利率均改善	7
图 9：24Q1 电子、农林牧渔、轻工制造、交运行业业绩增速较高	7
图 10：电子、军工、计算机、汽车等行业 24Q1 营收增速较高	8
图 11：食品饮料/纺织服装等行业 24Q1 毛利率较高	8
图 12：银行、综合金融、食品饮料、非银等行业 24Q1 净利较高	8
图 13：全部 A 股 24Q1ROE 小幅下降	9
图 14：全部 A 股 24Q1 净利率小幅下降	9
图 15：全部 A 股 24Q1 资产周转率下降	9
图 16：全部 A 股 24Q1 资产负债率小幅回升	9
图 17：24Q1ROE 五大板块均有所下降	10
图 18：24Q1 金融、稳定和消费净利率提高	10
图 19：24Q1 五大板块资产负债率窄幅波动	10
图 20：24Q1 五大板块资产周转率均有所下滑	10
图 21：24Q1 食品饮料、家电、煤炭、石油石化、有色金属行业 ROE 处于高位	11
图 22：24Q1 银行、食品饮料、煤炭、非银金融等销售净利率较高	11
图 23：24Q1 石油石化、商贸零售、家电、有色金属、食品饮料等行业总资产周转率较高	12
图 24：24Q1 银行、非银、建筑、地产等行业总资产负债率较高	12
图 25：中信一级行业 2024H1 盈利增速一致预期（Wind 一致预期）	14
图 26：中信一级行业 2024H1 盈利预测近一个月上调/下行幅度（分行业一览）	14

图 27: LME 铜库存整体处于 2023 年 10 月以来低位	15
图 28: 欧佩克原油产量近月处于较低水平	15
图 29: 1-4 月计算机、通信、电子投资完成额增速处于高位	15
图 30: 半导体销售额连续 4 月保持正增速且趋势向上	15
图 31: 半钢胎开工率创近年同期新高	16
图 32: 4 月新能源汽车产销同比均处于双增	16
图 33: 针织纱线出口连续 4 个月扭负为正	16
图 34: 4 月社零餐饮收入增速为 4.4%	16
图 35: 2020-2022 年各行业一季度盈利增速排序 VS 全年盈利增速排序	17
图 36: 一季报视角下五类行业分布	18

一、全 A 23 年年报盈利增速降幅收窄，24Q1 盈利增速回落

全部 A 股 2023 年报盈利同比增速降幅收窄，2024 年一季度盈利同比增速再次回落。根据 Wind，2023Q1-Q4 全部 A 股单季度净利润同比增速分别为 1.3%、-4.4%、-2.9%、-1.8%，2023 年全年、2024 年一季度盈利同比增速分别为 -2.7%、-4.8%，2023Q1-Q4 全 A（非金融石化）单季度增速为 -6.6%、-10.1%、-6.2%、-0.6%，23 全年、24 年一季度净利润增速为 -4.3%、-6.2%。当前来看，23 年全 A 年报业绩（-2.7%）相比 23H1（-4.4%）降幅收窄，延续业绩修复趋势，而 24 年 Q1 增速负值扩大下业绩再次承压，主要受新能源、地产链拖累较大。后续来看，随着电新行业供需改善、地产行业逐步企稳，全 A 盈利有望继续延续修复趋势。

图 1：24Q1A 股整体盈利增速再次回落



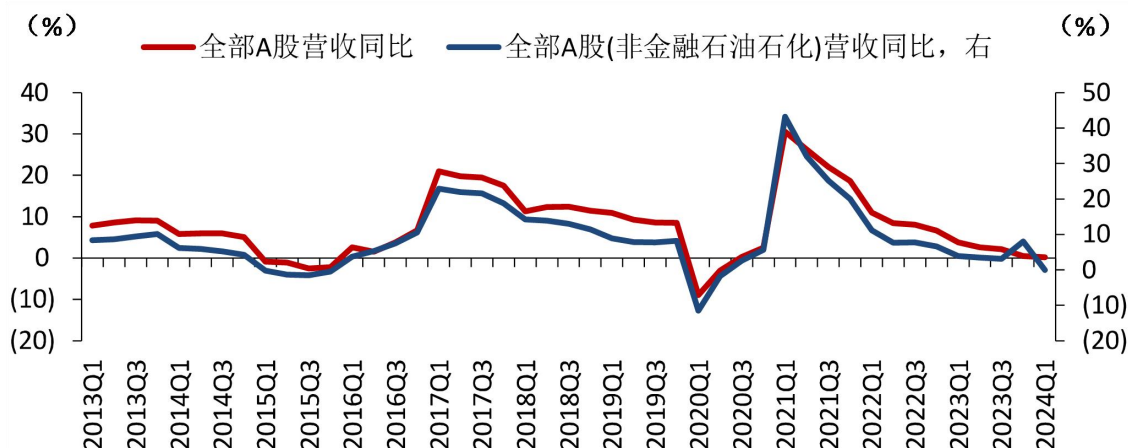
资料来源：华金证券研究所，wind

二、全 A 24Q1 营收增速放缓，部分消费和周期行业增速较高

（一）总体盈利：全 A 24Q1 营收增速放缓，毛利率、净利率上升

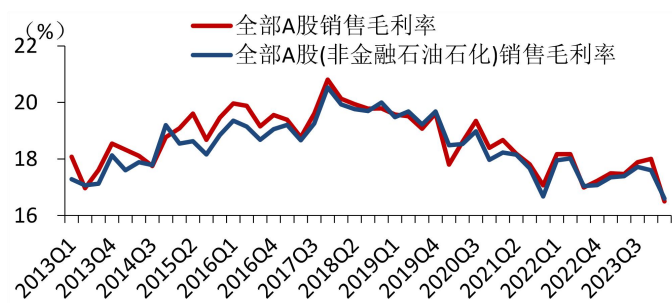
从盈利结构角度来看，2024 年一季度营收同比增长有所放缓，毛利率小幅修复，净利率改善但低于去年同期水平，成本端压力上行。（1）营收方面，由于经济弱复苏，消费需求恢复动能较弱，全部 A 股 23 年报以及 24Q1 营收增速略有放缓，分别为 1.5%、0.2%；全 A（非金融石化）的 23 年报以及 24Q1 营收同比增速为 2.5%、0.0%。（2）毛利率方面，全部 A 股 2024Q1 销售毛利率为 16.5%，与去年年报相比上升 0.2pcts；全 A（非金融石化）销售毛利率为 16.6%，较 23 年年报上升 0.3pcts，整体上，原材料价格的低位为毛利率提升创造空间，毛利率小幅修复。（3）净利率方面，全部 A 股 24Q1 销售净利率为 9.1%，较 23 年年报上升了 1.3pcts，但低于去年同一水平 9.4%；全 A（非金融石化）销售净利率为 5.7%，较去年年报上升了 0.5pcts，但低于去年同期水平 6.1%，整体上，管理费用占收入比例相对较高，财务费用占收入比重继续提升，销售费用占比低位，净利率低于 2022 年同期水平。

图 2：2024Q1A 股营收同比增长率有所放缓



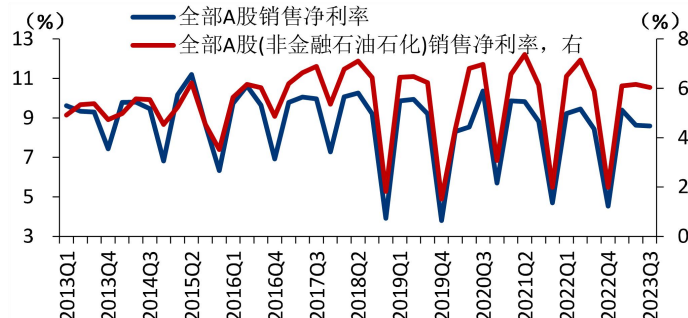
资料来源：华金证券研究所，wind

图 3：2024Q1 全部 A 股销售毛利率相比 23Q4 下降



资料来源：华金证券研究所，wind

图 4：A 股 2024Q1 全 A 销售净利率有所回升

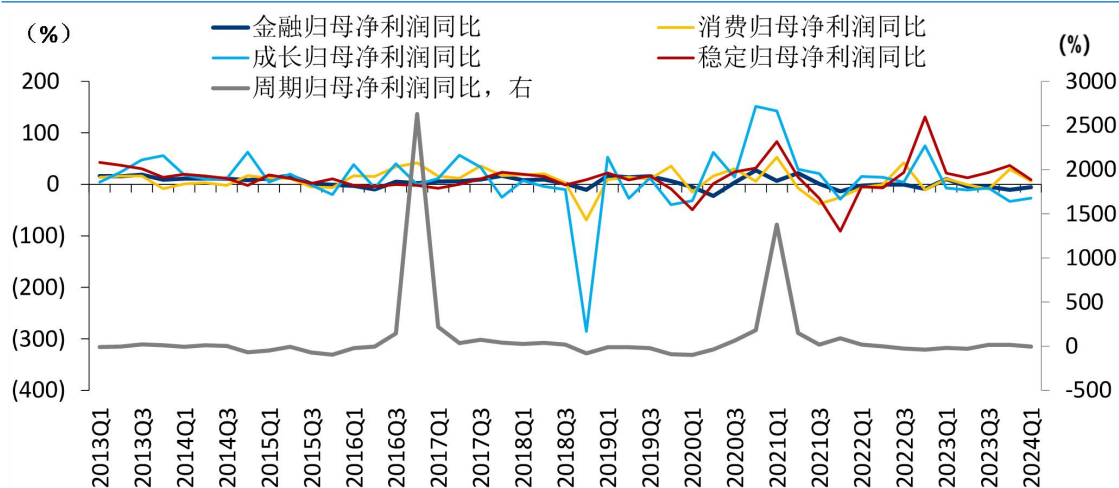


资料来源：华金证券研究所，wind

（二） 板块盈利：稳定板块位于景气高位，成长、金融板块盈利改善

稳定、消费风格位于景气高位，成长、金融盈利改善。盈利方面，以中信五大风格指数划分，24 Q1 业绩增速方面，稳定(9.0%)>消费(6.3%)>周期(-4.0%)>金融(-5.6%)>成长(-26.7%)。具体来看：一是受益四季度以来多节催化下经济逐步复苏，消费行业增速延续 23Q4 趋势维持正增长；二是主动去库加快、制造业出海的产业环境下推动相关中游制造行业业绩改善，成长风格业绩降幅收窄，较 23Q4 上行 6.5pcts；三是活跃资本市场、地产放松政策出台下，一季度金融风格盈利降幅收窄，较 23Q4 上行 5.1pcts。

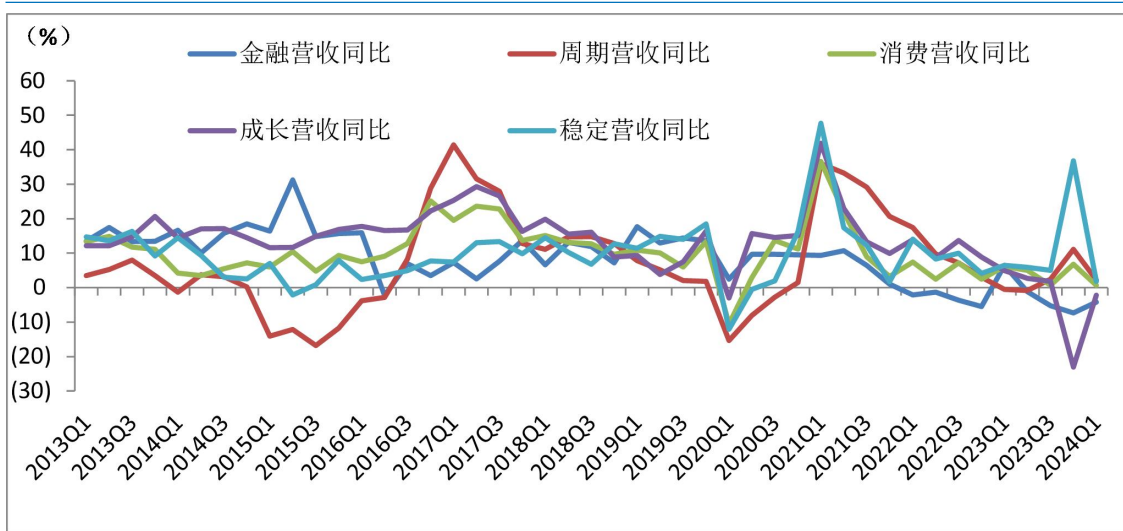
图 5：24Q1 稳定、消费风格景气高位，成长、金融盈利增速改善



资料来源：华金证券研究所，wind

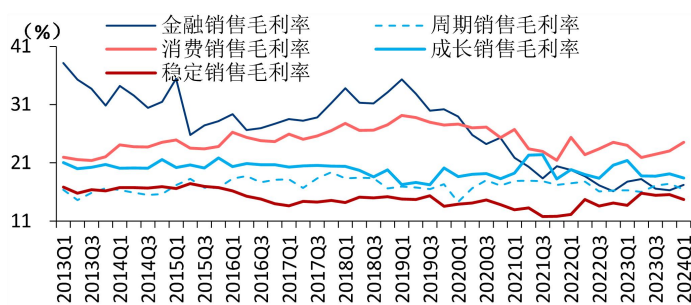
从盈利结构角度来看，2024 年一季度营收增长整体放缓，消费毛利率改善，五大板块净利润均有改善。（1）营收方面，周期（2.2%）> 稳定（1.8%）> 消费（0.7%）> 成长（-2.2%）> 金融（-4.2%），从趋势来看，仅金融与成长风格营收增速相比 23Q4 改善，分别上升 3.1pcts、20.8pcts。（2）毛利率方面，消费（23.3%）> 成长（18.0%）> 周期（14.9%）> 金融（14.0%）> 稳定（12.5%），从趋势来看，消费毛利率较 23Q4 改善 0.3pcts，其余风格毛利率则有所下降。（3）净利率方面，金融（27.8%）> 消费（7.8%）> 稳定（6.2%）> 周期（5.4%）> 成长（4.4%）。从趋势来看，五大板块净利率相比 23Q4 均有所提升，其中金融、消费板块改善最多，分别上行 12.8%、4.6%。

图 6：金融与成长风格营收相比 2023Q4 上行



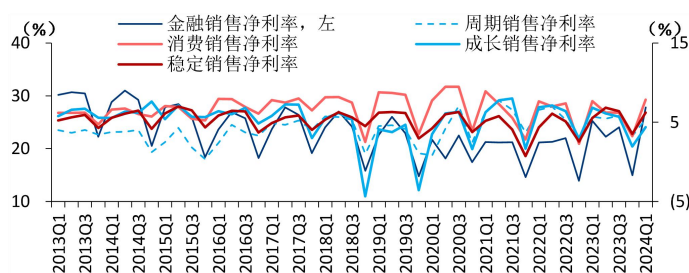
资料来源：华金证券研究所，wind

图 7：消费毛利率相比 23Q4 上行 0.3pcts



资料来源：华金证券研究所，wind

图 8：24Q1 五大板块净利率均改善

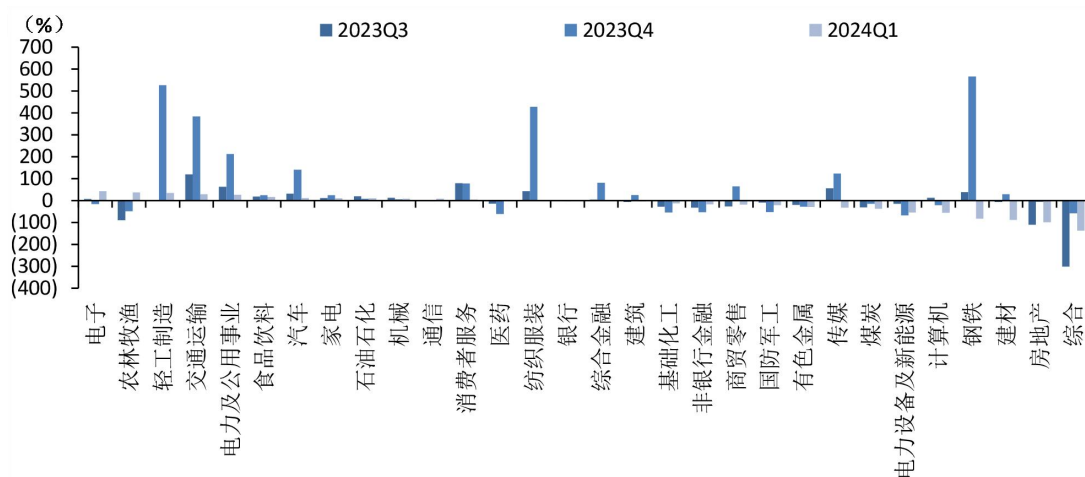


资料来源：华金证券研究所，wind

（三）行业盈利：一季度电子、农林牧渔、轻工行业盈利增速较高

电子、农林牧渔、轻工行业盈利增速较高，地产链和新能源偏弱。首先，电子、农林牧渔、轻工、交运、电力与公用事业 24Q1 盈利增速靠前，地产、建材、钢铁、计算机盈利增速靠后。其次，具体来看，（1）一季度盈利高景气方向主要集中在：一是消费电子出货较高叠加半导体销售回暖的电子行业，二是农产品价格以及下游养殖存量处于高位下的农林牧渔行业，三是家具内销回暖下的轻工，四是跨区域人员流动加快、货运和干口货物吞吐加快的交运行业，五是受益于电力供需格局持续偏紧的电力与公用事业行业。（2）一季度盈利较弱行业主要集中在地产链和电新行业。首先，地产链普遍偏弱，房地产、建材、钢铁 Q1 业绩承压，主要原因有三：一是去年同期疫情积压的购房需求集中释放致销售数据基数较高，二是 2024 春节假期偏长，居民出游热情较高涨影响了住房需求的入市节奏，三是二手房市场“以价换量”态势延续下对新房需求产生了分流。其次，电新行业盈利偏弱，主要受光伏产业链、电池材料和储能等细分领域业绩下滑拖累。

图 9：24Q1 电子、农林牧渔、轻工制造、交运行业业绩增速较高

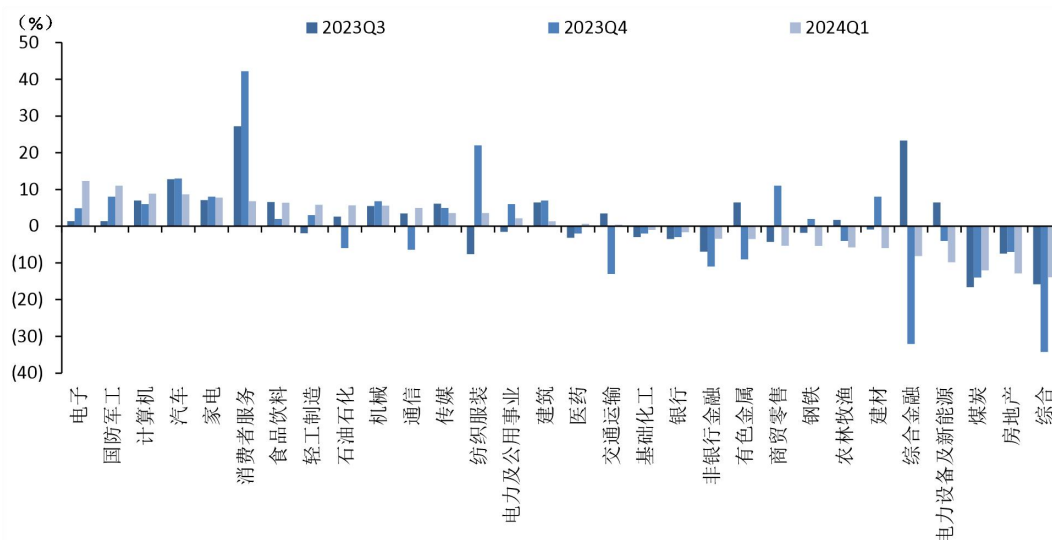


资料来源：华金证券研究所，wind（注：按一季度盈利同比增速降序将行业从左至右进行排序）

从盈利结构上来看，成长营收提升，周期毛利边际改善，金融净利改善。（1）营收方面，24Q1 电子、军工、计算机、汽车等成长板块营收同比较高，同比增速为 12.3%，11.0%，8.9%、8.7%；地产、煤炭、电新、综合金融等地产链和新能源行业营收同比增速较低，分别为-12.9%、

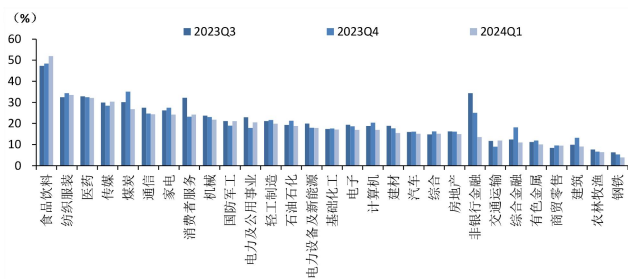
-12.0%、-9.8%、-8.1%。趋势上，综合金融、交通运输、石油石化、通信等行业营收增速较 23Q4 提升较多，分别提升了 24.0pcts、13.4pcts、11.7pcts、11.4%。（2）毛利率方面，毛利率提升高的行业是食品饮料、交运、电力及公用事业、国防军工、传媒等成长和周期相关板块，毛利率较 23Q4 分别提高 3.5%、2.9%、2.6%、2.1%和 1.9%；地产链相关行业如非银、煤炭、综合金融、建筑下滑较多，一季度毛利率相较 23Q4 分别下滑 11.5%、8.3%、7.2%和 4.1%。（3）净利率方面，24Q1 综合金融、非银、食品饮料、医药等金融和消费板块一季度净利率分别较 23Q4 提升 31.2%、12.3%、8.7%和 8.2%，农林牧渔、建材、计算机、钢铁则分别下降 2.7%、2.7%、2.3%和 0.9%。

图 10：电子、军工、计算机、汽车等行业 24Q1 营收增速较高



资料来源：华金证券研究所，wind（注：按一季度营收同比增速降序将行业从左至右进行排序）

图 11：食品饮料/纺织服装等行业 24Q1 毛利率较高



资料来源：华金证券研究所，wind（注：按一季度毛利率同比增速降序将行业从左至右进行排序）

图 12：银行、综合金融、食品饮料、非银等行业 24Q1 净利率较高



资料来源：华金证券研究所，wind（注：按一季度净利率同比增速降序将行业从左至右进行排序）

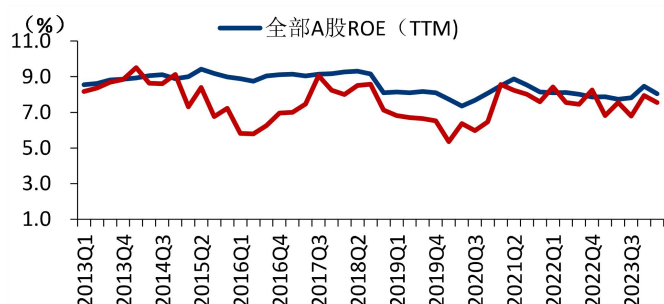
三、全 A 24Q1 的 ROE 下降，部分消费和周期行业 ROE 较高

（一）整体 ROE：2024 年一季度全 A ROE 小幅下降

从杜邦分析体系出发拆解 ROE(TTM)，有效性较高。在杜邦分析体系中，可将 ROE 拆解为权益净利率=净利率*资产周转率*1/(1-资产负债率)，即 ROE 由净利率、资产周转率和资产负债率三部分组成。

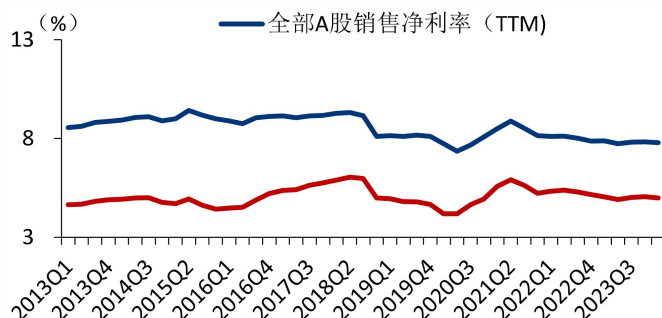
A 股一季报 ROE 下降。ROE 来看，A 股公司盈利能力过去六个季度维持在低位水平，24Q1 和 23Q4 的 ROE 略有反弹至 8% 以上水平，24Q1 全 A 的 ROE 为 8.0%，较 2023Q4 下降 0.4pcts。净利率来看，24Q1 全 A 净利率 TTM 为 7.8%，小幅下降 0.04pcts。此外，非金融企业的资产周转率过去几个季度呈现稳中略降，2024 年一季度总资产周转率较 23Q4 下降 0.1pcts。杠杆率有所上升，相比 2023Q4 上升 0.2pcts。

图 13：全部 A 股 24Q1 ROE 小幅下降



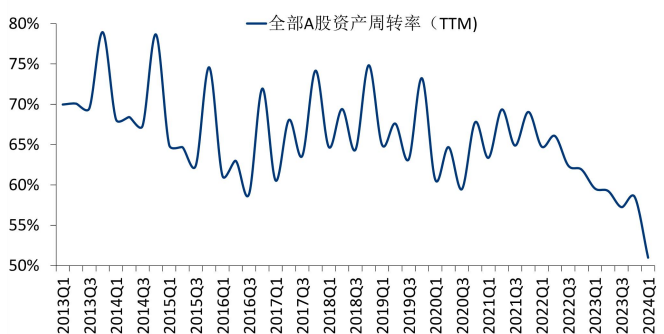
资料来源：华金证券研究所，wind

图 14：全部 A 股 24Q1 净利率小幅下降



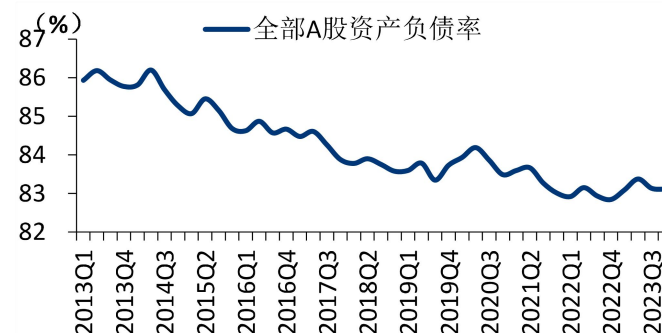
资料来源：华金证券研究所，wind

图 15：全部 A 股 24Q1 资产周转率下降



资料来源：华金证券研究所，wind

图 16：全部 A 股 24Q1 资产负债率小幅回升

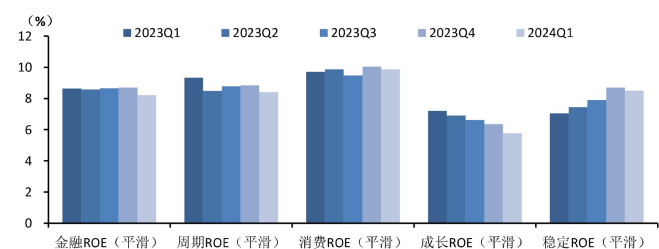


资料来源：华金证券研究所，wind

（二）板块 ROE：稳定和消费板块占优，成长板块较弱

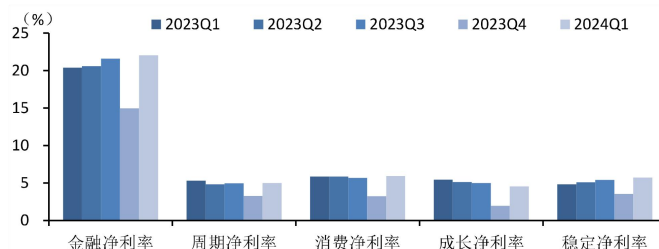
稳定和消费占优，成长偏弱。一是 24Q1 五大板块均有所下降，其中消费和稳定板块 ROE(TTM) 相较 23Q4 均小幅下降 0.2pcts，成长 ROE(TTM) 相较 23Q4 下滑 0.6pcts。二是从结构上来看：净利率方面，金融、稳定和消费相较 23Q4 分别提高 0.6pcts、0.1pcts 和 0.1pcts，成长和周期分别下滑 0.3pcts 和 0.1pcts；资产周转率方面，五大板块均有所下滑，其中周期和消费下滑较大，均达 0.6pcts；资产负债率方面，成长、金融板块相较 23Q4 提高 0.3pcts、0.1pcts，消费、周期、稳定分别下滑 0.5pcts、0.4pcts、0.2pcts。

图 17：24Q1ROE 五大板块均有所下降



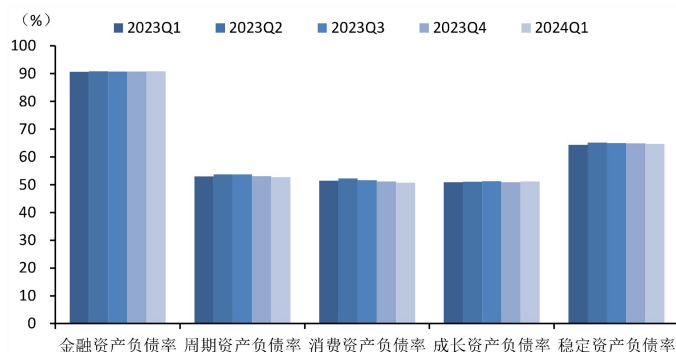
资料来源：华金证券研究所，wind

图 18：24Q1 金融、稳定和消费净利率提高



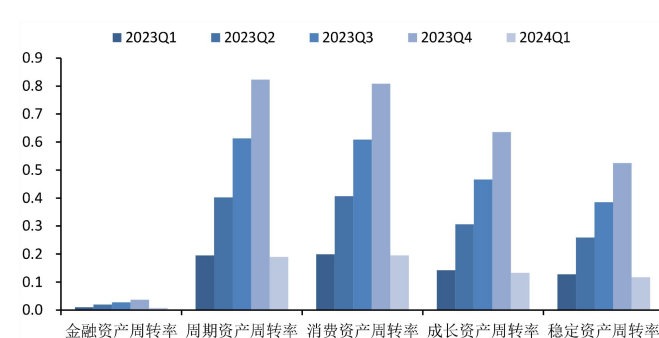
资料来源：华金证券研究所，wind

图 19：24Q1 五大板块资产负债率窄幅波动



资料来源：华金证券研究所，wind

图 20：24Q1 五大板块资产周转率均有所下滑

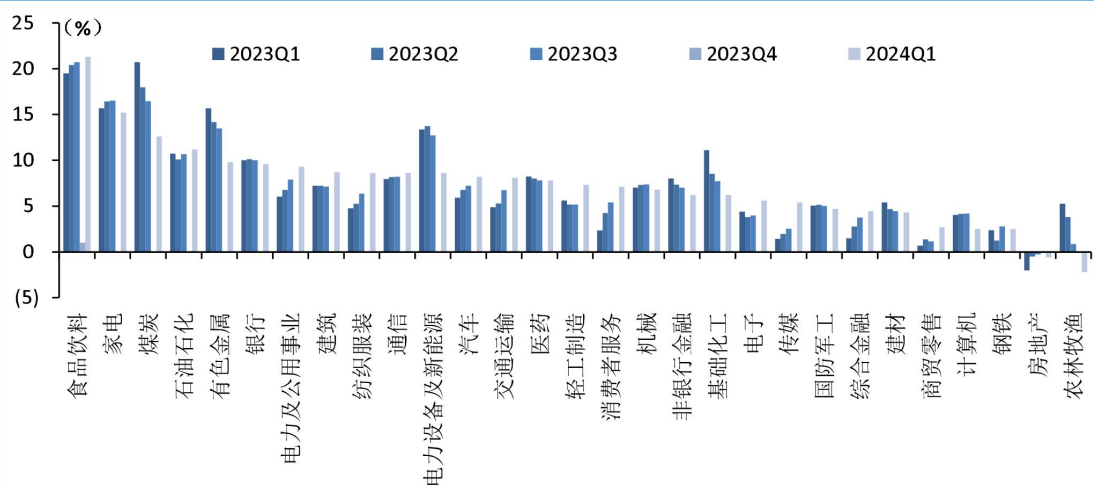


资料来源：华金证券研究所，wind

（三）行业 ROE：部分周期和消费行业一季度 ROE 较高

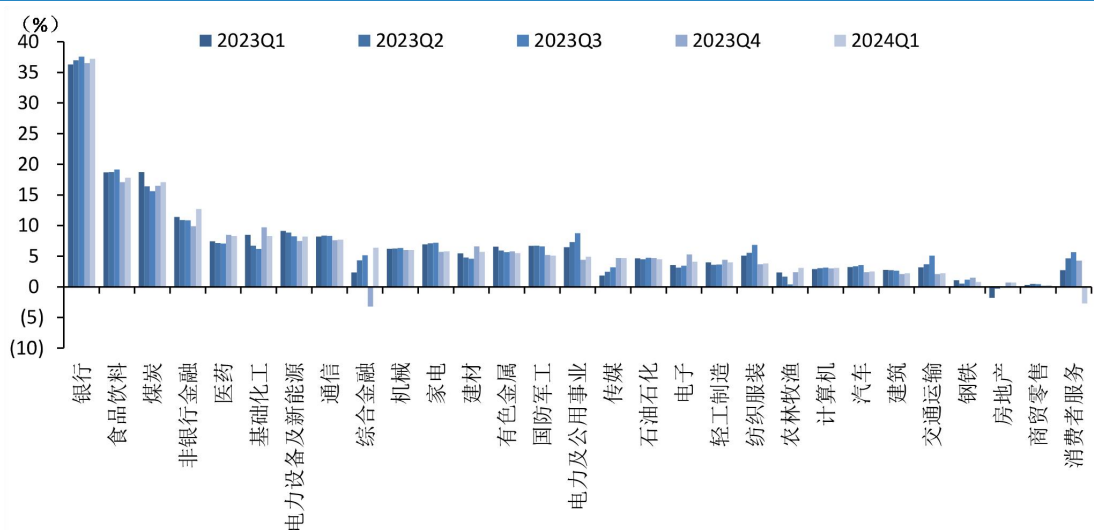
食品饮料、家电、煤炭、石油石化、有色金属等行业 ROE 偏高。首先，一季度 ROE (TTM) 边际改善的行业将近一半，其中改善幅度较大的行业为电子 (+0.6%)、轻工 (+0.5%)、农林牧渔 (+0.4%)，ROE 处于高位的行业是食品饮料 (21.3%)、家电 (15.2%)、煤炭 (12.6%)、石油石化 (11.2%)、有色金属 (9.8%)，整体上，中游行业量价齐升。其次，从结构上来看：（1）销售净利率提升较多：价格上行拉动上游资源品盈利边际改善较为明显，如煤炭 (+0.6%)；海内外需求持续回暖，叠加国内经济修复下的纺服 (+0.1%)、汽车 (+0.1%) 净利率提升；服务型消费延续了 23Q4 的景气修复趋势下的食品饮料 (+0.7%)、商贸零售 (+0.1%)。（2）资产周转率提升较高：通信 (+6.0%)、计算机 (+1.4%)、建筑 (+1.0%)、钢铁 (+1.0%)、汽车 (+0.9%) 等行业。（3）资产负债率提升较多：电子 (+0.9%)、综合金融 (+0.6%)、有色金属 (+0.5%)、基础化工 (+0.4%) 等行业。

图 21：24Q1 食品饮料、家电、煤炭、石油石化、有色金属行业 ROE 处于高位



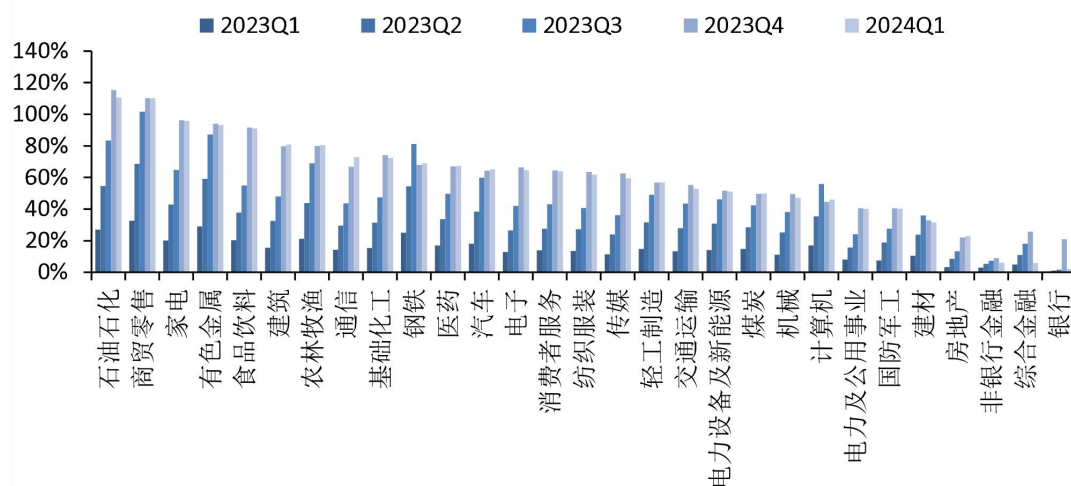
资料来源：华金证券研究所，wind（注：按一季度 ROE（TTM）降序将行业从左至右进行排序）

图 22：24Q1 银行、食品饮料、煤炭、非银金融等销售净利率较高



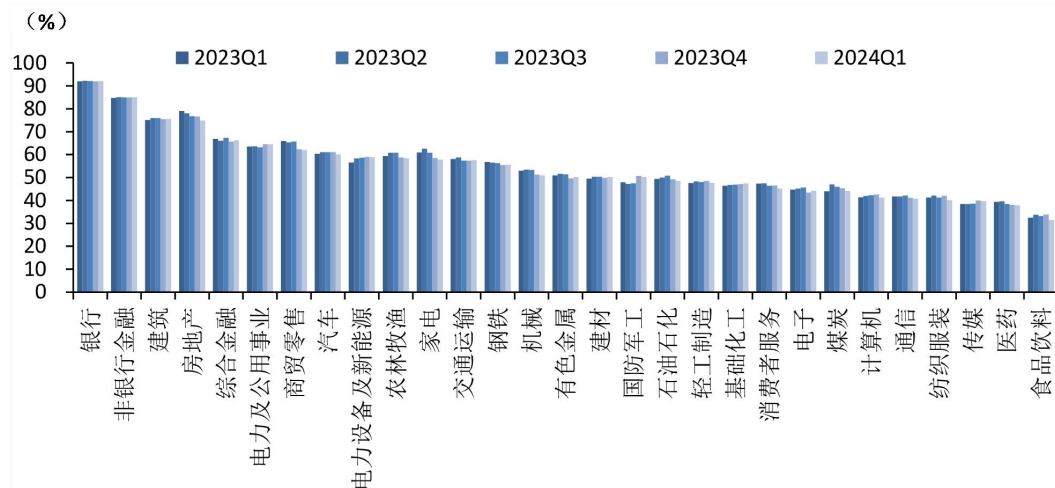
资料来源：华金证券研究所，wind（注：按一季度销售净利率（TTM）增速降序将行业从左至右进行排序）

图 23：24Q1 石油石化、商贸零售、家电、有色金属、食品饮料等行业总资产周转率较高



资料来源：华金证券研究所，wind（注：按一季度资产周转率（TTM）降序将行业从左至右进行排序）

图 24：24Q1 银行、非银、建筑、地产等行业总资产负债率较高



资料来源：华金证券研究所，wind（注：按一季度资产负债率降序将行业从左至右进行排序）

四、预计有色、交运、通信、计算机等行业中报业绩可能偏好

我们将从三个方面来进行 2024 年中报业绩前瞻：一是季节占比下盈利增速预测的上调和下调视角，二是使用上中下游产业链中基本面视角，三是根据已披露一季报显现的趋势来前瞻 A 股各行业中报业绩。

（一）盈利增速预测视角，部分成长、消费行业净利润增速预测上调

盈利一致预期视角下，我们选取 2019 年-2022 年来一季度归母净利润占比，并且结合分析师对各行业业绩的预测统计，进行中报业绩的大致前瞻。

首先，我们对 2019 年-2022 年各行业的一季度平均归母净利润进行计算，得出近年各行业较为稳定的中报业绩占比全年均值。其次，我们将第一季度归母净利润占比历史均值*基于 Wind 一致预期的 2024 年净利润规模（2024/4/1、2024/5/22），计算出各行业在截止日期的盈利增速一致预期。最后，我们将基于 2024/4/1 与基于 2024/5/22 的各行业盈利增速一致预期进行比较，得出各行业近一个月盈利增速预测上调/下修幅度，发现：

（1）成长行业业绩预测较为乐观。从分析师对中信一级各个行业在截止 2024/05/22 净利润一致预期来看：一是计算机、传媒、社服、电力、汽车、机械、军工为代表的成长性行业当前的净利润增速预测相对乐观，在一季度国内外 AI 大模型不断突破、卫星互联加速发展以及算力基建布局完善下成长性行业盈利预期有望逐步兑现；二是商贸零售、房地产、煤炭、农林牧渔、钢铁、建材、石油石化为代表的周期性行业业绩预测相对谨慎。

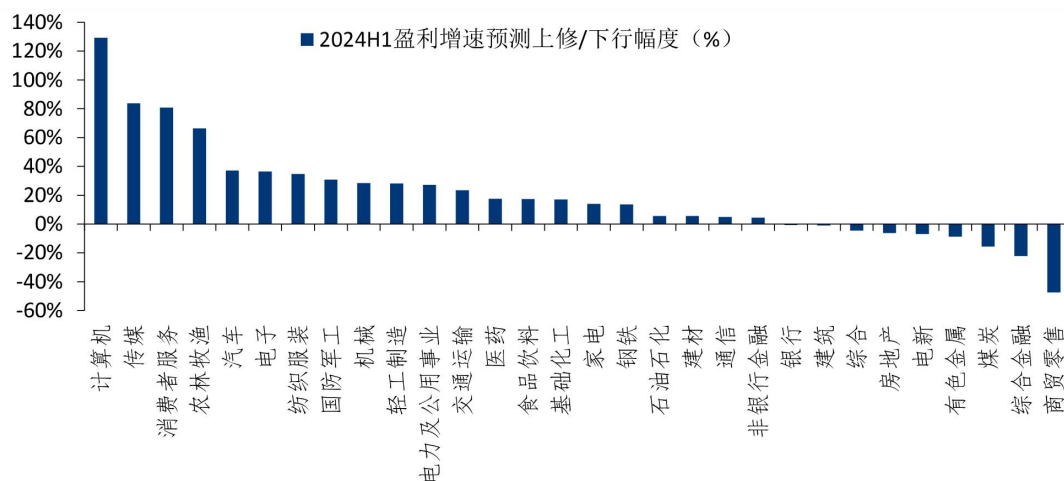
（2）部分成长、消费行业盈利预测上调较多。从分析师对各个行业净利润一致预期的变化幅度来看，部分成长、消费行业盈利预期提升：一是部分成长，如计算机、传媒、电子在发展新质生产力下盈利预期上调 129.3pcts、83.7pcts、36.5pcts，汽车、机械在大规模以旧换新政策下盈利预期上调 37.1pcts、28.5pcts；二是经济修复下消费者服务、农林牧渔、纺织服装等消费行业盈利预测上调也较多，分别上调了 80.8pcts、66.3pcts、34.8pcts；三是基础化工、石油石化等上游周期行业或因供需预期改善，经济基本面好转下盈利预期有所上升，分别上调了 17.0pcts、5.6pcts。

图 25：中信一级行业 2024H1 盈利增速一致预期（Wind 一致预期）

中信一级行业	净利润占比 (%)					24年H1净利润 增速预测 (24/4/1)	24年H1净利润 增速预测 (24/5/22)	盈利预期上修/ 下行幅度 (%)
	2019H1	2020H1	2021H1	2022H1	平均占 比			
计算机	107.9%	52.4%	37.7%	46.3%	61.0%	222.3%	351.5%	129.3%
传媒	-94.8%	363.4%	78.6%	277.5%	156.2%	177.0%	260.7%	83.7%
消费者服务	45.9%	-47.1%	92.5%	57.4%	37.2%	161.4%	242.2%	80.8%
农林牧渔	19.3%	44.2%	-36.2%	-88.9%	-15.4%	-107.1%	-40.7%	66.3%
汽车	57.5%	36.3%	56.7%	49.5%	50.0%	35.9%	73.0%	37.1%
电子	56.4%	37.3%	46.1%	59.4%	49.8%	-27.4%	9.1%	36.5%
纺织服装	67.8%	57.7%	50.6%	81.1%	64.3%	12.7%	47.5%	34.8%
国防军工	62.5%	43.6%	50.0%	56.6%	53.2%	13.1%	44.0%	30.9%
机械	61.1%	45.2%	57.5%	47.3%	52.8%	40.6%	69.0%	28.5%
轻工制造	44.2%	35.5%	67.4%	61.2%	52.1%	0.1%	28.3%	28.2%
电力及公用事业	46.7%	38.8%	106.3%	50.9%	60.7%	101.4%	128.6%	27.2%
交通运输	50.7%	0.1%	40.2%	52.6%	35.9%	3.0%	26.5%	23.5%
医药	66.3%	56.1%	52.3%	64.1%	59.7%	-17.4%	0.2%	17.6%
食品饮料	54.5%	50.4%	53.0%	54.0%	53.0%	15.2%	32.7%	17.4%
基础化工	188.1%	45.9%	46.9%	60.1%	85.2%	-13.1%	3.9%	17.0%
家电	55.3%	37.5%	48.8%	49.9%	47.9%	9.7%	23.6%	13.9%
钢铁	47.6%	34.0%	59.9%	87.9%	57.4%	-53.2%	-39.6%	13.6%
石油石化	43.7%	-32.0%	47.4%	38.6%	24.4%	-37.5%	-31.9%	5.6%
建材	48.1%	39.3%	41.9%	66.1%	48.8%	-40.8%	-35.3%	5.6%
通信	23.3%	40.4%	26.2%	53.7%	35.9%	-36.5%	-31.4%	5.0%
非银行金融	56.6%	46.7%	53.5%	54.8%	52.9%	-4.6%	-0.1%	4.5%
银行	55.2%	50.1%	50.0%	50.5%	51.4%	3.8%	3.2%	-0.7%
建筑	39.9%	33.3%	46.1%	44.8%	41.1%	-13.6%	-14.5%	-0.9%
综合	49.7%	-175.1%	59.4%	120.1%	13.5%	-105.8%	-110.4%	-4.6%
房地产	35.9%	31.2%	85.5%	-43.6%	27.3%	-84.6%	-90.9%	-6.3%
电新	36.0%	39.9%	44.4%	40.1%	40.1%	-0.5%	-7.5%	-6.9%
有色金属	131.2%	25.7%	38.2%	47.2%	60.6%	13.1%	4.4%	-8.7%
煤炭	45.7%	39.8%	36.6%	48.0%	42.6%	-32.2%	-47.7%	-15.6%
综合金融	0.0%	47.8%	57.5%	131.7%	59.2%	42.1%	19.9%	-22.2%
商贸零售	61.0%	89.7%	-92.2%	-864.5%	-201.5%	-381.9%	-429.3%	-47.4%

资料来源：华金证券研究所，wind

图 26：中信一级行业 2024H1 盈利预测近一个月上调/下行幅度（分行业一览）

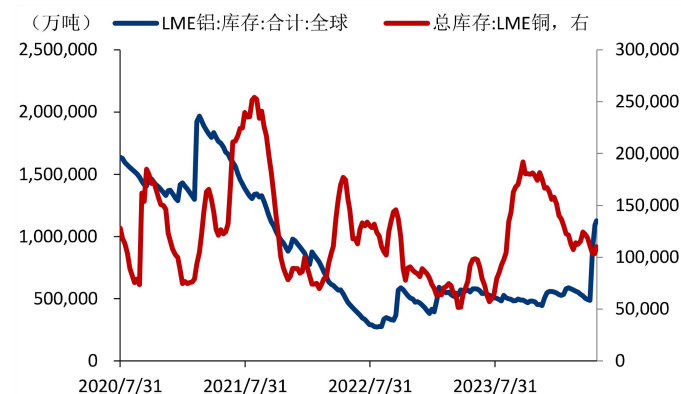


资料来源：华金证券研究所，wind（近一个月为 2024/4/1-2024/5/22）

（二）基本面视角，部分周期、制造、消费行业有望改善

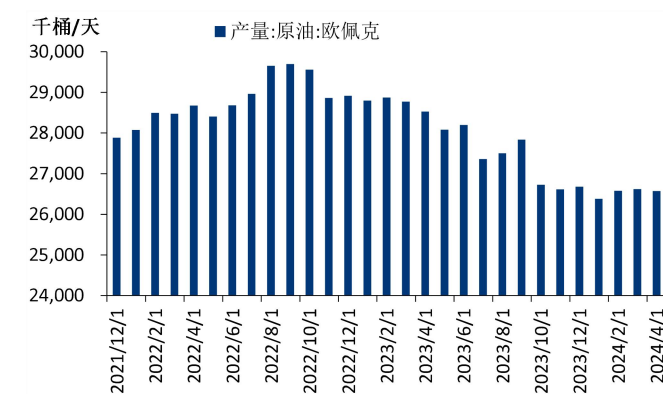
上游原料：上游供需格局改善。有色金属方面，全球铜企资本开支自 2013 年见顶后长期处于偏低位置，在供给增量有限及新能源需求驱动下上游铜可能由供给平衡转入短缺；石油石化方面，欧佩克减产下供给收缩，一季度欧佩克会议将原定 3 月底到期的减产协议延长至 6 月底，合计减产仍保持 220 万桶/日，供给收缩造成供需缺口加大下油价上升；整体上，在美联储降息以及上游供给边际收紧背景下，有色、石化等上游行业盈利的盈利修复可能反应在中报表现上。

图 27：LME 铜库存整体处于 2023 年 10 月以来低位



资料来源：华金证券研究所，wind

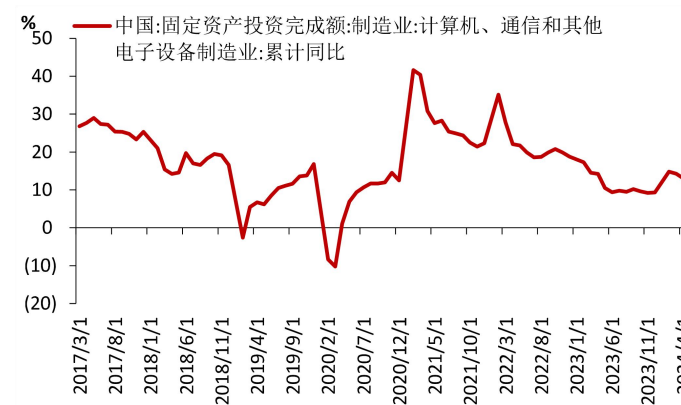
图 28：欧佩克原油产量近月处于较低水平



资料来源：华金证券研究所，wind

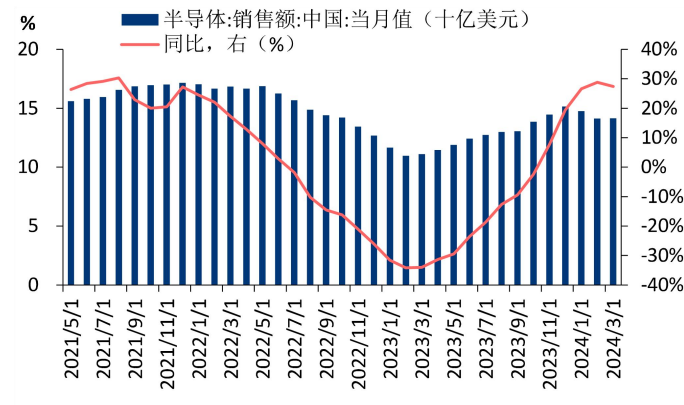
中游制造业：科技制造景气向上，汽车供需两端双强。一是 TMT 行业景气向上：销售端，全球半导体周期回暖下中国半导体销售额表现突出，销售额同比连续 5 个月转负为正，4 月增速为 27.4%；投资端，今年开年以来计算机、通信、电子投资完成额处于回升趋势，1-4 月平均增速达 14.1%，处于自 2023 年 5 月以来较高水平，AI 科技周期与政策共振下 TMT 行业景气向上，TMT 行业一季度表现有望修复。二是汽车行业供需双强：生产端，春节以来半钢胎开工率快速提升，截至 24/05/16，半钢胎开工率已升至 80.7%，绝对水平处于近年同期最高值；销售端，4 月新能源汽车产量、销量同比增长分别为 39.2%、33.5%，大规模以旧换新的政策支持以及智能驾驶技术革新下业绩预期有望进一步提升。

图 29：1-4 月计算机、通信、电子投资完成额增速处于高位



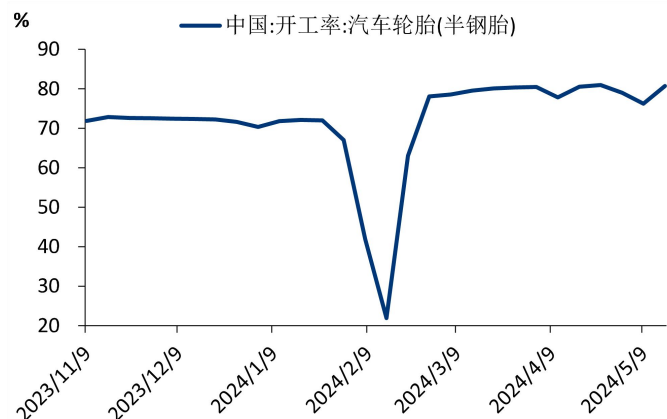
资料来源：华金证券研究所，wind

图 30：半导体销售额连续 4 月保持正增速且趋势向上



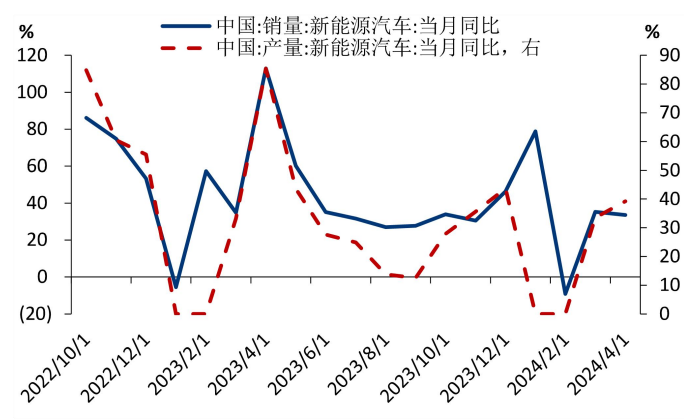
资料来源：华金证券研究所，wind

图 31：半钢胎开工率创近年同期新高



资料来源：华金证券研究所，wind

图 32：4 月新能源汽车产销同比均处于双增



资料来源：华金证券研究所，wind

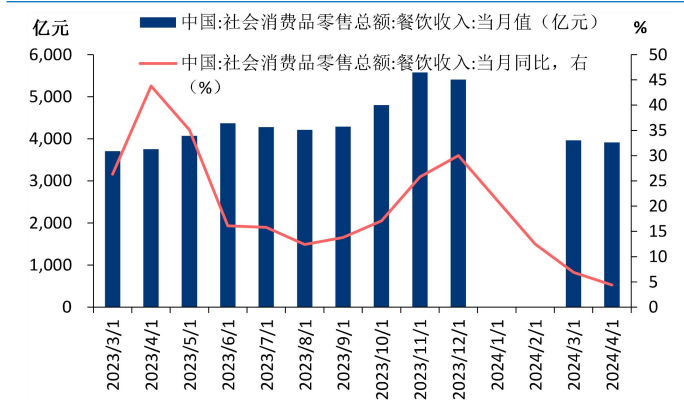
下游消费：家电纺服出口转暖，餐饮消费改善。一是纺服行业外需回暖，针织纱线出口已经连续 4 个月扭负为正，而 4 月服装出口降幅收窄，同比增长分别为 7.1%、-3.0%。二是家电方面出口明显恢复，家电累计出口金额同比连续 8 个月保持正增长，低基数叠加海外进入补库期预计需求向上趋势有望延续，大规模以旧换新政策推动下关注家电行业中报表现。三是出行消费方面，国内、国际航班数较过去两年明显上升，显示出行需求回暖。四是餐饮消费方面，1-4 月社零餐饮收入平均增速为 8.0%，已恢复接近 19 年之前的水平，居民收入预期回暖下中报或可关注社服等行业。

图 33：针织纱线出口连续 4 个月扭负为正



资料来源：华金证券研究所，wind

图 34：4 月社零餐饮收入增速为 4.4%

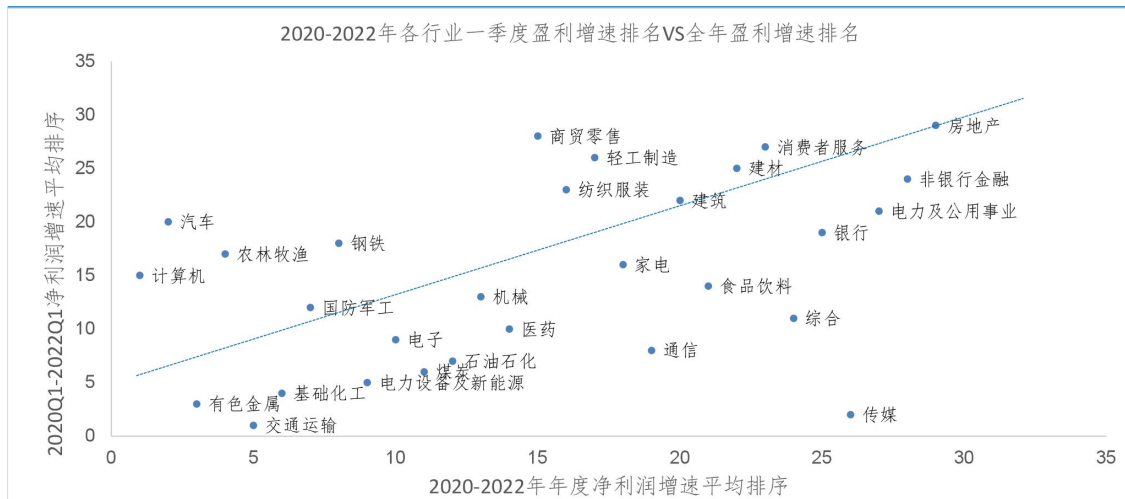


资料来源：华金证券研究所，wind

（三）一季报视角，关注景气延续以及困境反转的行业

一季报对全年业绩具有指引性。上市公司一季报往往对全年的业绩起到较好的指引作用，我们将 2020 年-2022 年各行业一季报净利润增速排序（从高到低）与全年净利润增速排序进行相关性分析，发现一季报业绩与全年业绩的相关系数为 0.45，表明一季报净利润增速表现居前的行业可能在全年也有较好的业绩表现。

图 35：2020-2022 年各行业一季度盈利增速排序 VS 全年盈利增速排序



资料来源：华金证券研究所，wind

一季度视角，消费与周期板块景气延续，成长行业实现困境反转。首先，通过横向比较各行业一季报业绩增速绝对值和边际变化，我们将中信一级行业划分为 5 个景气组合，分别为：维持高增（23Q3-24Q1 归母净利润平均同比增速 $>50\%$ ，且 24Q1 为正值）、稳定增长（23Q3-24Q1 归母净利润平均同比增速 $>0\%$ ，且 23Q4-24Q1 递增）、转负为正（23Q4-24Q1 归母净利润同比增速扭负为正）、正增长放缓（23Q3-24Q1 归母净利润平均同比增长 $>0\%$ ，但 23Q4-24Q1 下行）、负增长组合（23Q3-24Q1 归母净利润平均同比增速 $<0\%$ ，且 24Q1 $<0\%$ ），关注顺序为维持高增 $>$ 转正为负 $>$ 稳定增长 $>$ 正增长放缓 $>$ 负增长组合。其次，具体来看：（1）景气延续角度来看，周期与消费行业维持景气高位。通过分析各一级行业营收同比、环比变动的情况，我们发现，近季度同比持续为正的行业主要集中在以轻工、交运、电力及公用事业、石化为代表的周期行业，以及以汽车、社服、纺服、食品饮料等为代表的消费行业。（2）从困境反转的角度来看，部分成长行业值得关注，一季度净利润同比增速转正的行业主要集中在电子、农林牧渔、通信、医药。

图 36：一季报视角下五类行业分布

		归母净利润同比增长 (%)				变化趋势
板块		23Q3	23Q4	24Q1	23Q3-24Q1 平均增速 (%)	
维持高增	轻工制造	3.9	526.3	34.7	188.3	
	交通运输	119.8	383.7	28.5	177.3	
	纺织服装	43.4	428.2	1.7	157.8	
	电力及公用事业	62.8	212.8	26.5	100.7	
	汽车	30.8	141.1	11.3	61.1	
	消费者服务	78.5	77.3	5.1	53.6	
稳定增长	石油石化	19.6	8.3	10.4	12.8	
	机械	12.5	5.4	8.2	8.7	
	食品饮料	18.5	23.9	16.3	19.6	
转负为正	电子	7.1	-16.4	43.4	11.4	
	农林牧渔	-89.7	-48.6	37.1	-33.7	
	通信	0.2	-2.5	8.1	1.9	
	医药	-14.1	-61.7	1.9	-24.6	
正增放缓	家电	11.0	24.8	10.9	15.6	
	综合金融	4.3	81.2	-1.7	27.9	
	建筑	-7.5	25.2	-3.4	4.8	
	商贸零售	-27.0	65.6	-19.0	6.5	
	传媒	56.0	122.9	-32.6	48.8	
	钢铁	38.0	566.0	-82.6	173.8	
负增长	基础化工	-27.5	-54.9	-12.6	-31.7	
	非银行金融	-32.5	-53.9	-17.5	-34.6	
	国防军工	-9.3	-52.7	-21.4	-27.8	
	有色金属	-20.3	-28.2	-29.3	-25.9	
	煤炭	-31.1	-14.9	-37.4	-27.8	
	电新	-15.3	-67.8	-55.2	-46.1	
	计算机	12.5	-20.6	-56.0	-21.4	
	建材	-6.6	29.1	-88.6	-22.0	
	房地产	-110.6	-6.1	-99.0	-71.9	

资料来源：华金证券研究所，wind

预计有色、石化、交运、电力、家电、轻工、纺服、电子、通信、计算机等行业中报业绩可能偏好。综合来看，（1）盈利增速预测视角下，部分成长和消费行业值得关注：一是以计算机、传媒、汽车、机械、军工等成长行业在发展新质生产力以及生产设备大规模以旧换新进程下净利润增速预测上调较多；二是消费者服务、农林牧渔、纺织服装等消费行业或因海外去库以及居民消费意愿上升而改善，经济基本面好转下盈利预测上调也较多。（2）基本面视角：其一，上游原料方面，供需格局改善下有色、石油石化等上游行业盈利可能持续修复；其二，中游制造业方面，TMT 制造业销售与投资端景气向上，汽车行业供需两端双强下 TMT、汽车行业盈利可能修复；其三，下游消费：家电纺服出口转暖，居民收入预期回暖下餐饮消费改善，关注家电、纺服、交运、社服中报表现。（3）今年一季报视角：一是景气延续角度来看，周期与消费行业维持景气高位，近季度同比增速持续为正的行业是轻工、交运、电力及公用事业为代表的周期行业，以及以汽车、社服、纺服、食品饮料为代表的消费行业；二是从困境反转的角度来看，部分成长行业值得关注，一季度净利润同比增速转行的行业主要是电子、通信、医药。（4）综合来看，我们结合三大视角找出盈利增速预测上调、基本面改善情况以及一季报业绩处于景气延续或者困境反转的行业，预计后续有色、石化、交运、电力、家电、轻工、纺等行业中报业绩可能偏好。

五、风险提示

1.历史经验未来不一定适用：文中相关复盘具有历史局限性，不同时期的市场条件、行业趋势和全球经济环境的变化会对投资产生不同的影响，过去的表现仅供参考。

2.政策超预期变化：经济政策受宏观环境、突发事件、国际关系的影响可能超预期或者不及预期，从而影响当下分析框架下的投资决策。

3.经济修复不及预期：受外部干扰、贸易争端、自然灾害或其他不可预测的因素，经济修复进程可能有所波动，从而影响当下分析框架下的投资决策。

分析师声明

邓利军声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn